

Prinzipien, Rahmenbedingungen und Beschränkungen: die Nationalbank als „lender of last resort“ 1816–1931

Gegenstand dieser Studie ist die Rolle der österreichischen Notenbank als „lender of last resort“ in ausgewählten Episoden finanzieller Notlagen seit der Gründung der Nationalbank 1816 bis zur Creditanstaltkrise 1931. Wir argumentieren anhand der uns vorliegenden empirischen Daten, dass ein elastisches Angebot von Notenbankkrediten während Krisenzeiten, wie vom britischen Ökonom Walter Bagehot befürwortet, in der Geschichte Österreichs eher die Ausnahme als die Regel war und dass in unserem Beobachtungszeitraum kein Trend hin zu einer freizügigeren Kreditvergabe erkennbar ist. Als Bezugspunkt dient uns die Bankenkrise von 1912 – ein faszinierendes Beispiel einer „vergessenen“, nie im Detail untersuchten Krise –, weil das Krisenmanagement der Nationalbank in dieser speziellen Episode durchaus beispielhaft für eine wirksame freizügige Kreditvergabe à la Bagehot ist. Kreditrationierungen in anderen Finanzkrisen dürften eine Folge aufkommender Zweifel an der Wertbeständigkeit der Banknoten sein bzw. darauf zurückzuführen sein, dass Banken infolge der Nationalbank-Bestimmungen für das Diskont- und Lombardgeschäft bzw. der geltenden Vorschriften für das Risikomanagement nicht über ausreichend notenbankfähige Vermögenswerte verfügten. In unsere Studie fließt die bisherige Literatur in diesem Bereich ein, die die Bedeutung der Mikroökonomie des „lending of last resort“, einschließlich der Anreizstruktur von Kreditprogrammen und der Ex-ante-Überwachung von Geschäftspartnern, unterstreicht.

Clemens Jobst,
Kilian Rieder¹

JEL-Klassifizierung: E58, G01, N13, N14

Stichwörter: Zentralbank, Österreich, Oesterreichische Nationalbank, „lender of last resort“, Finanzkrise, Bankenkrise, Kreditrationierung, Liquiditätskrise, Bankrun, moral hazard, Bagehot

Warum haben Zentralbanken im Laufe der Zeit so unterschiedlich auf Finanzkrisen reagiert? Eine Erklärung könnte einfach darin bestehen, dass Politiker aus Fehlern der Vergangenheit lernen und das Krisenmanagement entsprechend anpassen. Zweifellos bildete die wirtschaftswissenschaftliche (bzw. -geschichtliche) Forschung über die Weltwirtschaftskrise in den 1930er-Jahren eine Grundlage für die geldpolitischen Reaktionen auf die jüngste Finanzkrise 2008 (Almunia et al., 2010; Eichengreen, 2015). Wenn man die Lehren

aus der Geschichte in den Mittelpunkt stellt, lässt man jedoch außer Acht, dass die Beweggründe und die Auswirkungen der Reaktionen von Zentralbanken auf Krisen seit Henry Thorntons Abhandlung *The Paper Credit of Great Britain* aus dem Jahr 1802 (Thornton, 1802) sowohl bei Zeitgenossen als auch in der Wissenschaft immer umstritten waren. Stark vereinfacht ausgedrückt, dreht sich diese theoretische und empirische Debatte um die Frage, unter welchen Bedingungen und Umständen Zentralbanken im Fall einer kollektiven Liqui-

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, clemens.jobst@oenb.at; University of Oxford, Department of Economics and History Faculty, kilian.rieder@univ.ox.ac.uk. Die von den Autoren hier zum Ausdruck gebrachte Meinung gibt nicht notwendigerweise die Meinung der Oesterreichischen Nationalbank oder des Eurosystems wieder. Die Autoren danken Vincent Bignon (Banque de France) und Stefano Ugolini (Université de Toulouse) sowie ihrem wissenschaftlichen Begutachter und den Teilnehmerinnen und Teilnehmern des Autorenworkshops zu dieser Publikation für ihre äußerst nützlichen Kommentare und wertvollen Anregungen. Walter Antonowicz und Claudia Köpf vom Bankhistorischen Archiv der Oesterreichischen Nationalbank haben den Zugang zu den Hauptquellen erheblich erleichtert. Daniel Maier hat ausgezeichnete Forschungsassistenz geleistet.

Wissenschaftliche
Begutachtung
Charles Goodhart,
London School of
Economics

ditätskrise an den Finanzmärkten das Bankensystem mit zusätzlicher Liquidität versorgen sollten.²

Walter Bagehot wird bekanntlich die Antwort zugeschrieben, Zentralbanken sollten Kredite freizügig, zu hohen Zinsen und nur gegen gute Sicherheiten vergeben.³ Die unzähligen Rationalisierungen von Bagehots Prinzipien haben zahlreiche Mythen und Missverständnisse über den „*lender of last resort*“ entstehen lassen, nicht zuletzt weil sie diese Prinzipien aus dem historischen Zusammenhang genommen haben, in dem sie formuliert wurden.⁴ Zweck dieser Studie ist es, die Ursprünge des „*lender of last resort*“ in einem konkreten nationalen Rahmen zurückzuverfolgen und damit Österreich in die bestehende internationale Literatur über dieses Thema einzureihen, die fast ausschließlich von Studien über die USA und das Vereinigte Königreich dominiert wird.⁵ Wir analysieren das Verhalten der Nationalbank im Kontext von sechs Krisen: 1820, 1848–49, 1873, 1912, 1923–24 und 1931. Unsere Auswahl umfasst sowohl bekannte als auch weniger bekannte Episoden finanzieller Notlagen, dies erhebt jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Vielmehr spiegelt sie unseren Versuch wider, die vielfältigen Facetten und Aspekte der Aktivitäten des „*lender of last resort*“ im Laufe der Geschichte zu erfassen. Während die Krise 1820 die erste Finanzpanik nach der Gründung der privilegierten österreichischen National-Bank im Jahr 1816

darstellt, bildet der Zusammenbruch der Creditanstalt 1931 einen natürlichen Endpunkt: Es ist die letzte Krise, bevor die finanzielle Repression nach dem Zweiten Weltkrieg dazu führte, dass bis in die 1970er-Jahre in den Industrieländern keine Banken Krisen mehr auftraten.

Wir argumentieren anhand der uns vorliegenden Belege, dass eine freizügige Kreditvergabe in Österreich historisch eher die Ausnahme als die Regel war. Das lag nicht daran, dass der Nationalbank die Finanzmarktstabilität nicht am Herzen gelegen hätte. Vielmehr wurde ihre Politik durch zahlreiche Faktoren, wie Regulierung, fehlende Informationen über potenzielle Kreditnehmer und fehlendes Vertrauen in die Nationalbank selbst, beschränkt. Die Studie ist folgendermaßen gegliedert: Zunächst geben wir in Kapitel 1 einen kurzen Überblick über die Literatur zum „*lender of last resort*“, um unsere Position bezüglich Bagehots Prinzipien weiter auszuführen. Kapitel 2 enthält einen kurzen Abriss des geldpolitischen Instrumentariums der Nationalbank im untersuchten Zeitraum. Daran schließt sich in Kapitel 3 eine Beschreibung der „vergessenen“ Panik von 1912 an, die unserer Argumentation zufolge ein Musterbeispiel für freizügige Kreditvergabe im Stil von Bagehot ist. Kapitel 4 beleuchtet, warum eine freizügige Kreditvergabe, die 1912 so gut funktionierte, nicht auch in den meisten anderen Finanzkrisen praktiziert wurde.

² Das historische Konzept des „*lending of last resort*“ bezieht sich auf eine Form der Unterstützung für das gesamte Finanzsystem und nicht auf eine Liquiditätshilfe für einzelne Banken (*Emergency Liquidity Assistance – ELA*). Siehe Goodhart (1999).

³ Diese Prinzipien sind allgemein aus verschiedenen Passagen des wichtigsten Werks von Bagehot abgeleitet. Siehe Bagehot (1873).

⁴ Eine ausführlichere Erläuterung dieser Bruchlinien findet sich in Goodhart (1999) und Bignon et al. (2012).

⁵ Einige internationale Perspektiven werden in Kindleberger und Aliber (2011) dargestellt. Ausführliche Studien über einzelne Länder enthalten z. B. Buyst und Maes (2008) über Belgien im 19. Jahrhundert und Bignon et al. (2012) über Frankreich.

praktiziert wurde. Kapitel 5 enthält die Schlussfolgerungen.

1 Die Zentralbank als „lender of last resort“

Finanzkrisen sind Gegenstand umfangreicher Literatur sowohl in den Wirtschaftswissenschaften als auch in der Wirtschaftsgeschichte (Allen et al., 2009). Auch wenn die unmittelbaren und letztlich Ursachen der Fragilität, die zu einer Finanzkrise führt, unterschiedlich sein können und weiterhin diskutiert werden, weisen alle Finanzkrisen einige Gemeinsamkeiten auf, die für die Frage des „*lending of last resort*“ höchst relevant sind (Gorton, 2012). Diese sollen hier kurz dargestellt werden.

1.1 Die Logik von Finanzkrisen

Der Finanzkreislauf in Marktwirtschaften basiert unter anderem darauf, dass sich die Finanzintermediäre über die Emission verschiedener kurzfristiger Schuldpapiere refinanzieren können. Normalerweise denken wir bei Bankverbindlichkeiten an (Spar-)Einlagen, aber historisch haben sich Banken auch über die Ausgabe eigener Banknoten oder in jüngerer Zeit über die Emission von Anteilen an Geldmarktfonds oder das Eingehen von Rückkaufvereinbarungen (Repos) finanziert. Diesen Schuldtiteln ist gemeinsam, dass Absatz und Weiterverkauf geringe oder gar keine Informationen über den Emittenten oder die zugrundeliegenden Sicherheiten erfordern; in normalen Zeiten sind sie informationsinsensitiv.⁶ Bankenkrisen sind von einer Flucht aus diesen Schuldpapieren in liquidere Geldformen wie Bargeld oder Einlagen bei der Zentralbank gekennzeichnet. Sind viele oder

die meisten Finanzintermediäre betroffen, spricht man von einer systemischen Krise (Gorton, 2012).

Ein Ansturm ist eine rationale Reaktion auf Schocks, die Gläubiger an der Fähigkeit der Finanzinstitute zur Erfüllung ihrer Schuldverträge zweifeln lassen. Diese Schocks können sehr klein sein und es kann auch sein, dass erst später mit ihrem effektiven Eintreten gerechnet wird. Es genügt, dass sie stark genug sind, um Gläubiger zu veranlassen, die Qualität ihrer Forderungen in Frage zu stellen, wodurch bisher informationsinsensitive Vermögenswerte zu informationssensitiven Vermögenswerten werden. Wenn die Unsicherheit über den Wert von Vermögenswerten zunimmt, kann die Schuldentragfähigkeit von Sicherheiten – die Höhe besicherter Verbindlichkeiten, die ein Vermögenswert decken kann – drastisch sinken (Acharya et al., 2012). Gläubiger rationieren in diesem Fall tendenziell ihr Kapital, indem sie ihre Schuldtitel in sichere und liquidere Vermögenswerte umwandeln oder die Abschläge auf kurzfristige besicherte Schuldtitel erhöhen. Lösen Schocks de facto die Produktion von Informationen über die Qualität der zugrundeliegenden Vermögenswerte aus, können Verbindlichkeiten, deren Besicherung sich als problematisch erweist, ad hoc eingefordert werden (Gorton und Ordoñez, 2014). Ob neu verfügbare Informationen über die Qualität der Sicherheiten einen systemischen Run auslösen oder nur zu höheren Aufschlägen führen, ist von verschiedenen weiteren Faktoren abhängig, wie dem Umfang der Informationsproduktion, der Dauer des vorausgegangenen Kreditbooms sowie der

⁶ Informationsinsensitive Vermögenswerte sind insofern sichere Vermögenswerte, als sie ohne Risiko einer Negativauslese (*adverse selection*) als Sicherheiten akzeptiert werden und dauerhaft wertbeständig sind. Siehe Gorton und Ordoñez (2014) und Gorton (2016).

wirtschaftlichen und rechtlichen Mikrostruktur der Märkte für kurzfristige besicherte Finanzierungen (Martin et al., 2014).

Systemische Finanzkrisen können unterschiedliche Formen annehmen. Das klassische Beispiel ist ein Ansturm der Einleger, bei dem Sparer im wahrsten Sinne des Wortes vor ihren Banken Schlange stehen, um Bargeld abzuheben. Eine Panik kann aber auch die Refinanzierung am Interbanken- oder Kapitalmarkt betreffen, wie die jüngste Finanzkrise 2008 gezeigt hat (Gorton und Metrick, 2012). Letztlich kann sich die Panik sogar gegen die Zentralbank selbst – deren Banknoten normalerweise die liquideste und sicherste Geldform darstellen – richten, wenn Zweifel am künftigen Wert der Banknoten aufkommen und versucht wird, Banknoten in Sachwerte oder Devisen umzutauschen. Trotz der unterschiedlichen Ausprägungen einer Panik sind die Folgen ähnlich. Bei einem systemischen Bank Run ist es den betroffenen Intermediären per definitionem nicht möglich, die starke Nachfrage nach Liquidität zu erfüllen. Von diesem Gesichtspunkt aus gesehen sind alle Intermediäre insolvent, da sie ihren Verpflichtungen ohne die Veräußerung von Vermögenswerten nicht nachkommen können (Gorton, 2012). Wenn jedoch viele Kreditinstitute ihre Vermögenswerte gleichzeitig veräußern, werden die Preise von Vermögenswerten durch die Marktüberflutung nach unten gedrückt (*cash-in-the-market pricing*).⁷ Der daraus resultierende Preisverfall kann gravierende makroökonomische Folgen haben und sich auf Teile des Bankensektors, unbeteiligte Dritte und im weiteren Verlauf auch auf die Realwirt-

schaft auswirken, die alle nicht mit dem ursprünglichen Ansturm in Verbindung standen (Antinolfi et al., 2015; Brunnermeier et al., 2009).

Diese negativen externen Auswirkungen liefern die Begründung für einen „*lender of last resort*“, der dem Finanzsystem unbegrenzt Liquidität im Tausch gegen die Verbindlichkeiten zur Verfügung stellt, die Ziel des Ansturms sind. Eine Institution, die im Notfall mit Geld einspringt, kann die Zweifel der Gläubiger ausräumen, den einsetzenden Run stoppen und Panikverkäufe vermeiden, die möglicherweise schwere makroökonomische Folgen hätten (Oehmke, 2014). Tatsächlich könnte das bloße Vorhandensein eines „*lender of last resort*“ den Ausbruch einer Panik gänzlich verhindern. Um seiner Aufgabe gerecht werden zu können, muss der „*lender of last resort*“ in der Lage sein, Liquidität unbegrenzt (oder zumindest in sehr großer Höhe) zur Verfügung zu stellen, mit anderen Worten: Der „*lender of last resort*“ muss ein Institut sein, das selbst nicht illiquide werden kann. Historisch haben, in Ermangelung von Zentralbanken, gelegentlich mehrere Großbanken gemeinsam diese Funktion übernommen (siehe z. B. Gorton, 2012). Ein weiterer Kandidat ist der Staat, der den Vorteil hat, Steuern erheben zu können. Der logischste „*lender of last resort*“ sind jedoch aufgrund ihres Währungsmonopols die Notenbanken.

1.2 Bagehots Prinzipien

Worin genau besteht die Aufgabe des „*lender of last resort*“? Oberflächlich betrachtet sieht jede Finanzkrise neu und anders aus. Jedes Mal sind neue Finanzprodukte und möglicherweise

⁷ „*Cash-in-the-market pricing*“ tritt auf, wenn die im Markt verfügbare Liquidität zu einem bestimmten Zeitpunkt (deutlich) geringer als der Gesamtwert der zum Kauf angebotenen Vermögenswerte ist. Siehe Allen und Gale (2007).

neue Akteure beteiligt.⁸ Gleichzeitig beruhen Krisen immer auf dem gleichen Grundmechanismus – der Flucht aus Schuldtiteln in Bargeld –, woraus sich einige allgemeine Grundsätze ableiten lassen. Die berühmtesten stammen aus Bagehots Werk *Lombard Street* (Bagehot, 1873) und wurden von späteren Autoren zu drei Prinzipien verdichtet: Zentralbanken sollten Kredite freizügig (d. h. unbegrenzt), zu hohen Zinssätzen und nur gegen gute Sicherheiten vergeben.⁹

Die Diskussionen über die Signifikanz und Bedeutung dieser drei „Regeln“ dauern bis heute an. Dennoch können sie einen nützlichen Rahmen für die nachfolgende Auseinandersetzung mit der Politik der Nationalbank während Finanzkrisen zwischen 1816 und 1931 bieten, insbesondere da Bagehots Werk auf der Praxis des Zentralbankwesens im 19. Jahrhundert gründet. Bagehots Prinzip der „freizügigen Kreditvergabe“ ist am besten als Plädoyer gegen eine Kreditrationierung durch die Notenbank zu verstehen. Um Bank Runs zu stoppen, müsse der „*lender of last resort*“ den Eindruck verbreiten, dass Geld, wenngleich teuer, doch zu haben sei (Bagehot, 1873). Bignon et al. (2012) schlagen einen einfachen Test auf Nichtvorliegen einer Kreditrationierung vor. Nach der Nullhypothese der freizügigen Kreditvergabe müsste „*der Zinssatz [der Zentralbank] (für eine bestimmte Qualität von Papieren) stets über dem Marktzinssatz (für die gleiche Qualität) liegen oder diesem entsprechen*“. Der Marktzinssatz kann nur im Fall einer

Kreditrationierung höher als der Leitzins sein; bei einer freizügigen Kreditvergabe würde ein zunächst höherer Marktzinssatz aufgrund von Arbitrage sofort zurückgehen.

Natürlich wirft dieser Test sofort die Frage auf, wie hoch die Qualität der Papiere ist, auf die sich der Leitzins bezieht. Ist diese Qualität sehr hoch angesetzt, könnte die Kreditrationierung letztendlich auf eine Knappheit an Werten zurückzuführen sein, die zur Besicherung zugelassen sind. Die entscheidende Frage lautet, welche Sicherheiten die Zentralbank als „gute Sicherheiten“ ansieht. Bagehot (1873) selbst definierte sie als ein Wertpapier, das „in gewöhnlichen Zeiten als gute Sicherheit gilt“, „häufig verpfändet wird und leicht [in Geld] umgewandelt werden kann“. In gewöhnlichen Zeiten können Zentralbanken jedoch viele Gründe haben, die Art oder Qualität der für ihr Kreditgeschäft zulässigen Vermögenswerte zu beschränken. Umfangreichere Listen zugelassener Wertpapiere (im Fall von Lombardkrediten) oder weniger strenge Kriterien im Diskontgeschäft gehen mit einem höheren Kreditrisiko einher oder erhöhen zumindest die operativen Ausgaben. Infolge dieser restriktiven Praktiken ex ante, kann es passieren, dass Geschäftspartner im Krisenfall zu wenig für die Zentralbankrefinanzierung zulässige Sicherheiten haben, sodass die Zentralbank die benötigte Liquidität ex post nicht zur Verfügung stellen kann. Unabhängig davon, wie dieser Konflikt im konkreten Fall gelöst wird, setzt eine frei-

⁸ Wie die historische Erfahrung (zuletzt die Finanzkrise 2008) zeigt, treten Krisen meist in jenen Bereichen des Finanzsystems auf, die nicht reguliert oder garantiert werden. Das ist wahrscheinlich auch der Hauptgrund, warum eine Einlagensicherung als alternatives Instrument ohne *lender of last resort* nicht ausreicht, um das Vertrauen in die Bankverbindlichkeiten im Krisenfall aufrechtzuerhalten. In Österreich wurde die Einlagensicherung erst 1979 eingeführt und ist daher für den hier untersuchten Zeitraum nicht relevant.

⁹ Wie bereits erwähnt werden diese Prinzipien von Bagehot (1873) selbst so nicht genannt, sondern sind aus verschiedenen Passagen seines Werks abgeleitet.

zügige Kreditvergabe voraus, dass der „*lender of last resort*“ als Reaktion auf Anspannungen an den Finanzmärkten die Zulässigkeitskriterien (für den Diskont) zumindest nicht verschärft bzw. den Pool zulässiger Wertpapiere (für Lombardkredite) nicht verringert. Wechsel und Vermögenswerte, die in normalen Zeiten als „gute Sicherheiten“ gelten, sollten weiterhin angenommen werden (Bindseil, 2014).

Während die Logik der „freizügigen Kreditvergabe“ und „guten Sicherheit“ einfach nachvollziehbar erscheint, hat sich das Konzept „hoher Zinssätze“ als schwerer zu begründen erwiesen. Eine Standardauslegung bezieht sich auf das sogenannte moralische Risiko, oder *moral hazard*. Hohe Zinssätze in der Krise schaffen für Banken einen Anreiz, in normalen Zeiten ein angemessenes Risikomanagement zu betreiben. Dieses Argument wird jedoch in mehrfacher Hinsicht angezweifelt. Einerseits könnten hohe Zinssätze angeschlagene Institute geradezu ermuntern, um ihr Überleben zu pokern. Andererseits zeigen jüngere theoretische Arbeiten, dass *Moral Hazard* weniger ein Problem sein könnte, solange zwischen Kreditnehmern und der Zentralbank keine großen Informationsasymmetrien bezüglich des Kontrahentenrisikos bzw. der Qualität der Sicherheiten bestehen (Martin, 2006; Castiglione und Wagner, 2012; Naqvi, 2015). Tatsächlich waren Zentralbanken nie auf Distanz (*at arm's length*) zu ihren Kreditnehmern, weder in der Vergangenheit und noch viel weniger heute. Die intensivere Steuerung des Adressenausfallrisikos und verstärkte Bankenaufsicht korrelieren in der Tat stark mit der Übernahme von Aufgaben des „*lender of last resort*“ durch die Zentralbanken. Flandreau und Ugolini (2014) weisen beispielsweise auf die Bedeutung einer fortlaufenden Ex-ante-Überwachung der

Geschäftspartner hin, die entscheidend zum Erfolg des „*lending of last resort*“ in England nach der Overend-Krise 1866 beigetragen habe.

In ihrem Beitrag zu dieser Diskussion haben Martin (2009) und Bignon et al. (2012) zwei alternative Begründungen für „hohe Zinssätze“ vorgeschlagen. Martin (2009) zufolge ging es Bagehot hauptsächlich um die effiziente Nutzung der begrenzten Reserven der Zentralbank im Kontext eines Silber- oder Goldstandards. Obgleich die Verpflichtung der Bank of England, vorher festgelegte Deckungsvorschriften einzuhalten, im Fall einer Finanzpanik in der Regel aufgehoben wurde, war ihre Glaubwürdigkeit wesentlich von einem umsichtigen Umgang mit den verfügbaren Reserven abhängig. Bei einer zu starken Ausweitung der Geldmenge über die statutarische Grenze hinaus bestand die Gefahr, eine Währungs- und Krisen auszulösen. Hohe Zinssätze dienten somit dazu, die durch die Goldreserven begrenzte Notenbankgeldmenge unter den Gegenparteien, die sie am dringendsten benötigten, effizient aufzuteilen. Das von Bignon et al. (2012) vorgebrachte Argument gleicht eher der gegenwärtigen Rechtfertigung für Negativzinsen auf Zentralbankeinlagen. Es beruht auf der Feststellung, dass Finanzintermediäre bei einer Panik im Bankensektor nach einem „sicheren Hafen“ wie Zentralbankeinlagen suchen, wodurch weniger Liquidität in den Geldmarkt fließt. Im Extremfall würde die Zentralbank den gesamten Geldmarkt internalisieren, indem sie einerseits Kredite an Banken vergibt, die Geld benötigen, und andererseits Einlagen von Banken entgegennimmt, die über überschüssiges Geld verfügen. Eine solche Vorgehensweise belastet nicht nur die begrenzten Reserven der Zentralbanken, wie vorstehend ausgeführt wurde, sondern bedeutet auch,

dass Intermediäre darauf verzichten, ihr persönliches Wissen über Geschäftspartner und Sicherheiten zu nutzen, und diese Informationen eventuell nicht mehr erfassen. Dadurch wird die Funktionsweise des Marktes langfristig beeinträchtigt. Da Zentralbankeinlagen im 19. Jahrhundert grundsätzlich nicht verzinst wurden, bestand der Haupthebel, um Banken zu veranlassen, untereinander Geschäfte abzuschließen, in einer Erhöhung des Diskontsatzes. Dieser werde, wie Bagehot es formulierte, als hohe Strafgebühr für unbegründete Ängstlichkeit (von Seiten der Banken) wirken und weitgehend verhindern, dass Parteien, die nicht darauf angewiesen sind, Wechsel zum Diskont einreichen (Bagehot, 1873, S. 197).

2 Das geldpolitische Instrumentarium der Nationalbank

Um zu analysieren, wie eine Zentralbank im Krisenfall Liquidität zur Verfügung stellt, ist es sinnvoll, zunächst ihr geldpolitisches Instrumentarium in normalen Zeiten zu verstehen. Hier spielen die ständigen Fazilitäten der Zentralbank eine wichtige Rolle, also jene Kreditgeschäfte, für welche die Zentralbank die allgemeinen Konditionen (insbesondere die zulässigen Sicherheiten und den jeweils gültigen Zinssatz) festlegt, die Initiative für das Geschäft aber von den Geschäftspartnern, nicht von der Zentralbank selbst, ausgeht. Aufgrund dieser Ausgestaltung können ständige Fazilitäten einen plötzlichen Anstieg im Liquiditätsbedarf quasi automatisch abdecken, da die Zentralbank die höhere Nachfrage passiv befriedigt ohne selbst aktiv werden zu müssen. Einzige Voraussetzung hierfür

ist, dass die Zentralbank den Zugang zur ständigen Fazilität während einer Krise nicht beschränkt und die Fazilität nicht unter einem Stigma leidet, d. h., dass die Gegenparteien es für sicher halten, die Fazilität bei Bedarf in Anspruch nehmen zu können (Bindseil, 2014).

In Österreich wurden liquiditätszuführende Geschäfte lange Zeit, wie bei den meisten anderen Zentralbanken im 19. Jahrhundert und in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts üblich, von Diskont- und Lombardkrediten dominiert.¹⁰ Beide Geschäftsarten waren im Prinzip als ständige Fazilitäten strukturiert, bei denen die Bestimmungen und Konditionen im Voraus festgelegt und verlautbart wurden. Die Nationalbank unterhielt seit ihrer Gründung im Jahr 1816 beide Fazilitäten und beließ die folgenden grundlegenden Merkmale im gesamten Untersuchungszeitraum unverändert:

Bei einem *Lombard* (Vorschuss) gewährte die Nationalbank Kredite gegen die Hinterlegung von Sicherheiten, normalerweise Wertpapieren, zu einem festen Zinssatz, dem sogenannten *Lombardsatz*. Die Bedingungen waren einfach. Die Darlehen hatten eine Laufzeit von höchstens drei Monaten. Die maximale Höhe des Darlehens bestimmte sich aus dem Kurswert der verpfändeten Wertpapiere an der Börse abzüglich eines Abschlags. Sank der Kurswert der verpfändeten Wertpapiere während der Laufzeit unter einen bestimmten Schwellenwert, so musste der Darlehensnehmer zusätzliche Sicherheiten stellen oder das Darlehen zurückzahlen. Die Liste der zugelassenen Wertpapiere und Abschläge wurde veröf-

¹⁰ Zu Österreich siehe Jobst und Kernbauer (2016). Ein internationaler Vergleich findet sich in Jobst und Ugolini (2016).

fentlicht.¹¹ Nachdem ursprünglich nur Staatsanleihen zum Lombard zugelassen waren, wurde die Liste mit der Zeit ausgeweitet und umfasste bald ein breites Spektrum von Anleihen von Gebietskörperschaften, Eisenbahnanleihen und gedeckten Schuldverschreibungen sowie Aktien ausgewählter Eisenbahngesellschaften und Reedereien.¹² Die Abschläge waren im Vergleich zu heute relativ hoch angesetzt und betrug meist 25 % oder 30 % des Marktwerts.

Im *Diskontgeschäft* andererseits kaufte die Nationalbank einen Wechsel mit kurzer Anfangs- oder Restlaufzeit mit einem Abschlag auf seinen Nennwert (dem *Diskontsatz*).¹³ Im untersuchten Zeitraum war der Zugang zum Diskont nicht auf Finanzintermediäre beschränkt: Die Nationalbank akzeptierte Wechsel zur Diskontierung von „jedermann, ohne Unterschied des Standes, wenn er der Bank als ein rechtlicher Mann bekannt ist“.¹⁴ Der Zugang war jedoch geografisch beschränkt, da die Nationalbank bei Fälligkeit den Wechselbetrag beim Zahlungsverpflichteten einfordern musste und daher nur Wechsel diskontieren konnte, die an Orten zahlbar waren, an denen die Bank eine Geschäftsstelle unterhielt. Bis 1841, als die erste Filiale der Nationalbank in Prag eröffnet wurde, waren daher nur in Wien zahlbare Wechsel diskontfähig. In den darauffolgenden Jahrzehnten wurde mit der Gründung weiterer Filialen im gesamten Gebiet der Habsburgermonarchie die geografische Reichweite der Diskontfähigkeit erheblich vergrößert. Im Gegensatz zu

den Zahlungsmodalitäten für Lombardkredite, bei denen die Nationalbank bei Zahlungsausfall die hinterlegten Sicherheiten verwerten konnte, war die Auszahlung eines Wechselbetrags von der Zahlungsfähigkeit des Akzeptanten oder Ausstellers bei Fälligkeit abhängig. Entsprechend wichtig war es, die Solidität der Wechselverpflichteten zu prüfen. Die zu diskontierenden Wechsel mussten der Regel nach mit der Unterschrift von drei, jedenfalls aber mit der Unterschrift von zwei „als zahlungsfähig bekannten Verpflichteten“ versehen sein. Die Überprüfung der Solidität eines Wechsels erfolgte in zwei Stufen. In der ersten Stufe legte die Nationalbank in Form von Kreditlisten fest, welche Personen und Firmen bis zu welchem Betrag grundsätzlich den Diskont der Nationalbank direkt (durch die Einreichung eines zu diskontierenden Wechsels) oder indirekt (als Akzeptant eines von einer dritten Gegenpartei eingereichten Wechsels) in Anspruch nehmen konnten.¹⁵ Die erforderlichen Informationen wurden von den örtlichen Filialen der Nationalbank zusammengetragen. Jede Filiale hatte ein Zensurkomitee, das sich aus Beamten der Bank sowie ortsansässigen Wirtschaftstreibenden und Honoratioren zusammensetzte. Diese Komitees überprüften regelmäßig die individuellen Kreditrahmen anhand öffentlicher und privater Informationen (Kövér, 2015). In der zweiten Stufe prüfte und beurteilte das Zensurkomitee jeden zum Diskont eingereichten Wechsel anhand formaler Kriterien.

¹¹ Diese Informationspolitik steht im Gegensatz zur Politik der Bank of England, die solche Angaben nicht publik machte (Flandreau und Ugolini, 2014).

¹² Listen notenbankfähiger Sicherheiten sind dem *Compass* (1869–1919) zu entnehmen.

¹³ Grundsätzlich diskontierte die Nationalbank auch Schatzwechsel und kurzfristige Wertpapiere wie Kupons: ihre Bedeutung war in der Praxis jedoch zu vernachlässigen.

¹⁴ § 65 des *Reglements* (Nachtrag zu den Statuten der Nationalbank), siehe Pressburger (1959a).

¹⁵ Außerdem arbeitete die Nationalbank mit Gesamtlimits auf Filialebene.

Während die Nationalbank diese Bedingungen verlaublich und im Prinzip jeder, der die Kriterien erfüllte, einen Diskont- oder Lombardkredit beantragen konnte, ließen die Statuten und Bestimmungen der Nationalbank einen gewissen Ermessensspielraum. Insbesondere räumten sie ihr das Recht ein, ein Geschäft, d. h. die Gewährung eines Lombarddarlehens oder die Diskontierung von Papieren, ohne Angabe von Gründen abzulehnen. Somit kann die Frage, ob die Nationalbank de facto eine Politik der freizügigen Kreditvergabe verfolgte oder nicht, nicht allein auf Grundlage der im Instrumentarium festgelegten Bestimmungen beurteilt werden. Vielmehr handelt es sich um eine empirische Frage, die wir in den nachfolgenden Kapiteln erörtern werden.

3 Ein Lehrbuch-Beispiel für freizügige Kreditvergabe im Stile Bagehots: die „vergessene“ Panik von 1912

Im folgenden Kapitel verwenden wir die Panik von 1912 als Musterbeispiel für eine freizügige Kreditvergabe der Nationalbank im Stile Bagehots. Neben unserer Feststellung, dass das Krisenmanagement der Nationalbank in dieser Episode ein Beispiel für eine wirksame Liquiditätsvergabe während einer sich anbahnenden Krise nahe kommt, ist die Panik von 1912 ein besonders reizvoller Fall einer „vergessenen“ Krise, die in der Geschichtsschreibung erwähnt, jedoch nie im Detail untersucht worden ist (Michel, 1976; Pressburger, 1973).

Die Bankenpanik, die Österreich im November 1912 erfasste, muss im Kontext der politischen Spannungen

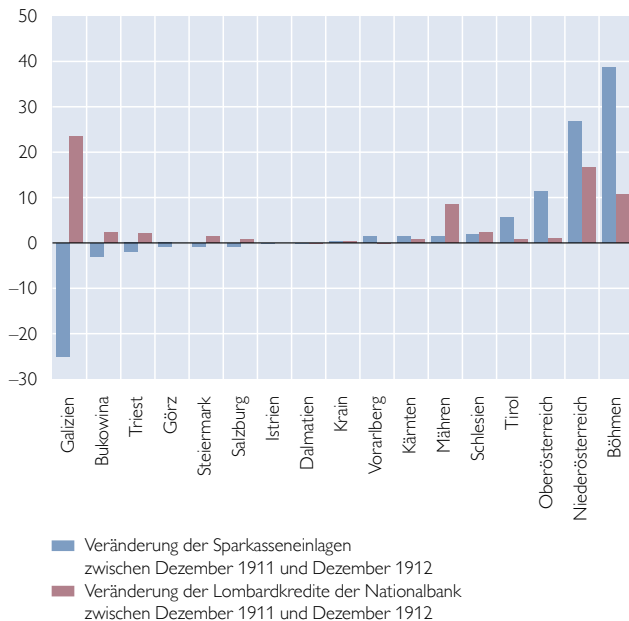
nach der Niederlage des Osmanischen Reichs im Ersten Balkankrieg (Oktober 1912 bis Mai 1913) betrachtet werden. Die Wahrscheinlichkeit eines militärischen Engagements Österreich-Ungarns erreichte in den letzten zwei Monaten des Jahres 1912 ihren Höhepunkt, als die serbischen Ambitionen, albanisches Gebiet zu annektieren, auf starken Widerstand des Habsburgerreichs stießen und in gegenseitigen Kriegsdrohungen mündeten. Die Spannungen ließen erst Anfang 1913 nach, als der Londoner Vertrag geschlossen wurde. Die unmittelbare Gefahr eines bewaffneten Konflikts im Herbst 1912 bildete einen exogenen Schock für österreichisch-ungarische Einleger mit Finanzintermediären in den Grenzregionen zu Serbien (Krain, Kroatien-Slawonien, Dalmatien, österreichisches Küstenland und Südungarn) und dem wichtigsten serbischen Verbündeten, Russland (Galizien, Bukowina). Die Präferenz für Liquidität nahm zu; Angst machte sich breit, dass der Staat Spareinlagen im Kriegsfall konfiszieren könnte, und es stieg die Unsicherheit über den Wert von (lokalen) Vermögenswerten im Fall eines feindlichen Angriffs oder einer Besetzung. Die Gläubiger der Banken gerieten in Panik, hoben einen erheblichen Teil ihrer Einlagen ab und tauschten sie in Bargeld um (Grafik 1). Von Anfang Oktober, als der Ansturm zunächst begann, bis Ende Dezember 1912 stieg der Banknotenumlauf von 2,4 Mrd Kronen auf 2,8 Mrd Kronen. Das entspricht einer Zunahme von rund 15%.¹⁶ Gleichzeitig versiegten die Interbankenkredite, da große Korrespondenzbanken in den zentralen Städten, die selbst mit einer angespannten Lage an den Geldmärkten zu kämpfen hatten, vorsichtiger wur-

¹⁶ Im Dezember war die Währungszirkulation normalerweise auch saisonbedingt besonders hoch. Die Zunahme gegenüber dem Vorjahr erreichte jedoch mit 305 Mio Kronen am 23. Dezember einen Spitzenwert und belief sich am 31. Dezember 1912 auf immerhin noch 275 Mio Kronen.

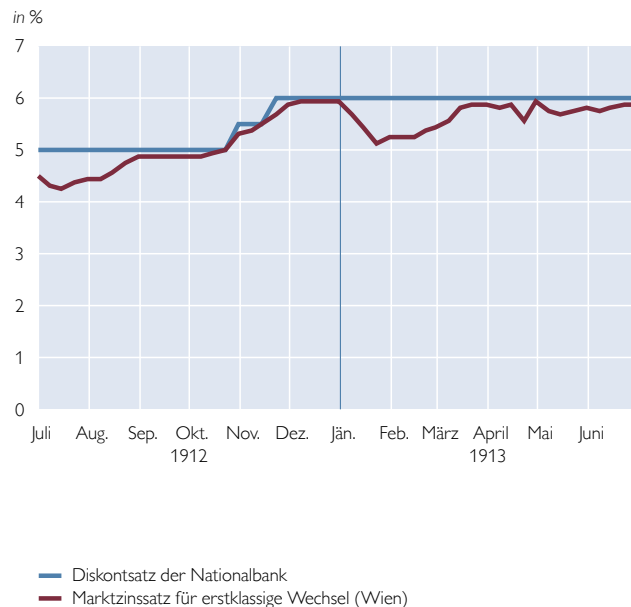
Die vergessene Panik von 1912

Entwicklung der Sparkasseneinlagen und Lombardkredite der Notenbank

in Mio Kronen



Keine Kreditrationierung



Quelle: OeNB (1913a), k. k. Statistische Zentralkommission (1915), Neue Freie Presse (1864–1939).

den.¹⁷ Besonders betroffen waren Sparkassen, da diese Institute langfristige Hypotheken mit kurzfristigen Einlagen finanzierten. Die vom Ansturm betroffenen Banken hatten daher Schwierigkeiten bei der Refinanzierung und liefen Gefahr, aufgrund von Illiquidität insolvent zu werden.

Als Reaktion auf dieses Problem stellte die Oesterreichisch-ungarische Bank dem Bankensystem über ihre ständigen Fazilitäten großzügig Liquidität zur Verfügung. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Bank den Zugang zu ihrem Diskontfenster beschränkte. Im gesamten Jahr 1912 lehnte die Bank nur rund 63.000 von insgesamt 4,6 Mio Wechseln aus formalen oder anderen Gründen ab oder, anders formuliert,

akzeptierte 98,6% aller zur Diskontierung eingereichten Wechsel. Dieser Prozentsatz liegt etwas unter dem Wert von 1911, als 99,1% der Wechsel akzeptiert wurden, jedoch über dem Durchschnitt von 20. Jahrhunderts. Für die Hypothese der freizügigen Kreditvergabe spricht auch die Art und Weise, wie die Nationalbank individuelle Diskontlimits während der Krise handhabte. Als das Diskontvolumen einer Reihe von Kreditinstituten Ende 1912 den Maximalbetrag erreichte, lockerte die Bank die Obergrenzen ohne große Diskussion oder Verzögerung. Typischerweise wurde die Grenze von der örtlichen Filiale provisorisch erhöht, während die Direktion in Wien die Entscheidungen erst ex post billigte.¹⁸

¹⁷ Die Prager Banken schränkten z. B. ihre Kreditlinien für Galizien ein. Siehe OeNB (1912b, 19. November).

¹⁸ Zur Erhöhung der individuellen Grenzen siehe OeNB (1912b, 1913b).

Zusätzlich zu und unabhängig von den Erhöhungen im Einzelfall wurde allen Geschäftspartnern in einem Rundschreiben ermöglicht, ihre Diskontlimits zu überziehen, sofern sie zulässige Wertpapiere als weitere Sicherheiten stellten.¹⁹

Den definitiven quantitativen Nachweis für eine freizügige Kreditvergabe liefert das Verhalten der Diskontsätze auf dem offenen Markt: Sie näherten sich dem Leitzinssatz an, lagen jedoch nie darüber. Der unbegrenzte Zugang zur Refinanzierung über die Notenbank zum Leitzinssatz verhinderte, dass der Marktzinssatz über den Leitzinssatz anstieg.²⁰ Da die Oesterreichisch-ungarische Bank die hohe Nachfrage nach Liquidität erfüllte, weitete sich ihr Gesamtkreditportfolio analog zur geografischen Verteilung der Bankenkrise massiv aus (beides Grafik 1). Die bereits vor der Krise breit gefasste Definition der für das Lombardgeschäft zugelassenen Sicherheiten war hilfreich, verringerte sie doch die Wahrscheinlichkeit, dass den Geschäftspartnern die zulässigen Sicherheiten ausgingen. Während die gestellten Sicherheiten in Wien und Budapest hauptsächlich Staatsanleihen (1911: 87%, 1912: 76% aller Sicherheiten) umfassten, unterlegten die Finanzintermediäre in den betroffenen Regionen ihre Kredite in großem Ausmaß mit Pfandbriefen und Bankschuldverschreibungen (1911: 27%, 1912: 41%).

Neben der freizügigen Kreditvergabe beinhaltete die Politik der Oesterreichisch-ungarischen Bank einen zweiten wichtigen Aspekt: ihre Bemühungen

zur Wiederbelebung des Interbankenmarktes. Im Herbst 1912 hob die Nationalbank ihre Leitzinsen zweimal an. Als Gründe nannte sie nicht nur die Kapitalabflüsse angesichts der Zinserhöhungen der Bank of England, der Banque de France und der Deutschen Reichsbank, sondern auch die Notwendigkeit, die Opportunitätskosten für überschüssiges Geld zu erhöhen und Anreize für Intermediäre zu schaffen, diese Mittel den Märkten als Kredite zur Verfügung zu stellen, wie auch der Generalsekretär der Nationalbank betonte: *„Die Spannung hält an und auf offenem Markte gelangen fast gar keine Transaktionen zum Abschlusse. Diese Verhältnisse, welche seit geraumer Zeit andauern und die als kritische bezeichnet werden müssten, brachten es mit sich, dass zur Bekämpfung derselben auch außerordentliche Maßnahmen getroffen werden mussten“* (OeNB, 1912c).

Ein letzter, aber wesentlicher Aspekt der Politik der Bank war der Umgang mit *Moral Hazard*. Zunächst einmal war *Moral Hazard* durch den Ursprung der Krise – ein eindeutig externes Ereignis, das mit der Politik der Finanzintermediäre vor der Krise in keinem Zusammenhang stand – grundsätzlich begrenzt. Die Finanzlage der verschiedenen Banken unterschied sich jedoch sehr wahrscheinlich je nach Menge der liquiden Reserven: Banken mit ex ante höheren Reserven konnten einen Ansturm besser verkraften. Eine komplett freizügige Kreditvergabe während des Ansturms konnte daher bedeuten, riskante Strategien im Liquiditätsmanagement ex post zu billigen,

¹⁹ Siehe OeNB (1912a). Die Banken hätten diese Wertpapiere natürlich stattdessen für Lombardkredite verwenden können, die Abschläge wären jedoch höher gewesen. Der Einsatz von Wertpapieren als Sicherheiten für Diskontkredite konnte somit von Vorteil sein.

²⁰ Der „Marktzinssatz“ bezieht sich auf den durchschnittlichen kurzfristigen Diskontsatz für erstklassige Wechsel auf dem offenen Markt. Er wurde im amtlichen Börsenbericht der Wiener Wertpapierbörse täglich berechnet und veröffentlicht.

und unvorsichtiges Agieren in der Zukunft zu fördern. Das Instrument zur Eindämmung des *Moral Hazard* war das Aufsichtsinstrumentarium, das der Nationalbank über ihre Kreditlisten und Zensurkomitees zur Verfügung stand. Die Bank vergab während der Krise zwar großzügig Kredite, stellte aber auch klar, dass diese Hilfe zeitlich begrenzt war. Eine Erhöhung des Diskontlimits wurde normalerweise nur für drei Monate gewährt. Auch wenn die Nationalbank bereit war, die außerordentlichen Kreditlinien bei Bedarf zu verlängern – was der Fall war, als einige Kreditlinien im Januar 1913 ausliefen –, standen die Geschäftspartner trotzdem unter dem Druck, ihre Ausleihungen bei der Zentralbank möglichst schnell zu reduzieren. In den Direktionssitzungen in Wien gibt es Hinweise darauf, dass die Nationalbank je nach Einschätzung der Lage eines Geschäftspartners als grundsätzlich solide oder nicht mehr oder weniger Druck ausübte. Entscheidungsgrundlage waren dabei die Informationen aus dem Diskontgeschäft sowie aus den regelmäßigen Neubewertungen der Kreditrahmen. Ein extremes, aber aussagekräftiges Beispiel ist die *Ústřední banka českých spořitelén* in Prag, die 1903 als Spitzeninstitut der tschechischen Sparkassen gegründet worden war. Die Bank hatte ihre Risikomanagement-Kapazitäten nach einer großen geschäftlichen Expansion in Galizien und Bukowina offensichtlich überstrapaziert. Bereits im September 1912, also vor Beginn des Ansturms, lehnte die Oesterreichisch-ungarische Bank einen Antrag der *Ústřední banka* auf Erhöhung ihres Kreditrahmens ab. Anstatt das Limit zu erhöhen, als die Krise

im Oktober ausbrach, sprach sich die Bankleitung im November sogar für eine Kürzung des Kreditrahmens der *Ústřední banka* aus. Zugleich wurde eingeräumt, dass eine solche Vorgehensweise während des laufenden Ansturms „eine Katastrophe herbeiführen“ würde, die die Kunden der *Ústřední banka* gefährden würde.²¹ So vergab die Oesterreichisch-ungarische Bank weiterhin Kredite auf Grundlage der Qualität der eingereichten Papiere und konzentrierte sich dabei vor allem auf die Solidität der anderen Wechselunterzeichner, da diese einspringen mussten, sollte die *Ústřední banka* zahlungsunfähig werden. Gleichzeitig wurde der künftige Zugang zur Refinanzierung durch die Notenbank davon abhängig gemacht, dass die *Ústřední banka* ihr Geschäftsmodell änderte. Die Strategie der Bankdirektion scheint aufgegangen zu sein, da der Kreditrahmen der *Ústřední banka* bis Dezember reduziert werden konnte. Im Februar 1913 heißt es in einem Protokoll, dass es einen Wechsel in der Geschäftsführung der *Ústřední banka* gegeben habe und die Sanierung der Bank bereits eingeleitet worden sei.²²

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass die Art und Weise, wie die Oesterreichisch-ungarische Bank die Panik 1912 bewältigte, ein Beispiel für „*lending of last resort*“ ganz im Sinne Bagehots zu sein scheint. Durch eine freizügige Kreditvergabe verhinderte die Nationalbank, dass sich eine regionale Bankenkrise zu einer allgemeinen Marktliquiditätskrise ausweitete. Die Einhaltung des Grundsatzes der freizügigen Kreditvergabe spiegelt sich eindeutig in der Tatsache wider, dass die Marktzinssätze nie über den Leitzinssatz anstiegen.

²¹ OeNB (1912b, 19. November und 3. Dezember).

²² OeNB (1913b, 4. Februar), *Compass* (1868–1919, Band 1914).

Nicht zuletzt war es der Nationalbank aufgrund der genauen Kenntnis ihrer Geschäftspartner möglich, *Moral Hazard*-Risiken hintanzuhalten, indem sie ihre Kreditnehmer zwang, ihre Geschäftsmodelle anzupassen, wenn sie auch künftig Zugang zu einer Refinanzierung über die Notenbank haben wollten.

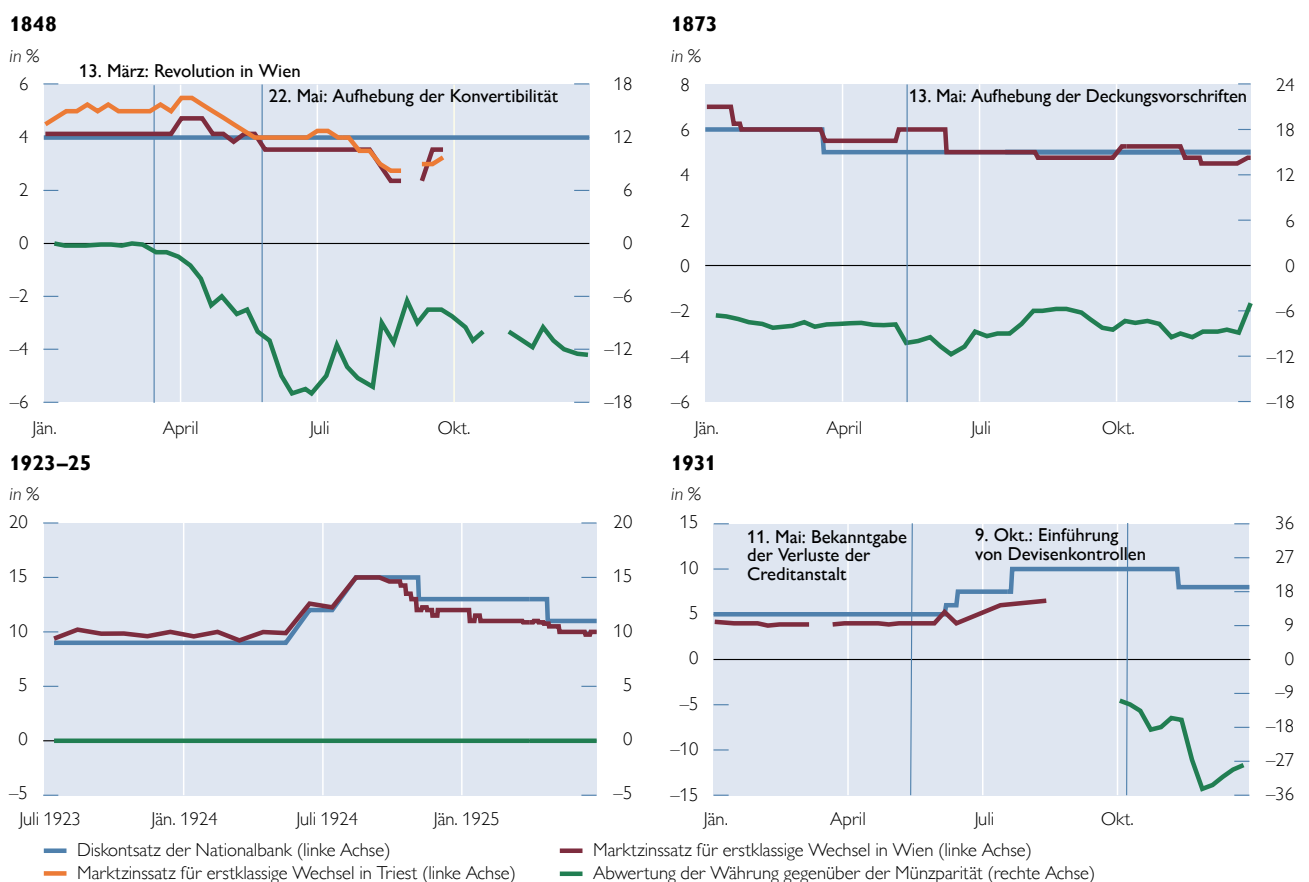
4 Freizügige Kreditvergabe – eher die Ausnahme als die Regel

Wir wenden uns jetzt einer Analyse der Politik der Nationalbank bei anderen Finanzpaniken zu. Alle diese Krisen

waren in irgendeiner Form mit einer Flucht in Sicherheit verbunden, die das Potenzial besaß, eine Preisspirale in Gang zu setzen und den Marktpreis eines breiten Spektrums von Vermögenswerten zu drücken. Insofern hätten sie alle die Intervention eines „lender of last resort“ gerechtfertigt. Für viele dieser Krisen lassen sich Beschränkungen und Rationierungen der Kreditvergabe durch die Notenbank mit Zahlen belegen. Wie in Grafik 1 für 1912 betrachten wir die Spanne zwischen Markt- und Leitzinssätzen für die Krisen 1848, 1873, 1923–25 und 1931. Im Gegensatz zu

Grafik 2

Leitzinssätze und Marktzinssätze während vier Finanzkrisen



Quelle: Leitzinssätze: Lucam (1876), OeNB (1923–1938); Marktzinssätze: *Journal des Oesterreichischen Lloyd* (1836–1849), *Der Tresor* (1872–1918), OeNB (1923–1938), *Österreichisches Institut für Konjunkturforschung* (1927–1938); Abwertung gegenüber der Münzparität: Berechnungen der Autoren anhand der Silberpreise und Wechselkurse in Wiener Börse (1786–1858), Wiener Börse (1861–1875) und OeNB (1923–1938).

Anmerkung: Die Marktzinssätze beziehen sich auf die Diskontsätze für dreimonatige erstklassige Wechsel auf dem offenen Markt. Für 1848 ist ein direkter Nachweis nur für Triest verfügbar; bei den Zinssätzen für Wien handelt es sich um implizite Zinssätze, abgeleitet aus dem in Triest notierten Preis von Wechseln mit unterschiedlichen Laufzeiten, die in Wien zahlbar sind.

1912 bei drei dieser vier Episoden eine Kreditrationierung erkennbar – teilweise sogar schon vor Ausbruch der Krisen (Grafik 2).²³ Diese Feststellung wirft die Frage auf, warum die Nationalbank nicht dem Prinzip der freizügigen Kreditvergabe gefolgt ist, obwohl eine Rationierung ein äußerst negatives Signal aussendet, das Vertrauen in die Märkte untergräbt und möglicherweise gravierende Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität und die Kreditversorgung der Realwirtschaft hat.²⁴ Im folgenden Kapitel argumentieren wir, dass externe Zwänge, aber auch selbst auferlegte interne Beschränkungen die Nationalbank an einer freizügigeren Kreditvergabe gehindert haben, und betrachten einige institutionelle Innovationen, mit denen diese Hindernisse, zumindest teilweise, überwunden wurden.

4.1 Die Rolle von Vertrauen: Konvertibilität, statutarische Grenzen der Banknotenausgabe und Wertbeständigkeit des Zentralbankgelds

Wie bereits erwähnt, muss ein „*lender of last resort*“ in der Lage sein, unbegrenzt Geld zur Verfügung zu stellen, um einen Bank Run zu verhindern oder im Keim zu ersticken. Auch wenn Zentralbanken nicht illiquide werden können, bildet das Privileg, weitere gesetzliche Zahlungsmittel ausgeben zu können, nicht immer eine ausreichende Grundlage, um wirksam als „*lender of last resort*“ zu agieren. Die Banknoten selbst – die Geldverbindlichkeiten der Zentralbank – müssen auch als liquides und sicheres Zahlungsmittel akzeptiert werden. Wenn zusätzlich zu einem

Ansturm auf die Banken, der zu einem Abfluss von Liquiditätsreserven aus dem Bankensystem führt, ein Ansturm auf die Zentralbank stattfindet, weil die Bevölkerung das Vertrauen in den Wert der Banknoten verliert und die Zentralbank gezwungen ist, große Geldmengen in Edelmetall (oder Devisen) umzutauschen, wird sie in ihrer Möglichkeit, Anlegerpaniken über die Geldausgabe zu beruhigen, erheblich eingeschränkt. Historisch bestand der einzige Ausweg aus einem doppelten Ansturm („*twin crisis*“) darin, die Konvertibilität von Banknoten in Edelmetall aufzuheben oder Devisenkontrollen einzuführen. Diese Maßnahmen stoppten zwar die Bankenpanik, lösten jedoch zwangsläufig starke Währungsabwertungen aus.

Die Krise von 1848 ist ein klassisches Beispiel für die Unverzichtbarkeit des öffentlichen Vertrauens in die Wertbeständigkeit von Notenbankgeld. Die revolutionären Aufstände, von denen das Kaiserreich 1848 ergriffen wurde, hatten in zweierlei Hinsicht finanzielle Folgen (Pressburger, 1959a). Erstens hatten Bankiers und Händler in Gebieten, die von den Spannungen zwischen der kaiserlichen Armee und den Revolutionsgruppen betroffen waren, zunehmend (Re-)Finanzierungsschwierigkeiten. Andererseits schürten die Aufstände eine politische Vertrauenskrise, die einen Ansturm auf die Kassen der Notenbank auslöste, da die Öffentlichkeit fürchtete, dass das autoritäre Regime Metternichs letztlich zur Notendruck greifen würde, um die steigenden Militärausgaben zu finanzieren. Die Angst der Bevölkerung, dass das Papiergeld seine Kaufkraft verlieren

²³ Leider ist ein entsprechender Vergleich für 1820 nicht möglich, da für diesen frühen Zeitraum keine Marktzinssätze verfügbar sind.

²⁴ Bereits Friedman und Schwartz (1963) kritisierten die Federal Reserve dafür, dass sie Banken, die während der Großen Depression von Bank Runs betroffen waren, nur halbherzig unterstützt habe. Neuere Erkenntnisse zu den Auswirkungen einer Rationierungspolitik auf die Finanzmarktstabilität finden sich in Richardson und Troost (2009).

könnte, ließ die metallischen Reserven der Nationalbank schrumpfen.

Gemäß der Logik in Martin (2009) hätte eine Leitzinsanhebung diesen Prozess vielleicht verlangsamt, die Direktion der Nationalbank lehnte eine Erhöhung des Diskontsatzes jedoch einstimmig ab, da sie diese Maßnahme in Bürgerkriegszeiten für weitgehend wirkungslos hielt (Pressburger, 1959a). Außerdem konnte die Nationalbank nicht auf das stillschweigende Einverständnis der – durch die anhaltenden Aufstände selbst geschwächten – Regierung zur Unterstützung eines deflationären Kurses mit entsprechenden Konsequenzen für die Realwirtschaft zählen. Schließlich fehlten dem Staat die Mittel, um der Nationalbank mit eigenem Silber aushelfen zu können. Unter diesen kritischen Umständen rationierte die Nationalbank offenbar die Kredite, um Zeit zu gewinnen, und suchte gleichzeitig verzweifelt nach einer Alternative, um das Ausbluten ihrer Reserven zu stoppen. Im Mai 1848 war die Nationalbank schließlich mit ihren Möglichkeiten am Ende. Nach einigen geringfügigen Beschränkungen der Einlösbarkeit ihrer Banknoten ersuchte sie die Regierung am 20. Mai 1848 um die Erlaubnis, die Konvertibilität aufzuheben. Erst der zwei Tage später deklarierte Zwangskurs von Papiergeld befreite die Nationalbank von der Notwendigkeit, die Kreditvergabe zu rationieren. Die Nationalbank konnte das Kreditvolumen ausweiten und die Marktzinssätze sanken.²⁵ Gleichzeitig verlor der Gulden jedoch massiv an Wert (Grafik 2).

1848 war nicht der einzige Vorfall, bei dem mangelndes Vertrauen die Notenbank in ihrer Handlungsfähigkeit

einschränkte. Die Schwierigkeiten einer freizügigen Kreditvergabe in Krisenzeiten zeigten sich selbst bei ausgesetzter Konvertibilität deutlich – was in der gesamten zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts bis zur Einführung eines „Schatten“-Goldstandards Ende der 1890er-Jahre der Fall war. Um das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Wertbeständigkeit der Banknoten zu stärken und zu erhalten, erwirkte der Staat nämlich, dass die Mindestdeckung des Banknotenumlaufs durch Edelmetalle ab den 1850er-Jahren in der Notenbanksatzung geregelt wurde. Gleichzeitig wurde die Nationalbank dadurch aber in ihrer Möglichkeit beschränkt, die Kreditvergabe im Fall einer Finanzkrise auszuweiten.

Die neue Regelung wurde während des Gründerkrachs 1873 erstmals auf die Probe gestellt. Damals betrieb die Nationalbank ein System nach dem Vorbild des britischen *Peel's Act*: Das Notenkontingent ohne Silberdeckung war auf 200 Millionen Gulden beschränkt; jeder darüber hinaus ausgegebene Gulden musste durch metallische Reserven gedeckt werden.²⁶ Der Börsenkrach folgte auf eine Phase rasanten Wachstums in der Gründerzeit 1867–1873, in der die Zahl der Aktienbanken sprunghaft anstieg. Die meisten neuen Institute waren als Investmentbanken tätig. Um Neuemissionen an der Börse für Investoren attraktiver zu gestalten und leichter zugänglich zu machen, vergaben die Banken großzügig Kredite gegen Aktien in Form von Reportkrediten. Aufgrund dieser Praxis konnten Börsenanleger einen hohen Grad an Fremdfinanzierung erzielen, da sie nur sehr wenig Eigenkapital benötigten, um sich in eine

²⁵ Nachdem der Banknotenumlauf in den ersten Monaten 1848 zurückgegangen war, stieg er nach der Suspendierung der Einlösbarkeit rasch wieder an. Siehe Jobst und Kernbauer (2016).

²⁶ Alle relevanten Rechtstexte sind in Pressburger (1959a, 1959b) wiedergegeben.

Emission einzukaufen. Als im April 1873 Zweifel an der Rentabilität der neu gegründeten Gesellschaften aufkamen, fielen die Aktienkurse, sodass die Banken gezwungen waren, von ihren absolut illiquiden und teilweise zahlungsunfähigen Geschäftspartnern Nachschüsse zu fordern. Die Darlehensnehmer konnten ihre Reportkredite nicht bedienen; gleichzeitig begannen Einleger im Mai 1873 abrupt damit, ihre Bankguthaben abzuziehen.²⁷

In einer fast sofortigen Reaktion auf den Börsenkrach am 9. Mai 1873 beschlossen die österreichische und die ungarische Regierung am 13. Mai gemeinsam, die Reservepflicht der Nationalbank zu suspendieren, um die Kreditversorgung der Notenbank von der formalen Deckungsregel zu entkoppeln. Trotz der rechtlichen Möglichkeit, freizügig Kredite zu vergeben, blieb die geldpolitische Antwort der Nationalbank auf die Krise aber äußerst zaghaft. Tatsächlich wurde der vordem vorgeschriebene Deckungsgrad in nur 18 von 74 Wochen der bis Oktober 1874 andauernden Suspendierung nicht erreicht. Außerdem wurde die statistische Obergrenze der Banknotenausgabe in allen Fällen nur unwesentlich überschritten. Das Allzeithoch des Überhangs belief sich auf 28,5 Mio Gulden und wurde am 11. November 1873 erreicht (Lucam, 1876). Dem steht eine Eigenkapitalbasis des Bankensystems in Höhe von 575 Mio Gulden gegenüber. Offensichtlich lehnte die Nationalbank es ab, Kredite gegen zugelassene Sicherheiten zu vergeben, da die Zinssätze für erstklassige Wechsel in Wien den offiziellen Diskontsatz wiederholt um bis zu 100 Basispunkte überstiegen – auch nach Suspendierung der Deckungsbestimmungen (Grafik 2).

Das auffälligste Merkmal in den Monaten nach dem 13. Mai 1873 ist die große Skepsis der Nationalbank und des Staates gegenüber einer freizügigen Kreditvergabe, obgleich es die Regierung selbst war, die die Statuten von 1863 ausgesetzt hatte. Wiederholte Verweise und Diskussionen in den Protokollen der Direktion der Nationalbank legen nahe, dass ihre geldpolitischen Entscheidungen von Befürchtungen getrieben wurden, die Deckungsvorschriften könnten bald wieder vollständig in Kraft gesetzt werden. Wie die Direktion argumentierte, könnte eine zu schnelle Wiederinkraftsetzung die Nationalbank auf dem falschen Fuß erwischen, wenn sie die Kreditvergabe in der Phase der Suspendierung zu stark ausweiten würde, und dazu führen, dass die Nationalbank ihr Notenprivileg verlieren würde. Gleichzeitig ist kaum vorstellbar, dass diese Bedrohung ernst genommen werden musste, da die Initiative zur Aussetzung der Statuten von der Regierung selbst ausgegangen war. Vielmehr scheint die Zurückhaltung der Nationalbank einen allgemeinen Konsens hinsichtlich der Wichtigkeit von Regeln zu Wahrung der Stabilität der Währung widerzuspiegeln. Die Glaubwürdigkeit des Bekenntnisses der Nationalbank zur Stabilität des Guldens hatte 1866 stark gelitten, als die Regierung erhebliche Mengen staatliches Papiergeld in Umlauf gebracht hatte, um den Krieg gegen Preußen zu finanzieren.²⁸ Da die Einlösbarkeit des Guldens in Silber seitdem suspendiert war, blieb die Einhaltung der statutarischen Deckungsbestimmungen die einzige formale Maßnahme, um den Wert der österreichischen Währung zu sichern. Die Aufhebung der Deckungsbestimmungen stellte daher einen potenziell weitreichenden Ein-

²⁷ Eine ausführlichere Erläuterung dieser Dynamik ist Rieder (2016) zu entnehmen.

²⁸ Siehe Jobst und Stix sowie Prammer et al. (2016).

griff dar, der das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Gulden auf die Probe stellte. Dies scheint auch die Position der Regierung gewesen zu sein, die der Nationalbank im Zuge der Bekanntmachung der vorübergehenden Suspendierung am 13. Mai 1873 nahelegte, ihre neu gewonnene Freiheit nicht zu missbrauchen.²⁹ In einem Bericht über die Geldpolitik der Nationalbank im Zeitraum 1861–75 stellte der Generalsekretär zufrieden fest, dass sich die Nationalbank so verhalten habe, als sei die Konvertibilität gegeben gewesen (Lucam, 1876). Es ist kaum verwunderlich, dass die vielleicht allzu strenge Auslegung dieses Grundsatzes zur Insolvenz von rund 40% aller österreichischen Aktienbanken führte. Im deutlichen Gegensatz zu den starken Wechselkursausschlägen in verschiedenen anderen Episoden wirtschaftlicher und politischer Turbulenzen seit 1848 blieb der Silberwert des Guldens ab 1872 während der gesamten Krisenzeit bemerkenswert stabil.

Bei der Verlängerung der Statuten der Nationalbank im Jahr 1888 wurde die numerische Obergrenze der Notenbankgeldmenge beibehalten. Neu war jedoch, dass es der Bank jetzt erlaubt war, das Kontingent der 200 Mio Gulden vorübergehend zu überschreiten, solange sie einen Deckungsgrad von mindestens 40% aufrechterhielt und für den Mehrbetrag eine Steuer an den Staat entrichtete (Jobst und Kernbauer, 2016). Mit dieser Änderung wurde in das Instrumentarium der Nationalbank eine regelbasierte Flexibilität eingeführt, die ex ante öffentlich bekannt war und die Spannungen, mit denen die Nationalbank 1873 konfrontiert gewesen war, wesentlich entschärfte. Diese Rahmen-

bedingungen erleichterten sicherlich die bereits erwähnte schnelle und umfassende geldpolitische Reaktion auf die Krise 1912, als die Nationalbank von der Flexibilität, die sie mit der Einführung der Notensteuer erhielt, sehr umfangreichen Gebrauch machte. Ende 1912 erreichten die im Umlauf befindlichen Banknoten, auf die eine Steuer erhoben wurde, den bei weitem höchsten Stand seit Einführung der Bestimmungen im Jahr 1888 (Pressburger, 1973). Der Handlungsspielraum, den die Statuten von 1888 einräumten, war zweifellos ein Hauptgrund dafür, warum die Nationalbank in der Krise 1912 keine Kreditrationierung vornehmen musste.

Der Umgang mit den Krisen 1848, 1873 und 1912 macht deutlich, wie wichtig auch die Details des geldpolitischen Rahmenwerks sind. Erst eine ganz bestimmte Kombination aus Instrumenten und Beschränkungen ermöglichte der Zentralbank die heikle Gratwanderung zwischen einer freizügigen Kreditvergabe einerseits und dem Erhalt des öffentlichen Vertrauens in die Wertbeständigkeit ihrer wichtigsten Verbindlichkeiten, der österreichischen Banknoten. Dennoch ist anzumerken, dass die vorstehenden Beispiele den falschen Eindruck erwecken könnten, dass sich die Rolle der Nationalbank als „*lender of last resort*“ linear entwickelt hat – eine Annahme, die sich bei der Betrachtung späterer Krisen nicht bestätigt. Nach der Hyperinflation und der Währungsstabilisierung 1922 wurden in den neuen Statuten der wiedergegründeten Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) die absolute Obergrenze des Banknotenumlaufs aufgehoben, das Deckungsverhältnis weiter reduziert und anders als 1888 sogar Überschreitungen des

²⁹ Von Finanzminister de Pretis am 13. Mai 1873 unterzeichnetes Memorandum an die Bankleitung, wie zitiert in Pressburger (1959b).

prozentualen Deckungsverhältnisses erlaubt, solange die Bank dafür eine Notensteuer entrichtete (Kernbauer, 1991). Die Konvertibilität der Banknoten war nach wie vor suspendiert, und wie zuvor wurde die OeNB mit der Aufgabe betraut, bis zur Wiederaufnahme der Einlösung von Banknoten in Edelmetall eine Abwertung der Währung zu verhindern. Obwohl sich die operativen Rahmenbedingungen der Bank aus dem Jahr 1912 kaum geändert hatten, beziehungsweise ihr auf dem Papier sogar noch mehr Flexibilität in der Ausübung ihrer Geldpolitik eingeräumt worden war, auch in der sogenannten „Franc-Krise“ 1924, führte dies zu keiner freizügigeren Kreditvergabe (Grafik 2). Die OeNB stellte dem Markt Liquidität zur Verfügung, konnte die Nachfrage jedoch nicht vollständig erfüllen, ohne gegen die vom Völkerbund verordnete Orthodoxie des Goldstandards zu verstoßen, im Rahmen welcher sowohl die Regierung als auch die OeNB seit Anfang der 1920er-Jahre agierten. Die OeNB versuchte zwar, Zinserhöhungen aufzuschieben, konnte ihre Kreditgewährung jedoch nicht zu sehr ausweiten, ohne heftige Kritik vom Finanzkomitee des Völkerbundes und der Bank of England auf sich zu ziehen (Kernbauer, 1991). Aus rein technischer Sicht hätte die OeNB eine Politik der „freizügigen Kreditvergabe“ umsetzen und damit die Marktzinssätze unter das (niedrige) Niveau der Leitzinsen drücken können. Eine freie Kreditvergabe zu niedrigen Zinssätzen hätte den Notenumlauf jedoch erheblich ansteigen lassen, und zwar zu einem Zeitpunkt, zu dem die erneut auftretende Inflation und Wechselkursvolatilität dringlichste Sorgen der ausländischen Gläubiger Österreichs waren.

Auch die Doppelkrise nach dem Beinahe-Zusammenbruch der Credi-

tanstalt im Mai 1931 löste öffentliche Zweifel an der Fähigkeit der OeNB aus, den festen Wechselkurs des österreichischen Schillings zu verteidigen (Schubert, 1991; Stiefel, 1989). Leider ist es aufgrund fehlender vergleichbarer Marktzinssätze unmöglich, zu beurteilen, ob und inwieweit das mangelnde Vertrauen in den Wert der österreichischen Währung die OeNB nach der Creditanstaltkrise 1931 in ihren Möglichkeiten beschränkt hat, großzügig Kredite zu vergeben. Die ergriffenen Maßnahmen deuten allerdings darauf hin, dass die OeNB mit einer massiven Verschlechterung der Lage konfrontiert war. Die OeNB versuchte vergeblich, die Ausleihungen bei der Notenbank durch eine Erhöhung der Zinssätze zu verringern, und – ebenso vergeblich – ihre Reserven durch Kredite von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) wieder aufzufüllen. Erst die Kombination aus einer vollständigen Staatsgarantie für die Einlagen in- und ausländischer Gläubiger bei der Creditanstalt und einer weiteren Staatsgarantie für die von der OeNB diskontierten (bzw. zu diskontierenden) Wechsel in Verbindung mit der Einführung von Kapitalkontrollen konnten den Bank Run auf die Creditanstalt stoppen. Der Preis dafür waren der Verlust eines erheblichen Teils der Devisenreserven und die Wiedereinführung von Devisenkontrollen im Oktober 1931. Zusammen legen die Krisen von 1924 und 1931 deshalb nahe, dass weitere Dimensionen, die über den Umfang der vorliegenden Studie hinausgehen – wie vorherrschende politische Kräfte und Ideen sowie die Struktur der (ausländischen) Gläubiger – sich ebenfalls auf den Handlungsspielraum des „*lender of last resort*“ auswirken.

4.2 Mangel an beleihbaren Sicherheiten und mögliche Abhilfen

Erfolgreiches „*lending of last resort*“ setzt voraus, dass die Darlehensnehmer über ausreichende Vermögenswerte zur Veräußerung bzw. Hinterlegung als Sicherheiten verfügen. Grundsätzlich sollte dies der Fall sein, solange die Zentralbank diese Vermögenswerte zu ihren Preisen vor Ausbruch der Panik bewertet. Vor dem Hintergrund der Strukturen des Finanzsystems des 19. Jahrhunderts traten bei Wechseln keine Komplikationen auf, da sie immer zum Wert von 100 abzüglich des Diskontsatzes bewertet wurden. Bei den Sicherheiten im Lombardgeschäft konnten die Notenbanken im Prinzip einfach die Preise vor der Krise verwenden, um eine prozyklische Kreditverknappung zu vermeiden.

In der Praxis war die Situation in Österreich jedoch komplexer. Dafür gab es mehrere Gründe. Erstens war die Nationalbank an ihre Statuten und Bestimmungen gebunden. Im besicherten Kreditgeschäft sahen die Bankbestimmungen eine Bewertung zu Marktpreisen (wie im heutigen Eurosystem) mit erheblichen Abschlägen vor. Das Beispiel der ersten Finanzkrise in der Geschichte der Nationalbank im Jahr 1820 ist in dieser Hinsicht besonders aufschlussreich: Die Krise 1820 entstand im Kontext des langen Kursanstiegs österreichischer Anleihen nach den Napoleonischen Kriegen. Im September 1820 brachte ein (vorübergehender) starker Rückgang des Kurses von Staatstiteln einige hoch verschuldete Wiener Bankiers in Schwierigkeiten.³⁰ Da die Fremdmittel zum Teil auch über Lombardkredite der Nationalbank aufgebracht worden waren, stand diese

jetzt vor einem doppelten Problem. Einerseits war sie infolge der sinkenden Marktpreise verpflichtet, zusätzliche Sicherheiten anzufordern, die von den Geschäftspartnern nicht erbracht werden konnten. Nach ihren Bestimmungen hatte die Nationalbank bei Nichtzahlung andererseits die Möglichkeit, die Sicherheiten zu verwerten – was jedoch einen weiteren Rückgang der Marktpreise ausgelöst und der Nationalbank beim Verkauf letztlich einen Verlust beschert hätte (OeNB, 1820, 14. Juli). Infolgedessen musste die Nationalbank ihre eigenen Bestimmungen anpassen und setzte die Nachschussforderungen aus.³¹ Mit dieser Maßnahme war sie zwar in der Lage, das Kreditniveau auf Vorkrisenniveau aufrechtzuerhalten, sie konnte jedoch den zusätzlichen Kapitalbedarf einiger angeschlagener Häuser nicht decken. Jetzt erwiesen sich die hohen Abschläge, ex ante ein nützliches Instrument der Risikosteuerung, als problematisch, da ein Abschlag von 25 % bedeutete, dass die Gegenparteien diese 25 % nicht als Sicherheiten für Kreditaufnahmen beispielsweise bei anderen Banken verwenden konnten. Die Beschränkung wurde schließlich mit von anderen Wiener Bankiers bereitgestellten Vereinsmitteln sowie durch eine Staatsgarantie umgangen (OeNB, 1820, 28. September). Die Episode macht trotzdem deutlich, welche Zwänge von Abschlägen und einer Bewertung zu Marktpreisen für besicherte Kredite in einer Situation fallender Marktpreise ausgehen.

Wie in Kapitel 2 ausgeführt, unterlag die Nationalbank auch strengen Vorschriften für Diskontkredite. Lange Zeit mussten die Geschäftspartner im Diskontgeschäft in Wien oder in Orten

³⁰ 1820 setzte sich der Kreis österreichischer Banken ausschließlich aus privaten Bankhäusern zusammen. Die ersten Aktienbanken entstanden erst in den 1850er-Jahren. OeNB (1820, 5. Oktober).

³¹ OeNB (1820, 21. September und 5. Oktober).

mit Niederlassungen der Nationalbank ansässig sein. Außerdem mussten alle diskontierten Wechsel an diesen Orten zahlbar sein. Aufgrund dieser beiden Beschränkungen war eine beträchtliche Anzahl von Akteuren und Wechseln von der Refinanzierung über die Notenbank ausgeschlossen.³² Mit dem Ausbau des Filialnetzes der Nationalbank nach den 1850er-Jahren verloren diese Gebietsbeschränkungen allmählich an Bedeutung. Sie scheinen jedoch Auswirkungen während der Krise von 1848 gehabt zu haben. Da sie in den Provinzen keine Filialen unterhielt, war es der Nationalbank 1848 anfangs nicht möglich, die örtlichen Kreditbedingungen zu beeinflussen. Die konstante positive Differenz zwischen dem Marktzinssatz für erstklassige Wechsel in Triest und dem entsprechenden Zinssatz in Wien (Grafik 2) lässt darauf schließen, dass Liquidität in den Provinzen nur gegen die Zahlung einer sehr hohen Prämie zu haben war, die selbst an einem wichtigen Finanzplatz wie Triest mehr als 150 Basispunkte betragen konnte.

Selbst wenn die Nationalbank die Bestimmungen ausgesetzt und auch Wechsel als refinanzierungsfähig akzeptiert hätte, die an Orten ohne eine Filiale zahlbar waren, wären in diesem Fall andere Beschränkungen zum Tragen gekommen, nämlich Fragen des Informations- und Risikomanagements. Kamen bei der Kreditvergabe neue Akteure ins Spiel, war es wichtig, deren Bonität zu kennen, d. h. zu wissen, ob die Wechsel vor Ausbruch der Krise „gute Sicherheiten“ gewesen wären. Wie die in Kapitel 2 beschriebene komplexe Infrastruktur mit Kreditlisten und Zensurkomitees zur Überprüfung der Ge-

schaftspartner belegt, war die Beschaffung derartiger Informationen kosten- und zeitaufwendig. Darüber hinaus schränkte die Notwendigkeit einer angemessenen Risikosteuerung auch die Gewährung zusätzlicher Fazilitäten an bestehende Geschäftspartner ein, die als Intermediäre zwischen nicht zulässigen Gegenparteien und der Notenbank hätten fungieren können. Wie in Kapitel 2 ausgeführt, arbeitete die Nationalbank mit individuellen Kreditlinien, die nur in akuten Notfällen nach ihrem Ermessen erhöht wurden.

Um diese verschiedenen Beschränkungen zu umgehen, setzte die Nationalbank schließlich mehrere Ad-hoc-Instrumente ein. Die meisten davon lösten das Problem der Kreditrationierung jedoch nur teilweise und waren darüber hinaus mit einem Verstoß gegen die Statuten der Nationalbank oder manchmal auch gegen ein angemessenes Risikomanagement verbunden.

Besonders interessant in diesem Zusammenhang ist, dass die Nationalbank sich wiederholt einer systematischeren Alternative bediente, indem sie sogenannte Aushilfskomitees (mit-)gründete. Diese Komitees setzten sich normalerweise aus Vertretern mehrerer führender Banken in Wien, aber auch aus Firmen außerhalb des Bankensystems zusammen. Gemeinsam kauften sie Wechsel an, die nicht die Voraussetzungen für die Inanspruchnahme des Diskontfensters erfüllten, und vergaben Darlehen gegen nicht notenbankfähige Sicherheiten. Die Nationalbank wiederum trug zur Finanzierung der Geschäfte der Aushilfskomitees bei: entweder direkt, indem sie ansonsten nicht notenbankfähige Wechsel bei solidarischer Haftung durch die Mit-

³² Siehe Jobst und Kernbauer (2016). Ein ähnliches Argument im Kontext der Banque de France findet sich in Bignon und Jobst (2016).

glieder des Komitees diskontierte, oder indirekt, indem sie die von den angeschlossenen Kreditinstituten eingereichten Wechsel großzügig diskontierte. Der Grad der Institutionalisierung dieser Zusammenschlüsse variierte im Zeitverlauf ebenso wie die Dauer ihres Bestehens und somit das Ausmaß der Beteiligung der Nationalbank. 1820 war das Komitee beispielsweise nur ein Ad-hoc-Zusammenschluss von zwölf Privatbankiers, die gegenseitig für ihre Verbindlichkeiten gerade standen, um Zugang zum Diskontfenster zu erhalten und so ihren angeschlagenen Kollegen unter die Arme zu greifen (OeNB, 1820, 21. September). Im Gegensatz dazu stellte das Wiener Aushilfskomitee von 1873 eine dauerhaftere und komplexere Organisation dar. Es veröffentlichte ein vollständiges Geschäftsprogramm und bezog seine Mittel aus einem permanenten Eigenkapitalfonds, der von österreichisch-ungarischen Firmen und privaten Wirtschaftstreibenden eingerichtet worden war, um potenzielle Verluste aus dem Kreditgeschäft abzudecken. Die Nationalbank leistete sogar einen Eigenbetrag von einer Million Gulden, der einem Achtel des gesamten Fondskapitals gleichkam (Compass, 1868–1919).

Von ihrer Struktur her dienten die Aushilfskomitees mehreren Zwecken. Erstens minimierten sie das Kontrahentenrisiko der Notenbank, da ihre Teilnehmer gemeinsam für die Rückzahlung der Refinanzierungskredite der Notenbank bürgten. Damit gaben sie der Notenbank die Möglichkeit, auch Kreditnehmer mit einem potenziell überdurchschnittlichen Risiko und gegen Stellung von im Rahmen ihrer

Satzung nicht refinanzierungsfähigen Sicherheiten mit Darlehen zu versorgen. Darüber hinaus scheint die Nationalbank dadurch, dass sie die Bewertung der eingereichten Wechsel und Sicherheiten den haftenden Mitgliedern überließ, einen geschickten Weg gefunden zu haben, um auf vertrauliche Informationen zuzugreifen und einen Teil der zusätzlichen Kosten des Risikomanagements auf den Markt zurückzuverlagern.³³ Schließlich könnten die Komitees auch dazu beigetragen haben, durch koordiniertes Vorgehen wichtiger Marktteilnehmer Panikverkäufe zu verhindern, und haben dadurch womöglich eines der folgenreichsten Trittfahrerprobleme im Kontext einer Bankenkrise gelöst.

5 Schlussfolgerungen

Der Zusammenbruch der Creditanstalt 1931 hat über die Grenzen Österreichs hinaus Geschichte geschrieben. Andere Episoden von Bankenkrisen in Österreich, außer vielleicht die Krise von 1873, sind international weniger gut bekannt oder gänzlich unbeachtet geblieben. Mit einer ersten systematischen Behandlung der Bankenkrisen, von denen Österreich im 19. Jahrhundert und in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts erfasst wurde, sowie der jeweiligen geldpolitischen Maßnahmen der österreichischen Notenbank ergänzt dieser Beitrag die internationale Literatur über Finanzkrisen und vergrößert den Erfahrungsschatz, auf den künftig zurückgegriffen werden kann.

Die Analyse konzentrierte sich auf Episoden, in denen die Politik des „lender of last resort“ auf den Markt, ge-

³³ Die Definition von „kostendeckenden Gebühren für die Bewertung und das Risikomanagement weniger liquider Vermögenswerte, die bei der Zentralbank als Sicherheiten hinterlegt werden“ steht im Mittelpunkt jüngerer Diskussionen darüber, wie die übermäßige Abhängigkeit von Zentralbankkrediten reduziert werden kann. Siehe Bindseil (2014).

nauer gesagt, auf die Gesamtheit der zu den Diskont- und Lombardgeschäften der Nationalbank zugelassenen Gegenparteien, ausgerichtet war. Gelegentlich entwickelte oder beteiligte sich die Nationalbank aber auch an Aktionen für einzelne angeschlagene Institute, die nicht über genügend Sicherheiten verfügten, um sich auf Basis des regulären Kriseninstrumentariums der Nationalbank zu refinanzieren. Eine derartige Sonderbehandlung wurde normalerweise mit der außerordentlichen Bedeutung des jeweiligen Instituts begründet. Heute würde man sie als „systemrelevante Finanzinstitute“ (SIFIs) bezeichnen. In der österreichischen Geschichte gibt es mehrere derartige Beispiele; bekannt sind vor allem die Rettung der *Bodencreditanstalt* 1873 und 1929 sowie die Rettung der *Biedermannbank*, der *Centralbank der Deutschen Sparkassen* und der *Postsparkasse* in der Mitte der 1920er-Jahre.³⁴ Schließlich fällt auch die Stützung der *Creditanstalt* 1931 in diese Kategorie. Die wirtschaftliche (und natürlich auch politische) Logik von Rettungsschirmen und anderen Hilfsmaßnahmen für einzelne Institute unterscheidet sich jedoch von der hier beschriebenen Funktionsweise des „lender of last resort“ und erfordert sehr genaue Belege für jeden Einzelfall und daher eine gesonderte Behandlung.

Aus den hier betrachteten Fällen von „lending of last resort“ lassen sich folgende Beobachtungen ableiten:

Erstens weisen die Krisenepisoden zwar wiederkehrende Muster in der geldpolitischen Reaktion auf, jedoch ist keine klare Entwicklung erkennbar.³⁵

Obgleich die Nationalbank 1816 als private, gewinnorientierte Aktiengesellschaft gegründet wurde, gibt es mehrere Hinweise darauf, dass sie von Anfang in einem weiter gefassten, gesamtwirtschaftlichen Interesse agierte. Diese Verfolgung eines allgemeineren Interesses zeigt sich unter anderem 1820, als einige der Direktoren an die Verantwortung ihrer „nationalen Anstalt“ appellierten oder 1854, als die Hilfe für eine Sparkasse in der Provinz mit der möglichen ansteckenden Wirkung auf andere Sparkassen begründet wurde.³⁶ Eine wahrscheinliche Erklärung für die frühe Aufnahme der Finanzstabilität in die Zielfunktion der Nationalbank lautet, dass die Bank nie eine rein gewinn- und wettbewerbsorientierte Kapitalgesellschaft war, sondern von Anfang an im gemeinsamen Interesse sowohl der wichtigsten Wiener Bankhäuser als auch des Staates geführt wurde.

Zweitens hat unsere Analyse ergeben, dass es während (aufkommenden) Finanzkrisen nur selten zu einer freizügigen Kreditvergabe im Stile Bagehots kam. Entgegen den Empfehlungen Bagehots rationierte die Notenbank in der Regel die Kredite, vor allem 1848 und 1873 und wahrscheinlich auch 1820 und 1924. Wie vorstehend argumentiert, lag dies nicht daran, dass die Nationalbank sich ihrer Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems nicht bewusst war. Vielmehr stieß sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten an die Grenzen, die ihr gesetzt wurden, erstens durch ihre Statuten, die einige Arten von Geschäften untersagten oder eine Höchstgrenze für ihren Kredit-

³⁴ Zur *Bodencreditanstalt* siehe die laufende Dissertationsarbeit von Kilian Rieder. Zu den Rettungsmaßnahmen in der Zwischenkriegszeit siehe Ausch (1968), Stiefel (1989) und Kernbauer (1991).

³⁵ Im Gegensatz zur Argumentation z. B. in Capie et al. (1994).

³⁶ OeNB (1820, 21. September), OeNB (1854). Beispiele für die Unterstützung von Sparkassen in Preßburg und Kaschau finden sich in Jobst (2014).

spielraum festlegten; zweitens durch einen Mangel an Information, der eine Kreditvergabe zu riskant gemacht hätte; oder drittens und am dramatischsten durch ein fehlendes Vertrauen der Öffentlichkeit in das Zentralbankgeld selbst. Anstatt jedoch zu kapitulieren, ersann die Nationalbank verschiedene institutionelle Innovationen, um einige dieser Beschränkungen zu umgehen: Im Rahmen teilweise von der Notenbank finanzierter privatwirtschaftlicher Initiativen übernahmen sogenannte „Aushilfskomitees“ ab den 1820er-Jahren eine führende Rolle. Sie scheinen mehrere Problemfelder ausgeräumt zu haben, indem sie der Notenbank ermöglichten, auf private Gelder zurückzugreifen und Informationen über die Solidität der Geschäftspartner und der Sicherheiten einzuholen. Außerdem halfen sie, einen Interessengleichlauf herzustellen und durch koordiniertes Agieren der Marktteilnehmer Panikverkäufe zu verhindern. So überzeugend der Grundgedanke hinter der Errichtung von Aushilfskomitees auch war, so sind diese Komitees in der Literatur dennoch bis dato kaum analysiert worden. Ihre Funktionsweise und ihr Erfolg (oder Scheitern) wären ein lohnenswerter Gegenstand weiterer Forschung, insbesondere weil vergleichbare Instrumente auch in anderen Ländern erst selten untersucht worden sind.³⁷

Drittens unterstreicht unsere Betrachtung der Banken Krisen in Österreich die Wichtigkeit der mikroökonomischen Aspekte des „*lending of last resort*“ und schließt sich damit den von Flandreau and Ugolini (2014) im Fall der Bank of England vorgebrachten Argumenten an. Die Nationalbank prüfte die Art der eingereichten Wechsel und

Sicherheiten sowie die verfügbaren Informationen über die einzelnen Kreditnehmer sehr genau. Die so erhobenen Daten begrenzten nicht nur das Risiko der Notenbank, sondern reduzierten auch *Moral Hazard* und schufen Anreize für eine geringere Abhängigkeit von Notenbankkrediten. Gleichmaßen von Interesse ist die Definition der Sicherheiten, die vor und während einer Krise für Lombardkredite zugelassen waren. Auch hier ist unser Wissen über historische Praktiken von Notenbanken begrenzt; der einzige regelmäßig zitierte Nachweis ist die Aussage des Gouverneurs der Bank of England, John Horsley Palmer, dass die Bank of England 1825 Kredite gegen alle möglichen Sicherheiten und ohne sich groß nach ihrer Art zu erkundigen vergab.³⁸ Die Archive der OeNB zeichnen ein anderes Bild: In der Nationalbank wurde die Definition zugelassener Sicherheiten auf Direktions-ebene umfassend diskutiert. Ähnlich wie die Frage individueller Kreditobergrenzen bildet die Abgrenzung refinanzierungsfähiger Sicherheiten einen wesentlichen mikroökonomischen Aspekt bei der Gewährung von Zentralbankkrediten, der erhebliche Auswirkungen auf die Wirksamkeit der Krisenpolitik und das Ausmaß des dadurch ex post entstehenden *Moral Hazard* hat.

Eine Frage konnte hier schließlich nicht behandelt werden: welche Rückwirkung die Politik der Notenbank auf das Auftreten einer Bankenkrise hat. Im Gegensatz zu den USA mit ihren häufigen Banken Krisen oder zu Frankreich und dem Vereinigten Königreich, die den Zusammenbruch oder zumindest die Rettung von potenziell systemrelevanten Instituten erlebt

³⁷ Einige Zentralbanken des 19. Jahrhunderts verwendeten beim Aufbau eines Filialnetzes in der Provinz ähnliche Regelungen. Siehe Ugolini (2016) für das Beispiel Belgien.

³⁸ Wie in Wood (1939) zitiert.

haben, gab es in Österreich in den 40 Jahren nach dem Börsenkrach 1873 keine Finanzkrise mehr, da die in diesem Artikel ausführlich behandelte Panik von 1912 tatsächlich ein Beispiel für eine Krise ist, die erfolgreich abgewendet wurde. Da Zentralbanken darauf hinarbeiten, Finanzkrisen zu vermeiden, liegen in diesen ruhigen Perioden möglicherweise die interessantesten Erkenntnisse für die Gegenwart.

Die Kontroversen, von denen die Maßnahmen der Zentralbanken in den jüngsten Finanzkrisen weltweit begleitet waren, führten unter anderem dazu, dass die Federal Reserve im *Dodd-Frank*

Act 2010 wesentlich in ihren Möglichkeiten beschnitten wurde, einzelne Institute zu unterstützen. Dies zeigt, dass die Diskussion über die Notwendigkeit und die optimale Ausgestaltung des „*lender of last resort*“ anhält. Im Kern der aktuellen Diskussion stehen Fragen der systemischen Stabilität, das Problem des „*too-big-to-fail-Konzepts*“, die Kosten von Bankenrettungen und die Möglichkeiten einer künftigen Gläubigerbeteiligung (*Bail-in*). Mit vielen dieser Fragen waren die Behörden bereits im 19. und Anfang des 20. Jahrhunderts konfrontiert. Ihre kreativen Lösungen könnten wichtige Erkenntnisse für die heutige Politik liefern.

Literaturverzeichnis

- Acharya, V., D. Gale und T. Yorulmazer. 2012.** Rollover Risk and Market Freezes. In: *Journal of Finance* 66(4). 1177–1209.
- Allen, F., A. Babus und E. Carletti. 2009.** Financial Crisis: Theory and Evidence. In: *Annual Review of Financial Economics* 1. 97–116.
- Allen, F. und D. Gale. 2007.** *Understanding Financial Crises (Clarendon Lectures in Finance)*. Oxford University Press.
- Almunia, M., A. Bénétrix, B. Eichengreen, K. O'Rourke und G. Rua. 2010.** From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons. In: *Economic Policy* 25(62). 219–265.
- Antinolfi, G., F. Carapella, C. Kahn, A. Martin, D.C. Mills und E. Nosal. 2015.** Repos, Fire Sales, and Bankruptcy Policy. In: *Review of Economic Dynamics* 18(1). 21–31.
- Ausch, K. 1968.** *Als die Banken fielen – Zur Soziologie der politischen Korruption*. Europa Verlag.
- Bagehot, W. 1873.** *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Henry S. King & Co.
- Bignon, V. und C. Jobst. 2016.** Economic Crises and the Lender of Last Resort: Evidence from 19th Century France. Mimeo.
- Bignon, V., M. Flandreau und S. Ugolini. 2012.** Bagehot for Beginners: The Making of Lender-of-Last-Resort Operations in the Mid-Nineteenth Century. In: *Economic History Review* 65(2). 580–608.
- Bindseil, U. 2014.** *Monetary Policy Operations and the Financial System*. Oxford University Press.
- Brunnermeier, M., A. Crocket, C. Goodhart, M. Hellwig, A. Persaud und H. Shin. 2009.** *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Geneva Reports on the World Economy 100.
- Buyst, E. und I. Maes. 2008.** Central Banking in Nineteenth-Century Belgium: Was the NBB a Lender of Last Resort? In: *Financial History Review* 15(2). 153–173.
- Capie, F., C. A. E. Goodhart und N. Schnadt. 1994.** *The Development of Central Banking*. In: Capie, F. et al. (Hrsg.). *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge University Press. 1–231.

- Castiglionesi, F. und W. Wagner. 2012.** Turning Bagehot on His Head: Lending at Penalty Rates When Banks Can Become Insolvent. In: *Journal of Money, Credit and Banking* 44(1). 201–219.
- Compass – Finanzielles Jahrbuch für Österreich-Ungarn. Diverse Jahre.** Hölder.
- Eichengreen, B. 2015.** *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History.* Oxford University Press.
- Flandreau, M. und S. Ugolini. 2014.** The Crisis of 1866. In: Dimsdale, N. and A. Hotson (Hrsg.). *British Financial Crises since 1825.* Oxford University Press. 76–93.
- Friedman, M. und A. Schwartz. 1963.** *A Monetary History of the United States, 1867–1960.* Princeton University Press.
- Goodhart, C. A. E. 1999.** Myths about the Lender of Last Resort. In: *International Finance* 2(3). 339–360.
- Gorton, G. 2012.** *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming.* Oxford University Press.
- Gorton, G. 2016.** The History and Economics of Safe Assets. NBER Working Paper Series 22210.
- Gorton, G. und A. Metrick. 2012.** Securitized Banking and the Run on Repo. In: *Journal of Financial Economics* 104(3). 425–451.
- Gorton, G. und G. Ordoñez. 2014.** Collateral Crises. In: *American Economic Review* 104(2). 343–378.
- Jobst, C. 2014.** What Drives Central Bank Branching? The Government, the Austrian National Bank and Local Lending in the Territory of Present-Day Slovakia 1845–1880. In: Hallon, L., A. Leková and F. Chudják (Hrsg.). *Centrálne bankovníctvo v stredoeurópskom priestore/Central Banking in Central Europe.* Národná banka Slovenska. 14–27.
- Jobst, C. und H. Kernbauer. 2016.** *Die Bank. Das Geld. Der Staat. Nationalbank und Währungspolitik in Österreich 1816–2016.* Campus.
- Jobst, C. und H. Stix. 2016.** Gulden, Kronen, Schilling und Euro: ein Überblick über 200 Jahre Bargeld in Österreich. In diesem Band.
- Jobst, C. und S. Ugolini. 2016.** The Coevolution of Money Markets and Monetary Policy, 1815–2008. In: Bordo, M. et al. *Central banks at a Crossroads.* Cambridge University Press. 145–94.
- Journal des Oesterreichischen Lloyd.** 1836–1849. Triest.
- Kernbauer, H. 1991.** Währungspolitik in der Zwischenkriegszeit. *Geschichte der österreichischen Nationalbank von 1923 bis 1938.* OeNB.
- Kindleberger, Ch. und R. Aliber. 2011.** *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.* Palgrave Macmillan.
- Kövér, G. 2015.** Information Transfer in the Local Discount Committees of the Austro-Hungarian Bank 1878–1914. Beitrag zum OeNB-Workshop “The central bank balance sheet in the (very) long run.” 1. Oktober.
- k. k. Statistische Zentralkommission (Hrsg.). 1915.** *Österreichische Statistik N.F.* 12(2). Statistik der Sparkassen für das Jahr 1912. Gerold.
- Lucam, W. 1876.** *Die Oesterreichische Nationalbank während der Dauer des dritten Privilegiums.* Manz.
- Martin, A. 2006.** Liquidity Provision vs. Deposit Insurance: Preventing Bank Panics without Moral Hazard. In: *Economic Theory* 28(1). 197–211.
- Martin, A. 2009.** Reconciling Bagehot and the Fed's Response to September 11. In: *Journal of Money, Credit and Banking* 41(2-3). 397–415.
- Martin, A., D. Skeie und E.-L. Thadden. 2014.** Repo Runs. In: *Review of Financial Studies* 27(4). 957–989.

- Michel, B. 1976.** *Banques & Banquiers en Autriche au Début du 20e Siècle.* Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.
- Naqvi, H. 2015.** Banking Crises and the Lender of Last Resort: How Crucial is the Role of Information? In: *Journal of Banking & Finance* 54(5). 20–29.
- Neue Freie Presse.** 1864–1939. Wien.
- Oehmke, M. 2014.** Liquidating Illiquid Collateral. In: *Journal of Economic Theory* 149. 183–210.
- OeNB. 1820.** Sitzungsprotokolle der Bankdirektion vom 14. Juli, 21. und 28. September und 5. Oktober. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- OeNB. 1854.** Sitzungsprotokolle der Bankdirektion vom 14. September. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- OeNB. 1912a.** Mitteilungen. 3. Dezember.
- OeNB. 1912b.** Sitzungsprotokolle der Direktion in Wien vom 24. September, 29. Oktober, 19. November und 3. Dezember. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- OeNB. 1912c.** Sitzungsprotokolle des Generalrats vom 28. November. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- OeNB. 1913a.** Jahressitzung der Generalversammlung der Oesterreichisch-ungarischen Bank. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- OeNB. 1913b.** Sitzungsprotokolle der Direktion in Wien vom 14. Jänner und 4. Februar. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- OeNB. 1923–1938.** Mitteilungen des Direktoriums. Bankhistorisches Archiv der OeNB.
- Österreichisches Institut für Konjunkturforschung. 1927–1938.** Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung.
- Prammer, D., L. Reiss und W. Köhler-Töglhofer. 2016.** Die finanziellen Beziehungen zwischen Nationalbank und Staat. In diesem Band.
- Pressburger, S. 1959a.** Das österreichische Noteninstitut 1816–1866: Die Vorgeschichte, 1816–1862. OeNB.
- Pressburger, S. 1959b.** Das österreichische Noteninstitut 1816–1866: 1868–1877. OeNB.
- Pressburger, S. 1973.** Das österreichische Noteninstitut 1816–1866: 1901–1913. OeNB.
- Richardson, G. und W. Troost. 2009.** Monetary Intervention Mitigated Banking Panics during the Great Depression: Quasi-Experimental Evidence from a Federal Reserve District Border, 1929–1933. In: *Journal of Political Economy* 117(6). 1031–1073.
- Rieder, K. 2016.** A Historic(al) Run on Repo? Causes of Bank Distress During the Austro-Hungarian Gründerkrach of 1873. In: *Economic History Working Papers* 2016. 1–79.
- Schubert, A. 1991.** *The Credit-Anstalt Crisis of 1931.* Cambridge University Press.
- Stiefel, D. 1989.** *Finanzdiplomatie und Weltwirtschaftskrise: die Krise der Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe 1931.* Knapp.
- Thornton, H. 1802.** *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain.* Hatchard.
- Der Tresor. 1872–1918.** *Revue. Statistik und Archiv für Volkswirtschaft und Finanzwesen.*
- Ugolini, S. 2016.** L'invention d'un système monétaire national: Banques d'émission, supervision bancaire et développement financier en Belgique 1822–1872. In: Feiertag, O. und M. Margairaz (Hrsg.). *Les banques centrales et l'État-nation.* Presses de Sciences Po. 137–158.
- Wiener Börse. 1786–1858.** *Wechsel-Cours in Wien.*
- Wiener Börse. 1861–1875.** *Cours-Blatt des Gremiums der k. k. Börse-Sensale.*
- Wood, E. 1939.** *English Theories of Central Banking Control, 1819–1858: With Some Account of Contemporary Procedure.* Harvard University Press.