

von Kalckreuth, Ulf

Article — Published Version

Der finanzielle Akzelerator in der monetären Transmission

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: von Kalckreuth, Ulf (2002) : Der finanzielle Akzelerator in der monetären Transmission, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 82, Iss. 9, pp. 555-560

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/41278>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Ulf von Kalckreuth

Der finanzielle Akzelerator in der monetären Transmission

Der finanzielle Akzelerator ist die Grundlage für den so genannten Bilanzkanal in der monetären Transmission. Dieser kann den neoklassischen Zinskanal verstärken. Darüber hinaus wird dem finanziellen Akzelerator eine eigenständige Rolle bei der Ausbreitung konjunktureller Impulse zugeschrieben. Auf welchen theoretischen Grundlagen basiert das Konzept? Wie groß ist die quantitative Bedeutung des finanziellen Akzelerators in der Bundesrepublik?

Der Begriff des „finanziellen Akzelerators“, der in der aktuellen Diskussion um die monetäre Transmission eine große Rolle spielt, ist relativ neuen Datums. Aus der Taufe gehoben wurde er in einem bekannten Artikel von Bernanke, Gertler und Gilchrist¹. Die Grundidee eines den Zinskanal verstärkenden Mechanismus, der über die Refinanzierungskosten wirkt, war jedoch schon vorher bekannt und findet sich bereits bei Irving Fisher². Bei der Analyse der Wirkungsweise von Geldpolitik spricht man auch vom „Bilanzkanal“ (balance sheet channel).

Im Folgenden wird zunächst das Konzept des finanziellen Akzelerators vom Zinskanal abgegrenzt; danach sind seine Anwendungsbedingungen näher zu untersuchen. Schließlich richtet sich der Blick auf neue Evidenz für Deutschland. Sie ist im Licht einer Besonderheit des deutschen Kreditmarkts zu interpretieren, dem so genannten Hausbanksystem.

Kanäle der monetären Transmission

Bei der Analyse der realwirtschaftlichen Wirkungen von geldpolitischen Maßnahmen können drei Grundtypen von Mechanismen unterschieden werden³. Prinzipiell beeinflusst Geldpolitik das Wirtschaftswachstum vor allem über ihre Wirkung auf verschiedene Realpreise. Dies setzt voraus, dass die Anpassung der verschiedenen Faktor- und Güterpreise verzögert abläuft. Derartige Wirkungen von Änderungen kurzfristiger Nominalzinsen auf Güternachfrage und -angebot sollen hier unter der Bezeichnung Zinskanal zusammengefasst werden⁴.

Dr. Ulf von Kalckreuth, 39, ist Mitarbeiter im Zentralbereich Volkswirtschaft der Deutschen Bundesbank in Frankfurt am Main und arbeitet derzeit im Volkswirtschaftlichen Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank. Der Beitrag spiegelt die persönliche Auffassung des Verfassers wider und nicht notwendigerweise die der Deutschen Bundesbank.

Ein Relativpreis von großer Bedeutung sind hierbei die Kosten für die Kapitalnutzung. Höhere Zinssätze vergrößern die geforderte Ertragsrate von Investitionsprojekten und verringern damit den optimalen Kapitalstock. In prinzipiell derselben Weise kann die Lagerhaltung beeinflusst werden. Weiterhin ist der Realzins maßgeblich für den Relativpreis des gegenwärtigen Konsums im Vergleich zum zukünftigen. Dem Substitutionseffekt einer Erhöhung des Realzinses steht hierbei allerdings ein Einkommenseffekt gegenüber, wenn die Haushalte im Durchschnitt ihres Lebens eine Nettogläubigerposition halten. In Frage kommt auch ein Vermögenseffekt, soweit die Haushalte Bestände von Aktiva halten, deren Relativpreis vom Zins abhängt. Schließlich kann der Relativpreis ausländischer im Vergleich zu einheimischen Gütern, der reale Wechselkurs, eine wichtige Rolle spielen. Bei starren Preisen hat eine nominale Aufwertung eine reale Aufwertung der heimischen Währung zur Folge. Diese beeinträchtigt die Konkurrenzfähigkeit der he-

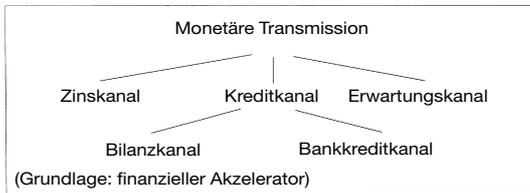
¹ Vgl. B.S. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist: The Financial Accelerator and the Flight to Quality, in: The Review of Economics and Statistics, Vol. 78 (1996), S. 1 - 15. Der Begriff taucht jedoch bereits in einer früheren Arbeit auf, vgl. B.S. Bernanke: Credit in the Macroeconomy, in: Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Frühjahr 1992-1993, S. 50 - 70.

² Vgl. I. Fisher: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: Econometrica, Vol. 1 (1933), S. 337 - 357.

³ Zur geldpolitischen Transmission siehe Deutsche Bundesbank: Geldpolitik und Investitionsverhalten - eine empirische Untersuchung, Monatsbericht, Juli 2002, S. 41 - 55; Deutsche Bundesbank: Bankbilanzen Bankenwettbewerb und geldpolitische Transmission, Monatsbericht, September 2001, S. 51 - 70; Europäische Zentralbank: Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Juli 2000, S. 45-62; B.S. Bernanke, M. Gertler: Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 9 (Herbst 1995), S. 27 - 48; S. G. Cecchetti: Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Process, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 77 (1995), Nr. 3, S. 83 - 97; C. Bean, J. Larsen, K. Nikolov: Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism, ECB Working Paper Nr. 113, Januar 2002.

⁴ So C. Bean, J. Larsen, K. Nikolov, a.a.O. Man kann die durch Zinsänderungen ausgelösten Realpreiseffekte natürlich in weitere „Kanäle“ aufspalten.

Abbildung 1
Kanäle monetärer Transmission



mischen Industrie und führt zu einer Umlenkung der Nachfrage hin zu ausländischen Anbietern⁵.

Ein Relativpreiseffekt eigener Art geht nicht von einzelnen geldpolitischen Maßnahmen aus, sondern von der geldpolitischen Verfassung als Ganzes. Ist nämlich die Geld- und Währungspolitik durch Aktivismus, Intransparenz sowie Instabilität und Unsicherheit gekennzeichnet, führt dies über Risikoprämien zu höheren Realzinsen und Abwertungstendenzen. Man könnte diesen Grundzusammenhang als den „Erwartungskanal“ bezeichnen. Als positives Beispiel mag der Realzinsvorteil gelten, den die deutsche Wirtschaft über lange Jahre gegenüber den europäischen Nachbarländern hatte. Dieser war einem Stabilitätsvorsprung geschuldet, der auch viel mit „credibility“ zu tun hatte.

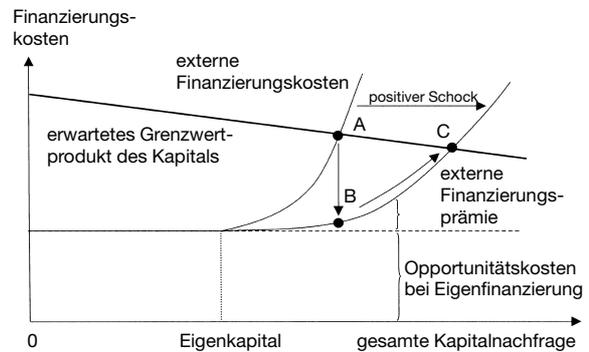
Empirisch hat sich in vielen Fällen gezeigt, dass es schwer fällt, den Einfluss der Geldpolitik auf das konjunkturelle Geschehen mit Hilfe der bisher genannten Effekte allein zu erklären. Unter dem Begriff „Kreditkanal“ werden daher Mechanismen zusammengefasst, bei denen durch unvollkommene Kreditmärkte konventionelle Zinseffekte verstärkt werden⁶. Im Zentrum steht dabei die Investitionstätigkeit privater Unternehmen, die eine besonders volatile Komponente der Inlandsnachfrage darstellt.

Der Kreditkanal

Ausgangspunkt ist die Überlegung, dass bei unvollkommenen Kreditmärkten ein Differenzial zwischen den Kosten der Refinanzierung bei Risikofreiheit und den Kosten externer Finanzierung besteht. Der Grund für dieses Kostendifferenzial ist nicht das Ausfallrisi-

⁵ Im Rahmen von neuen makroökonomischen Simulationen der monetären Transmission für den Euroraum spielt der Wechselkurskanal eine größere Rolle, vgl. hierzu P. McAdam, J. Morgan: The Monetary Transmission Mechanism at the Euro-Area Level: Issues and Results Using Structural Macroeconomic Models, ECB Working Paper Nr. 93, Dezember 2001; sowie P. van Els, A. Locarno, J. Morgan, J.P. Villetelle: Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us, ECB Working Paper, 94, Dezember 2001. Der Wechselkurskanal setzt jedoch die Gültigkeit einer Form der offenen Zinsparität voraus, und diese ist in den Daten nicht leicht zu finden. Siehe R.A. Meese, K. Rogoff: Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?, in: Journal of International Economics, Vol. 14 (1983), S. 3-24, und die von dieser Arbeit angestoßene Literatur.

Abbildung 2
Kapitalnachfrage und Zusatzkosten externer Finanzierung



ko an sich. Auch auf vollkommenen Märkten enthält der vereinbarte Kreditzins eine Ausfallprämie. Hier sind jedoch die erwarteten Zahlungen des Schuldners gleich den erwarteten Erträgen des Gläubigers. Die Ausfallprämie gleicht lediglich die Tatsache aus, dass der Schuldner unter bestimmten Umständen seinen Verpflichtungen nicht oder nur unvollkommen nachkommt. Die (erwarteten) Kosten der externen Finanzierung aus der Sicht des Unternehmens wie des Gläubigers entsprechen dem risikolosen Zins.

Auf Konkurrenzmärkten bleibt dies aus der Sicht risikoneutraler Gläubiger auch dann noch so, wenn Marktunvollkommenheiten vorliegen. Durch asymmetrische Informationen entsteht aber für den Schuldner eine Prämie für externe Finanzierung, welche die erwarteten Zusatzkosten aus der Kreditbeziehung ausgleicht. Die Gründe für derartige Zusatzkosten können vielfältig sein:

- Ein Informationsvorsprung des Schuldners gegenüber dem Gläubiger führt dazu, dass der Kreditzins eine Prämie enthält, mit der sich der Gläubiger vor Übervorteilung durch den Schuldner (durch adverse Selektion) schützt;
- Bei Störungen der Kreditbeziehung fallen Kosten der Überwachung, Bewertung und Beitreibung an;
- Das Moral-hazard-Problem führt im vertragstheoretischen Gleichgewicht dazu, dass der Kreditnehmer in ineffizienter Weise in seinen Handlungen eingeschränkt wird, indem er sich z.B. auf beileistungsfähige Projekte beschränkt.

In Kreditverträgen, die unter Berücksichtigung derartiger Unvollkommenheiten geschlossen werden, werden die Zusatzkosten beim Schuldner internalisiert. Die erwarteten Kosten externer Finanzierung

⁶ Für eine Einführung vgl. Deutsche Bundesbank: Bankbilanzen, Bankenwettbewerb und geldpolitische Transmission, Monatsbericht, September 2001, S. 51 - 70.

liegen daher für den Schuldner höher als der erwartete Ertrag des Gläubigers, der risikolose Zins. Ähnlich wie beim Steuerkeil auf den Kapital- oder Arbeitsmärkten führt dies zu Effizienzverlusten.

Nun ist der erwartete Ertrag des Gläubigers gleich den Opportunitätskosten des Schuldners bei Selbstfinanzierung. Dies gilt jedenfalls dann, wenn die alternative Verwendung für freie Mittel in einer Kreditvergabe liegen. Deshalb kann man alternativ von einem Differenzial zwischen den Kosten der Fremdfinanzierung und den Kosten der Selbstfinanzierung sprechen.

Hier wird deutlich, dass bei gegebenem Gesamtfinanzierungsvolumen für ein Unternehmen die Höhe der Prämie von seiner Eigenkapitalausstattung abhängt, bzw. dem Gesamtvolumen der Aktiva, die sich so verpfänden lassen, dass das Geschäft für den Gläubiger risikolos bleibt. Oberhalb dieser Grenze ist unter bestimmten Annahmen die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Prämie für externe Finanzierung eine steigende Funktion des Finanzierungsvolumens⁷.

Abbildung 2 verdeutlicht den Zusammenhang graphisch. Alle Unternehmen, die sich auf dem steigenden Teil der Kurve befinden, sind finanziell beschränkt. Ihre Kapitalkosten sind durch die Differenz zwischen Finanzierungsvolumen und Eigenkapital bestimmt. Der Fall der so genannten „Kreditrationierung“ ist nichts anderes als eine extreme Form finanzieller Restriktion⁸. Er liegt vor, wenn die Kreditgeber zu keinem Zins bereit sind, eine Vergrößerung des Kreditvolumens zu akzeptieren. In einer Rationierungssituation würde eine Zinserhöhung wegen induzierter Verhaltensänderungen und adverser Selektion zu einem Rückgang des erwarteten Ertrags führen, und es bleibt der Bank daher nur die quantitative Kreditbeschränkung. Dies ließe sich in der Graphik durch eine abbrechende Kurve darstellen.

Einen Kreditkanal gibt es dann, wenn die Geldpolitik einen Einfluss nicht nur auf die risikofreie Verzinsung hat, sondern darüber hinaus auch auf die Prämie, direkt oder indirekt. Hierbei lassen sich zwei Klassen möglicher Mechanismen unterscheiden. Ein Bankkreditkanal (bank lending channel) kann existieren, wenn ein Teil der Schuldner für ihre Finanzierung auf

Banken angewiesen ist. Führt nun eine geldpolitische Maßnahme dazu, dass das mögliche Kreditvolumen der Banken eingeschränkt wird, so steigt die Finanzierungsprämie dieser Schuldner besonders stark. Die Kosten der externen Finanzierung nehmen zu, und die Nachfrage nach realem Kapital geht zurück. Die Existenz eines Bankkreditkanals in Deutschland ist nicht auszuschließen, jedoch scheint sein Einfluß durch das Liquiditätsmanagement der Banken geschwächt⁹.

Der finanzielle Akzelerator

Anders als beim Bankkreditkanal spielt es für den so genannten Bilanzkanal grundsätzlich keine Rolle, um wen es sich bei dem Gläubiger handelt. Die zugrundeliegende Kreditbeziehung kann ein Bankkredit sein, oder auch eine Anleihe oder ein Lieferantenkredit. Maßgeblich ist der Umstand, dass die Höhe der Prämie auf externe Finanzierung von der finanziellen Position des Schuldners bestimmt wird. Fluktuationen in der Bonität der Kreditnehmer führen dann zu Schwankungen ihrer realen Nachfrage. Kommt es daher zu endogenen prozyklischen Schwankungen der finanziellen Position von Schuldnern, so verstärkt dies konjunkturelle Bewegungen. Ein derartiges Zusammenspiel im Zyklus wird unter dem Begriff finanzieller Akzelerator zusammengefasst.

Aufbauend auf dem finanziellen Akzelerator gibt es in der geldpolitischen Transmission einen Bilanzkanal, wenn geldpolitische Maßnahmen die finanzielle Situation der Unternehmen beeinflussen. Als Reaktion auf einen geldpolitischen Impuls sind zunächst einmal direkte Effekte denkbar. Sinkt durch eine expansive Geldpolitik die Zinsbelastung bei ausstehenden Krediten, die im Zeitablauf refinanziert werden müssen, so steigen die Gewinne und damit die Selbstfinanzierungskraft. In Abbildung 2 bewirkt dieser Cash-flow-Effekt eine Verschiebung der Finanzierungskostenkurve nach rechts. Bei der hierdurch gegebenen Finanzierungssituation ist die Nachfrage nach Realkapital höher, und eine Sequenz positiver Nettoinvestitionen setzt ein, die das Unternehmen zum neuen Gleichgewicht bringen soll.

Ähnliche Wirkungen sind grundsätzlich durch alle Umstände gegeben, welche die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Bonität von Kreditnehmern bei gegebenem Finanzierungsvolumen beeinflussen. Betrachtet man etwa das System der Bonitätsprüfung der Deutschen Bundesbank, so sind vor allem die folgenden

⁷ Derartige Modelle werden z.B. vorgestellt von B.S. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist: The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, in: J.B. Taylor, M. Woodford (Hrsg.): Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, Amsterdam u.a.O. 1999, Kap. 21, S. 1341 - 1393; oder von B.S. Bernanke, M. Gertler: Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, in: The American Economic Review, Vol. 79 (1989), S. 14 - 31.

⁸ Vgl. J.E. Stiglitz, A. Weiss: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: The American Economic Review, Vol. 71 (1981), S. 393 - 410.

⁹ Siehe hierzu im Einzelnen Deutsche Bundesbank: Bankbilanzen, Bankenwettbewerb und geldpolitische Transmission, a.a.O., sowie A. Worms: Monetary Policy Effects on Bank Loans in Germany. A Panel-Econometric Analysis, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 17/01, Dezember 2001.

Indikatoren empfindlich gegenüber Zinsänderungen: die Eigenkapitalrendite vor Steuern, die Nettozinsquote und die Kapitalrückflussquote¹⁰. Letzere Größe ist eine Cash-flow-Variable, bezogen auf das investierte Kapital. Direkte Effekte sind auch durch Wirkungen der Zinsänderung auf Vermögenspreise gegeben, da die Preise von Bilanzaktiva naturgemäß eine Rolle für die Beleihungsgrenzen spielen.

Darüber hinaus sind auch indirekte Effekte denkbar. Weiten Konsumenten oder Investoren ihre Endnachfrage aufgrund der monetären Expansion aus (aus welchem Grund auch immer), so fällt bei vorgelagerten Anbietern zusätzliche Nachfrage an, und ihre Selbstfinanzierungskraft steigt. So kann es zur Verstärkung eines konjunkturellen Auf- oder Abschwungs durch Kettenreaktionen kommen. Hier liegt eine deutliche Parallele zu Multiplikator-Akzelerator-Prozessen keynesianischen Typs vor, und diese Vorstellung ist es wohl, die den Ausdruck „finanzieller Akzelerator“ prägen half.

Endogene, prozyklische Schwankungen der Finanzierungsprämie sind selbstverständlich nicht auf geldpolitische Maßnahmen beschränkt, sie können die Wirkung jedweden konjunkturellen Impulses verstärken. Die Wirkung des finanziellen Akzelerators ist dabei in zweierlei Weise asymmetrisch. Einerseits sind nicht alle Unternehmen betroffen, sondern nur die finanziell beschränkten. Weil es hiervon aber in der Rezession mehr gibt als in der Hochkonjunktur, wirkt der finanzielle Akzelerator darüber hinaus in Abschwungphasen stärker als im Boom¹¹.

Zur Empirie des finanziellen Akzelerators

Ein direkter Nachweis des finanziellen Akzelerators ist nicht leicht. Die wichtigsten empirischen Implikationen lassen sich in aggregierten Daten kaum erkennen, sie bestehen darin, dass unterschiedliche Gruppen von Individuen in unterschiedlicher Weise von geldpolitischen Maßnahmen betroffen sind¹². Hierfür ist die Arbeit mit Einzeldaten erforderlich. Seit den wegweisenden Untersuchungen von Fazzari, Hubbard und Peterson¹³ besteht die häufigste Schätzstrategie darin, anhand eines „A-priori“-Kriteriums wie Größe, Dividendenausschüttung oder Struktur des Kapitalstocks solche Unternehmen zu identifizieren, die bei Gültigkeit der Hypothese finanziell beschränkt sein sollten. Wenn diese dann eine höhere Sensibilität der Investitionsnachfrage bezüglich finanzieller Schlüs-

selgrößen wie dem Cash-flow oder der Liquidität aufweisen, so wird dies als Bestätigung der finanziellen Akzeleratorhypothese aufgefasst.

Allerdings wurde dieser Ansatz zwischenzeitlich stark kritisiert¹⁴. Es erwies sich einerseits, dass die üblicherweise genutzten Kriterien zur Identifikation finanziell beschränkter Unternehmen ausgesprochen unzuverlässig sind. Weiterhin ist theoretisch nicht eindeutig, dass die Sensibilität bezüglich des Cash-flow bei stärker beschränkten Unternehmen höher sein muss als bei schwächer beschränkten.

Dieser Kritik trägt der Verfasser in einer neuen Forschungsarbeit¹⁵ in zweierlei Weise Rechnung. Zum einen wird finanzielle Beschränkung direkt gemessen. Die Gruppen werden mit Hilfe von Bonitätsdaten gebildet, welche die Risikoeinschätzungen eines echten Kreditgebers wiedergeben. Genutzt werden die auf der Grundlage eines diskriminanzanalytischen Modells von der Bundesbank erarbeiteten Bonitätsdaten. Weiterhin können unternehmensspezifische Variationen dieser Bonitätsdaten genutzt werden, um die Wirkung des finanziellen Akzelerators unmittelbar zu messen, und nicht nur über den Umweg des Unterschieds in der Sensitivität bezüglich des Cash-flow.

Die genannte Untersuchung bestätigt die Existenz von Balance-sheet-Effekten. Zum einen haben schlecht bewertete Unternehmen eine höhere Cash-flow-Sensitivität als gut bewertete. Dagegen ist ihre Sensibilität bezüglich der „neoklassischen“ Determinanten Umsatz und Kapitalkosten deutlich geringer. Nimmt man weiterhin die Bonitätsvariable als eigenständige erklärende Größe in die Schätzgleichung auf, so ist die Wirkung einer verbesserten Bonität auf der Grundlage des letzten Jahresabschlusses auf das Investitionsverhalten des laufenden Jahres eindeutig positiv. Dies muss als deutliche empirische Evidenz für die Existenz eines finanziellen Akzelerators in Deutschland gewertet werden¹⁶.

¹² Hierzu siehe im Einzelnen S.G. Cecchetti, a.a.O., S. 87 ff.

¹³ Vgl. S.M. Fazzari, R.G. Hubbard, B.C. Petersen: Financing Constraints and Corporate Investment, in: Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1 (1988), S. 141 - 195.

¹⁴ Vgl. S.N. Kaplan, L. Zingales: Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Finance Constraints?, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 112 (1997), S. 169 - 215. Die Kontroverse wurde fortgesetzt mit dem Beitrag von S.M. Fazzari, R.G. Hubbard, B.C. Petersen: Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 115 (2000), S. 695-705; und der Replik von S.N. Kaplan, L. Zingales: Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financial Constraints, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 115 (2000), S. 707 - 712.

¹⁵ Vgl. U. von Kalckreuth: Monetary Transmission in Germany: New Perspectives on Financial Constraints and Investment Spending, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 19/01, Dezember 2001.

¹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Bonitätsbeurteilung von Wirtschaftsunternehmen durch die Deutsche Bundesbank, in: Monatsbericht, Dezember 1999, S. 51 - 63.

¹¹ Vgl. B.S. Bernanke, M. Gertler: Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations, a.a.O.

In quantitativer Hinsicht scheint es jedoch, als sei die wirtschaftliche Bedeutung des finanziellen Akzelerators in Deutschland eher zweitrangig, zumindest in Bezug auf die geldpolitische Transmission. Selbst wenn man die gesamte gemessene Wirkung der Cash-flow-Variablen auf das Vorliegen finanzieller Restriktionen zurückführt – was sicherlich weit übertrieben ist, da die Gewinnhistorie eines Unternehmens auch eine wichtige Rolle bei der Erwartungsbildung spielt – sind die Wirkungen einer Zinserhöhung über den „Cash-flow-Kanal“ im ersten Jahr nur etwa ein Achtel so groß wie die Wirkungen, die über eine Veränderung der Kapitalkosten bedingt sind. Dabei kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, dass es über Bonitätsveränderungen noch weitere Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Investitionsnachfrage gibt.

Wirtschaftspolitisch interessant ist weiterhin das Ergebnis, dass die Unternehmensgröße für das Vorliegen finanzieller Restriktionen in Deutschland keine große Rolle zu spielen scheint. Bei den Schätzungen für den Zeitraum 1988 bis 1997 war die geschätzte Sensitivität bezüglich des Cash-flow bei kleinen Unternehmen zwar etwas größer als beim Rest der Stichprobe, die Unterschiede waren jedoch nicht signifikant. Dies gilt auch für die anderen Parameter der geschätzten Funktion¹⁷.

Eine vergleichende empirische Untersuchung des Investitionsverhaltens privater Unternehmen in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien¹⁸ zeigt, dass die Bedeutung eigenerwirtschafteter Liquidität für das Investitionsverhalten in Deutschland im Durchschnitt ausgesprochen gering ist. Gleichzeitig sind die deutschen Unternehmen in der Lage, relativ schnell und deutlich auf wirtschaftliche Anreize zu reagieren, wie sie in Änderungen der Kapitalnutzungskosten oder der Umsatzentwicklung zum Tragen kommen.

Besonderheit des deutschen Finanzsystems

Es liegt nun nahe, diese relative Robustheit deutscher Unternehmen bezüglich sich ändernder Finanzierungsbedingungen in einen Zusammenhang mit einer Besonderheit des deutschen Finanzsystems zu bringen, dem so genannten Hausbankprinzip¹⁹. Unter einer Hausbank versteht man ein Kreditinstitut, das mit einem bestimmten Unternehmen eine langfristige Geschäftsbeziehung eingeht, die auf intensivem Informationsaustausch basiert und eine implizite Versicherung

gegen Liquiditätsengpässe und starke Schwankungen der Refinanzierungskosten beinhaltet²⁰. Die mit der laufenden Informationsbeschaffung und -verarbeitung verbundenen Kosten lassen sich als Investitionen der Bank in eine erweiterte Geschäftsbeziehung verstehen. Das Verhältnis zwischen dem Unternehmen und seiner Hausbank ist durch eine gewisse Exklusivität gekennzeichnet – zwar kann das Unternehmen Beziehungen auch zu anderen Banken unterhalten, es gibt aber immer nur eine Hausbank.

Durch die intensive Beschäftigung einer Bank mit ihrem Kunden werden Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und -nehmer überwunden oder doch stark vermindert. Die eingangs erwähnte Ursache für finanzielle Beschränkungen verliert damit an Bedeutung. Der Versicherungsaspekt des Hausbankverhältnisses impliziert weiterhin, dass die Bank in gewissem Umfang die Kreditvergabe auch dann aufrecht erhält, wenn der Kunde in finanzielle Schwierigkeiten gerät. Insgesamt wird die Finanzierung von unternehmerischen Investitionsprojekten weitgehend unabhängig von der aktuellen Liquiditäts- und Finanzlage.

Quo vadis, Hausbank?

Nun zeichnet allerdings jede ökonometrische Untersuchung notwendigerweise ein Bild der Vergangenheit, und es ist nicht ausgeschlossen, dass

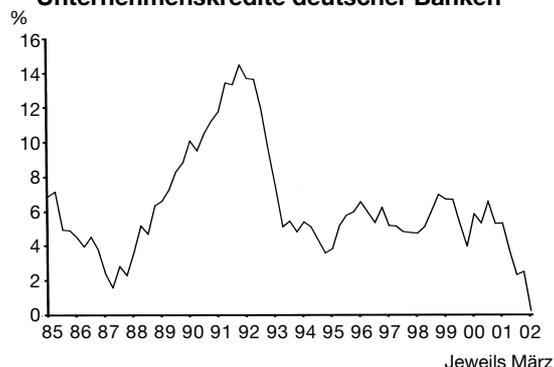
¹⁷ Dies Resultat bestätigt eine frühere Aussage von E. Stöß zum Kreditkanal und steht in Einklang mit einer Untersuchung von D. Kalt für die Schweiz. M. Ehrmann erhält bei einer Auswertung von ifo-Geschäftsklimaindikatoren das Ergebnis, dass kleine Firmen von konjunkturellen Schocks stärker getroffen werden. Dies muss jedoch nicht notwendigerweise auf schlechtere Finanzierungsbedingungen zurückzuführen sein. Vgl. E. Stöß: Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen und deren Reaktion auf monetäre Impulse. Eine Analyse anhand der Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 9/96, November 1996, D. Kalt: The Credit Channel as a Monetary Transmission Mechanism: Some Microeconomic Evidence for Switzerland, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Vol. 137 (2001), S. 555 - 578; sowie M. Ehrmann: Firm Size and Monetary Policy Transmission: Evidence from German Business Survey Data, ECB Working Paper Nr. 21, Mai 2001.

¹⁸ Vgl. J.B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth, P. Vermeulen: Firm Investment and Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 20/01 (Dezember 2001). Die Untersuchung entstand – ebenso wie die Arbeit von U. von Kalckreuth, a.a.O. – im Rahmen des Monetary Transmission Network (MTN) des Europäischen Systems der Zentralbanken. Für eine Zusammenfassung der Ergebnisse dieses Projekts vgl. I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon, D. Terlizzese: Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand?, ECB Working Paper Nr. 114, Januar 2002.

¹⁹ Zur Stellung der Banken im deutschen Finanzsystem vgl. Deutsche Bundesbank: Die Beziehung zwischen Bankkredit und Anleihemarkt in Deutschland, in: Monatsbericht, Januar 2000, S. 33-48. Zum Hausbankprinzip in Deutschland vgl. R. Elsas: Die Bedeutung der Hausbank, Wiesbaden 2001; R. Elsas, J.P. Krahen: Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit File Data in Germany, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 22 (1998), S. 1283 - 1316.

¹⁶ Anzeichen für einen finanziellen Akzelerator in Deutschland erhalten auch N. Siegfried: Monetary Policy and Investment in Germany: Microeconomic Evidence for a German Credit Channel, Universität Hamburg, Quantitative Macroeconomics Working Paper 1/00, August 2000; sowie A. Behr, E. Bellgardt: Investitionsverhalten und Liquiditätsrestriktionen, in: Jahrbücher für Nationalökonomik und Statistik, Vol. 220 (2000), S. 257 - 283.

Abbildung 3
Unternehmenskredite deutscher Banken¹



¹ Jahreswachstumsrate der Buchkredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und wirtschaftlich selbständige Privatpersonen

Quelle: Deutsche Bundesbank; Kreditnehmerstatistik, Stand: Juni 2002.

das deutsche Hausbankprinzip im Zuge des Strukturwandels auf den europäischen wie deutschen Kapitalmärkten an Bedeutung verlieren könnte. Im Gefolge des Rückgangs der Kreditvergabe deutscher Banken an den Unternehmenssektor ist eine aktuelle Diskussion darüber entstanden, ob sich die Banken aus geschäftspolitischen Gründen vermehrt aus der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen zurückziehen. Abbildung 3 zeigt das Wachstum der Buchkredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und wirtschaftlich selbständige Privatpersonen ohne Wohnungsbaufinanzierung. Seit dem letzten Hochpunkt im 3. Quartal 1998 ist ein Abwärtstrend zu erkennen, der sich - nach einer Phase der Stabilisierung - in der jüngsten Vergangenheit drastisch fortgesetzt hat.

Es ist jedoch nicht klar, inwieweit sich aus diesen Zahlen ein Rückzug des Bankensektors aus der Unternehmensfinanzierung im Allgemeinen und der Kreditvergabe an kleine und mittelständische Unternehmen im Besonderen ablesen lässt. Der Zeitreihe in Abbildung 3 ist zunächst unschwer die Konjunkturabhängigkeit des Kreditwachstums anzusehen. Externe Finanzierung ist vor allem bei Erweiterungsinvestitionen erforderlich, während Erhaltungsinvestitionen in der Regel über die im Umsatzprozess erwirtschafteten Abschreibungsgegenwerte finanziert werden können. Ein Teil des Einbruchs ist daher nachfragebedingt und

²⁰ Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Zum Zusammenhang zwischen Kreditzinsen deutscher Banken und Marktzinsen, Monatsbericht, März 2002, S. 53 – 66; sowie M.A. Weth: The Pass Through From Market Interest Rates to Bank Lending Rates in Germany, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 11/02, März 2002. Vor allem bei Unternehmenskrediten und hierunter besonders bei Kontokorrentkrediten reagieren die Kreditzinsen einer Reihe von Banken nur schrittweise auf veränderte Marktzinsen. Durch die Zinsglättung nehmen die Institute vorübergehende Schwankungen ihres Zinsabstands zum Marktzins in Kauf.

erklärt sich durch die konjunkturelle Schwäche, insbesondere die kritische Lage in der Bauwirtschaft und den baunahen Wirtschaftszweigen. Weiterhin steigt in wirtschaftlich schwachen Zeiten generell die Insolvenzwahrscheinlichkeit des repräsentativen Kreditnehmers. Als Reaktion wird die Kreditvergabe der Banken restriktiver. Auch dies jedoch ist keine grundsätzliche geschäftspolitische Neuorientierung, sondern eine endogene Angebotsreaktion. Eine bloße Betrachtung der auf dem Markt gehandelten Kreditvolumina kann nicht zwischen nachfragebedingten Änderungen, angebotsbedingten Änderungen und den möglichen Folgen einer Neuausrichtung der Geschäftspolitik unterscheiden. Ein zuverlässiges Bild wird erst eine Untersuchung des Kreditvergabeverhaltens auf Bankenebene liefern können.

Ordnungspolitische Bedenken

Obwohl die Interpretation der Vorgänge auf den Kreditmärkten also alles andere als leicht ist, kam rasch eine Reihe von Vorschlägen für eine schnelle Abhilfe auf den Tisch. So soll die Deutsche Ausgleichsbank (DtA) zu einer „Gründer- und Mittelstandsbank“ ausgebaut werden, die alle Kreditvergünstigungen des Bundes für kleinere Unternehmen bündelt. Und Pressemeldungen zufolge ist ein Maßnahmenpaket geplant, dem zufolge Mittelständler und kleine Unternehmer bis zu 25 000 € ohne aufwändige Prüfung und ohne Sicherheiten erhalten können. Weiterhin sind Haftungsfreistellungen sowie eine attraktivere Gestaltung der Margen für die Hausbanken bei der Durchleitung von Förderkrediten des Bundes im Gespräch.

Solche Maßnahmen stoßen allerdings auf ordnungspolitische Bedenken. Werden in einem funktionierenden Wettbewerb bestimmte Gruppen von Marktteilnehmern subventioniert, so führt dies zu Fehlallokationen von Investitionen, was - für sich genommen - eine Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums und einen Verlust von Arbeitsplätzen zur Folge hat. Und auch wenn Marktversagen vorliegt, so ist nicht zu erkennen, wie der Staat die mit einer Kreditvergabe verbundenen Informations- und Kontrollprobleme besser lösen soll als das hierauf spezialisierte Kreditgewerbe. Die Erfahrungen auf dem Neuen Markt haben nämlich reichlichen empirischen Beleg auch für eine andere These der informationsökonomischen Forschung geliefert. Ohne wirksame Kontrolle könnten Anreize zur ineffizienten Verwendung freier Liquidität entstehen²¹. Nicht zuletzt deshalb müssen neue Instrumente immer wieder auch unter allokatons- und ordnungspolitischen Aspekten geprüft werden.

²¹ Vgl. M.C. Jensen, W.H. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305-360.