

Die Kreditklemme der privaten Firmen trägt zu der derzeitigen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Deutschland bei. Insbesondere kleinere Firmen sind hiervon betroffen, während große Firmen verstärkt alternative Möglichkeiten der Fremdfinanzierung wahrnehmen. In vielerlei Hinsicht erinnert diese Entwicklung an die beginnende Bankenkrise in Japan Anfang der neunziger Jahre. Das Ausmaß des Problems betreffend sind die beiden Länder zwar kaum vergleichbar, die Ursachen und die Entwicklung makroökonomischer Variablen weisen jedoch eine bemerkenswerte Ähnlichkeit auf.

Die Kreditklemme der nicht-Banken trägt zu der derzeitigen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Deutschland bei. Insbesondere kleinere Firmen sind hiervon betroffen und leiden unter der Störung der Kreditintermediation. Größere Firmen nehmen dagegen verstärkt alternative Möglichkeiten der Fremdfinanzierung wahr.¹

Die wesentlichen Ursachen für diese Entwicklung sind die erhöhte Verunsicherung nach dem 11. September, das erhöhte Risiko von »Non-performing loans« in Folge des Kreditbooms Ende der neunziger Jahre sowie der Versuch der Banken, ihre Bilanzen zu stärken und zu berichtigen – in Hinsicht auf das Basel II Abkommen und den drohenden Verlust der »triple A« Bewertung der Rating-Agenturen.

In vielerlei Hinsicht erinnert die Entwicklung in Deutschland an die Situation der beginnenden Bankenkrise in Japan Anfang der neunziger Jahre. Mit einem wichtigen Unterschied: Die deutschen Banken sind in einem wesentlich besseren Zustand, und eine Krise vom Ausmaß der Bankenkrise in Japan droht nicht. Dennoch muss man das Problem der Kreditklemme ernst nehmen: Hätte Deutschland auch nur ein Viertel der Probleme Ja-

pans, wäre dies eine substanzielle Beeinträchtigung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Weiterhin sind die zur Verfügung stehenden Instrumente zur Stabilisierung in Deutschland geringer. Durch die Maastricht-Kriterien sind der Fiskalpolitik Grenzen gesetzt, und die EZB wird nicht, wie die Bank of Japan, die Zinsen auf null setzen können (oder wollen), um Investitionen zu fördern (vgl. Sinn und Reutter 2000). Ein Vergleich der beiden Länder und eine Analyse des Kreditmarktes ist daher trotz des Größenunterschiedes des Problems sinnvoll.

Die erste Analogie im Vergleich von Japan und Deutschland ist, dass das Phänomen der Kreditklemme in seiner Entstehung häufig bestritten wird.² Üblicherweise werden die Hinweise auf eine Kreditklemme in Kreditvolumen oder Zinsen gesucht, die aber zurzeit kein eindeutiges Bild ergeben. Im Folgenden wird gezeigt, warum beide Indikatoren alleine nicht aussagekräftig sind, und es wird ein Vergleich dieser und weiterer Variablen mit denen von Japan Anfang der neunziger Jahre gezogen.

Das Ergebnis ist eine bemerkenswerte Ähnlichkeit im Zeitverlauf wichtiger makroökonomischer Variablen. Das aggregierte Kreditvolumen, die Entwicklung der Aktienpreise und der Aktienemissionen sind in beiden Ländern vor und nach Beginn der Kreditklemme sehr ähnlich. Sowohl in Japan als auch in Deutschland halten Banken erhebliche Bestände an

* Frank Westermann, Ph.D. ist wissenschaftlicher Assistent am Center for Economic Studies (CES) an der Universität München.

¹ Da zwischen den Banken und ihren Kunden asymmetrische Informationen bestehen, kann es zu einer Situation kommen, in der Firmen keine Kredite erhalten, auch wenn sie bereit sind, den Marktzins zu zahlen. Der Grund, warum der Zins sich nicht einfach erhöht und Kreditangebot und -nachfrage in Einklang bringt, ist, dass in diesem Fall die guten Risiken dem Markt fern bleiben – es zu einer adversen Selektion kommt, nach der nur noch die schlechten Risiken übrig bleiben. Eben dies wollen die Banken in der gegenwärtigen Situation verhindern.

² Sowohl die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsinstitute, als auch die Bundesbank und der Sachverständigenrat lehnen die Hypothese der Kreditklemme für Deutschland ab. (»Alles in allem sehen die Institute daher keine deutlichen Hinweise auf eine Störung der Kreditintermediation in Deutschland«, Gemeinschaftsdiagnose 2002, S. 34).

Aktien. Änderungen in Aktienpreisen schlagen sich also – im Gegensatz zu anderen OECD-Ländern – deutlich in den Bilanzen nieder. Im Basel I Abkommen gelten diese Bestände als »Tier 2 Capital«, die für die Erfüllung der Risiko-korrigierten Eigenkapitalquoten relevant sind, und eine Wertreduzierung trägt somit in beiden Ländern zur Kreditklemme bei.

Abschließend werden Substitutionseffekte im Fremdfinanzierungsmix der Firmen und direkte Unternehmensbefragungen untersucht, bei denen Hinweise auf eine Kreditklemme in Deutschland seit dem ersten Quartal 2001 und in Japan ab dem vierten Quartal 1991 klar zu erkennen sind.

Die üblichen Verdächtigen

Kreditvolumen

Wie Abbildung 1a zeigt, stagniert das aggregierte Kreditvolumen in Deutschland seit dem ersten Quartal 2001. Als Hinweis auf eine Kreditklemme reicht dies aber nicht aus, da man Angebot und Nachfrage von Krediten nicht unterscheiden kann.³

Dennoch gibt es schon in diesem ersten Indikator eine große Ähnlichkeit mit der Kreditentwicklung in Japan zu Beginn der Bankenkrise: Im ersten Quartal 2001 in Deutschland und im vierten Quartal 1991 in Japan gab es einen deutlichen Strukturbruch im Kreditvolumen (vgl. Abb. 1b).

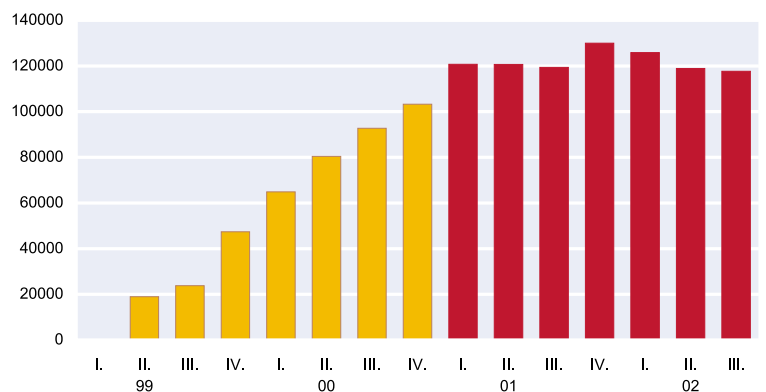
Da im Fall Japans weitgehend Übereinstimmung darin besteht, dass eine Kreditklemme vorliegt, ist es zumindest unwahrscheinlich, dass eine im Aggregat so ähnliche Entwicklung in Deutschland eine genau gegenteilige (ausschließlich nachfragebedingte) Ursache hat.

Zinsen

Häufig wird das Zinsniveau als Indikator für eine schwierige Kreditlage herangezogen. Höhere Zinsen, so das Argument, erschweren den Zugang zu Krediten und zwingen kleinere Unternehmen zur Aufgabe. Mit dem Hinweis auf das derzeit niedrige Zinsniveau wird mit diesem Argument die Hypothese der Kreditklemme abgelehnt.

³ Dies ist auch dann der Fall, wenn die Entwicklung relativ zum Bruttoinlandsprodukt betrachtet wird, wie in Abb. 4.1. der Gemeinschaftsdiagnose.

Abb. 1a
Bankkredit in Deutschland



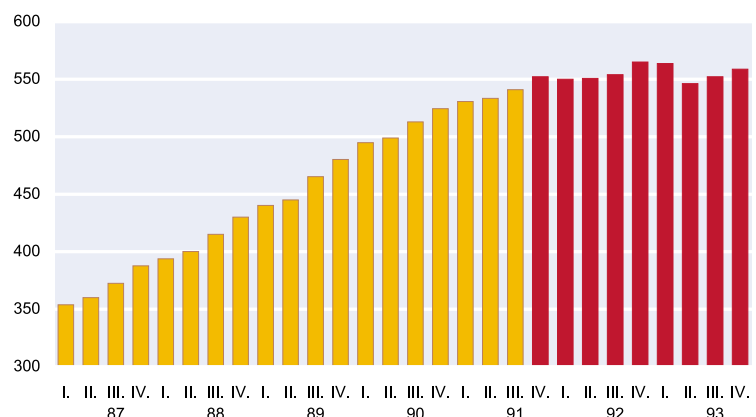
Die Graphik zeigt die akkumulierten Veränderungen des Bankkredits an inländische Unternehmen und wirtschaftlich selbstständige Privatpersonen.

Quelle: Statistische Beihefte zum Monatsbericht (2002), Bankenstatistik, I., 7., Reihe 7 + 11, S.34.

Dieser Indikator ist aber nicht aussagekräftig, da ein Rückgang des Kreditvolumens aufgrund höherer Zinsen nicht ineffizient sein muss. Nicht jedes Projekt rentiert sich, insbesondere bei Risiko. Solange nur solche Projekte finanziert werden, bei denen das erwartete Grenzprodukt des Kapitals größer ist als der Zins, liegt keine Verzerrung vor, und die Kapitalmärkte funktionieren einwandfrei. Ein »Credit Crunch« besteht nur dann, wenn rentable Projekte trotz niedriger Zinsen (niedriger als das Grenzprodukt) nicht finanziert werden, weil die Banken die Kredite rationieren.⁴ In Japan besteht beispielsweise eine Kreditklemme trotz Zinsen nahe bei null.

⁴ Der Anstieg der Zinsen relativ zu den Staatsanleihen ist in der Abb. 4.2 der Gemeinschaftsdiagnose veranschaulicht.

Abb. 1b
Bankkredit in Japan



Quelle: International Financial Statistics, IMF.

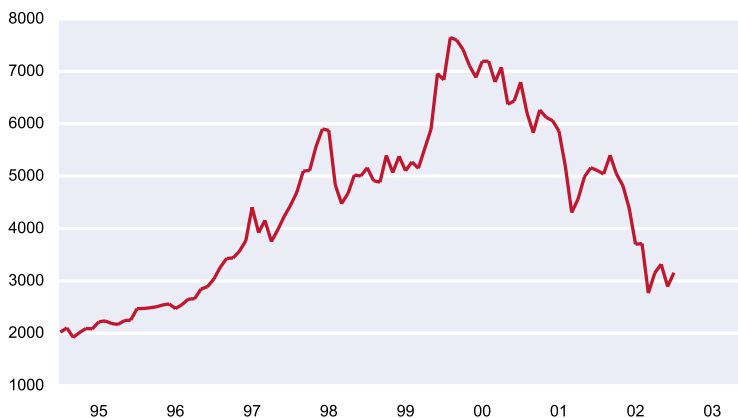
Aktienpreise und neue Aktienemissionen

Die zweite Analogie zu Japan bezieht sich auf die Entwicklung der Aktienpreise und der Aktienemissionen. Diese Indikatoren sind aus zwei Gründen interessant. Sowohl in Japan als auch in Deutschland halten Banken erhebliche Bestände an Aktien. Im Basel I Abkommen gelten diese Bestände als »Tier 2 Capital« und sind somit für die Erfüllung der Risiko-korregierten Eigenkapitalquoten relevant. Dies ist in anderen OECD-Ländern nicht üblich und führt dazu, dass sich Änderungen der Aktienpreisen in den Bankbilanzen niederschlagen.⁵ Ito (1996) zur Folge liegt hierin der wesentliche Grund für die Bankenkrise in Japan und der wesentliche Unterschied zu anderen Ländern, wie den USA, Frankreich oder Italien, in denen sich Aktienpreisänderungen weniger auf das Bankensystem auswirken.

In beiden Ländern geht dem Strukturbruch im Kreditvolumen ein Zusammenbruch der Aktienpreise mit einem Zeitlag von etwa ein bis zwei Jahren voraus, in Deutschland im Januar 2000 – ein Jahr vor dem Strukturbruch, in Japan im September 1989 – zwei Jahre vor dem Strukturbruch (vgl. Abb. 2a und 2b).

Die gesunkenen Aktienpreise betreffen die Banken nicht nur direkt über die Bilanzen, sondern erschweren auch indirekt die Einhaltung der Basel I und II Abkommen. Es gibt grundsätzlich zwei Möglichkeiten, die Eigenkapitalquoten zu erhöhen: das Eigenkapital zu erhöhen oder die Bilanzsumme zu verkleinern. Beides erhöht die Quote. Als indirekter Effekt der Aktienpreise wird die erste Möglichkeit erschwert. Die Abbildungen 3a und 3b zeigen die Entwicklung der neuen Aktienemissionen, die mit der der Aktienpreise stark korreliert ist. Die Schwierigkeit Eigenkapital über Aktienemissionen zu gewinnen, macht die Rückführung der Kredite zu einer Alternative, über die eine bessere Quote erreicht werden kann.

Abb. 2a
DAX Index



Quelle: Reuters Inc.

Abb. 2b
NIKKEI 225 Index



Quelle: Bank of Japan.

Alternative Indikatoren

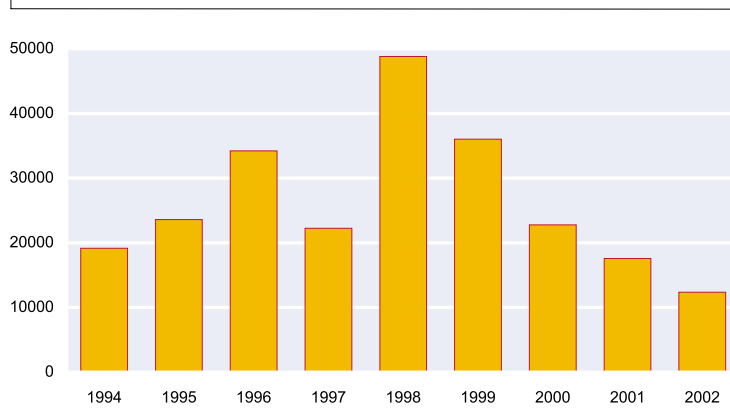
Finanzierungsmix im Fremdkapital

Aufschlussreicher als das Volumen der Bankkredite ist die Entwicklung eines wichtigen Substituts für Bankkredite: der kurzfristigen Industrieobligationen. Dieser Indikator wird von Kashyap, Stein und Wilcox (1993) für die USA untersucht, mit dem Ergebnis, dass es nach kontraktionärer Geldpolitik der Federal Reserve Bank zu einer Verlagerung von Bankkrediten zu Industrieobligationen kommt. Dies wird als Evidenz für die Existenz des Kreditkanals der Geldpolitik gewertet.

Unter der Annahme, dass die Änderung des Kreditvolumens auf eine Nachfrageänderung zurückzuführen ist, müssten alternative Substitute für Bankkredite einen ähnlichen Verlauf aufweisen, also auch zu einem Rückgang der kurzfristigen Industrieobligationen führen. Wie Abbildung 4a zeigt, war dies in Deutschland nach Beginn der Stagnation des Kreditvolumens aber nicht der Fall. Im Gegenteil hat es

⁵ In Deutschland war dies aufgrund des Niederstwertprinzips nicht der Fall. Dennoch sind die impliziten Wertzuwächse von den Rating-Agenturen als Reserven mitberücksichtigt worden, auch wenn sie nicht in der Bilanz stehen. Seit 2001 werden auch in Deutschland nach dem amerikanischen Bilanzierungssystem die Aktienbestände, die nicht unmittelbar zum Verkauf vorgesehen sind, wertberichtigt.

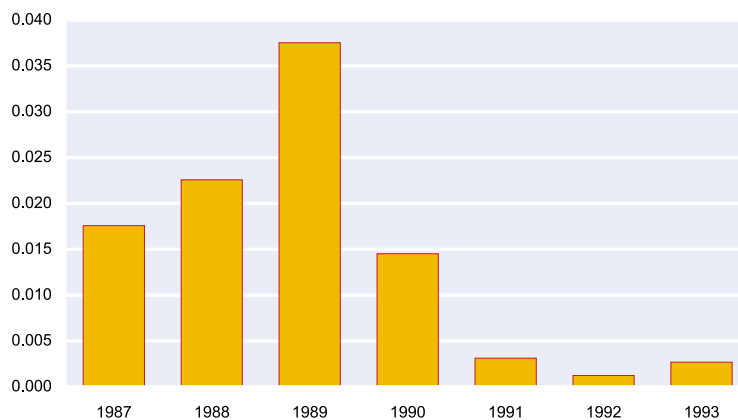
Abb. 3a
Aktienemissionen in Deutschland



Die Graphik zeigt die Erlöse aus Aktienemissionen seit Anfang 1985. Die Aktienemissionen beinhalten die Emissionen aller Unternehmen, einschließlich Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen.

Quelle: Statistische Beihefte zum Monatsbericht (2002), Kapitalmarktstatistik, II., 2., S. 23 u. IV., 1.

Abb. 3b
Aktienemissionen/ GDP in Japan



Quelle: The World Bank Data Base on Financial Structure.

sogar seit Beginn der Kreditklemme einen deutlichen Anstieg alternativer Finanzierungsquellen gegeben, der zeitlich genau mit dem Strukturbruch im Kreditvolumen zusammenfällt. Dies deutet darauf hin, dass es zumindest auch eine angebotsseitige Änderung gegeben haben muss und sich somit ein Teil der Firmen in der Kreditklemme befindet.

Besonders deutlich wird die Verlagerung von Bankkrediten zu anderen Formen des Fremdkapitals, wenn man sich den Anteil des Nettoabsatzes der kurzfristigen Industrieobligationen an der gesamten externen Finanzierung ansieht (Bankkredit + Industrieobligationen). Der Anteil der Industrieobligationen an dem seit Anfang 1999 kumulativ erworbenen Fremdkapital lag bis Mitte 2000 nahe bei 0%, steigt dann aber auf über 5% an.⁶

Alternativ könnte der Anstieg der Industrieobligationen auch durch den zuvor erwähnten Rückgang der Aktienemissionen erklärt werden. Dieser erschwert den Zuwachs von Ei-

genkapital für Firmen und Banken gleichermaßen.⁷ Einige Gründe sprechen aber dagegen, das Eigenkapital mit einzubeziehen: Wenn die Aktienemissionen die Ursache sind, müsste man ohne Kreditklemme erwarten, dass die Substitute für Eigenkapital (Kreditobligationen und Bankkredit) gleichmäßig steigen. Weiterhin existiert die Abnahme der Erlöse aus Aktienemissionen schon seit 1998, also fast drei Jahre vor dem Credit Crunch. Die Substitutionsbewegung zu den Kreditobligationen fällt aber genau mit dem Strukturbruch im Kreditvolumen zusammen.⁸ Im langfristigen Vergleich sind die Aktienemissionen nicht niedrig.

Weniger deutlich sieht man die Substitutionsbewegungen am Beispiel Japans. Zwar liegen die Nettoemissionen von Kreditobligationen im Jahr 1991 deutlich höher als in 1988 und 1989, dem Jahr des Aktiencrashes, doch fällt diese Reihe längerfristig im Trendverlauf seit 1990 (vgl. Abb. 4b).

Direkte Befragungen

Die direkteste Möglichkeit Angebots- und Nachfrageeffekte voneinander zu trennen, ist es, Firmen zu befragen. Abbildung 5 zeigt das Ergebnis des TANKAN-Surveys in Japan, bei dem Firmen nach der Finanzierungsbereitschaft der Banken befragt werden. Diese Frage kann auf einer Skala von 100 (entgegenkommend) bis – 100 (streng) bewertet werden. Cargill, Hutchison und Ito (2000) sowie Hutchison (2000) weisen anhand dieses Indikators darauf hin, dass Firmen in Japan auch heute noch von der Kreditklemme betroffen sind. Im dritten Quartal 2002 lag der Index noch bei – 2,3. Ein nachfrageseitiger Rückgang des Kreditvolumens kann also keine vollständige Erklärung sein.

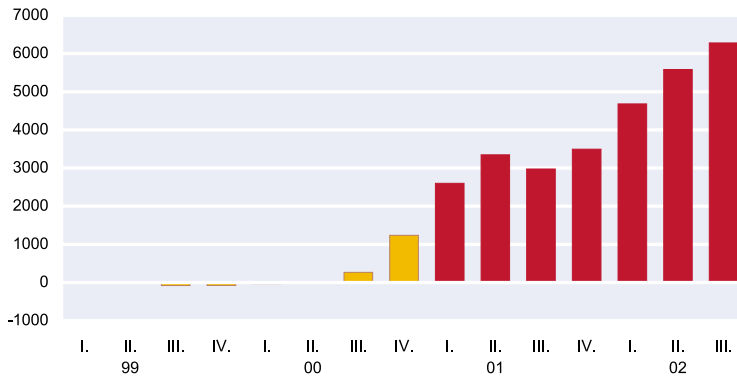
Einen vergleichbaren Indikator zur Finanzierungsbereitschaft der Banken gibt es in Deutschland nicht. Eine Telefonbefra-

⁶ Die Bundesbank und die Gemeinschaftsdiagnose weisen zwar auf diese Entwicklung hin, argumentieren aber, dass die Industrieobligationen nur einen vernachlässigbar kleinen Teil der Gesamtfinanzierung ausmachen. Das ist zwar im Vergleich der Bestände richtig, ausschlaggebend sind aber nur die Veränderungen oder neu erworbene Fremdfinanzierung der Unternehmen. Hier liegt der Anteil, wie oben gezeigt, erheblich höher.

⁷ Ein weiterer Grund ist die gestiegene Effizienz der Bond-Märkte nach Einführung des Euros. Auch wenn dies der Hauptgrund ist, bleibt es ein Indikator für eine weiterhin bestehende Nachfrage nach externer Finanzierung.

⁸ Weiterhin gibt es eine grundsätzlich separate Entscheidung der Unternehmen über Eigen- und Fremdkapital. Daher sind Bankkredit und Industrieobligationen engere Substitute als Aktienemissionen.

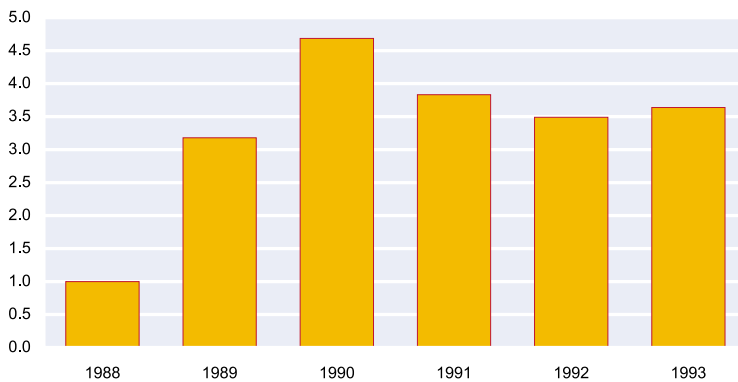
Abb. 4a
Kurzfristige Industrieobligationen, bis zu 4 Jahren



Die Graphik zeigt die akkumulierten Veränderungen des Nettoabsatzes von kurzfristigen Industrieobligationen.

Quelle: Statistische Beihefte zum Monatsbericht (2002), Kapitalmarktstatistik, II., 2., S. 23.

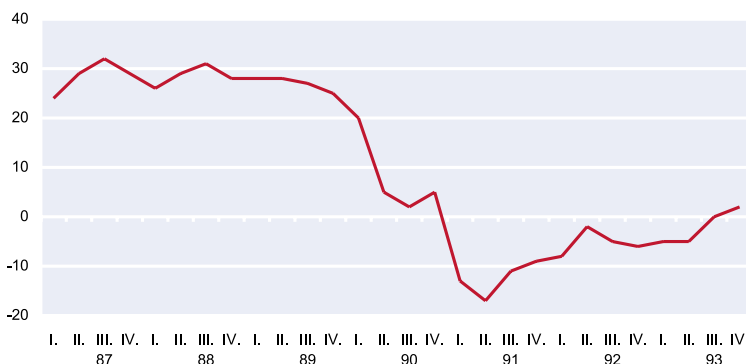
Abb. 4b
Industrieobligationen in Japan



Nettoausgabe von Industrieobligationen (berechnet aus Wachstumsraten; 1988 ist auf 1 normalisiert).

Quelle: TANKAN, Short-term Economic Survey of All Enterprises in Japan.

Abb. 5
"Lending Attitude of Banks" in Japan



Die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben, wird im TANKAN-Survey auf einer Skala von "Accommodating" (entgegenkommend) bis "Severe" (streng) bewertet.

Quelle: TANKAN, Short-term Economic Survey of All Enterprises in Japan.

gung des ifo Instituts (vgl. Russ 2002) bei 1100 repräsentativen Unternehmen hat aber ergeben, dass 38% der Firmen, die einen neuen Kredit aufnehmen wollten, einen höheren Aufwand betreiben mussten, um den Kredit zu erhalten. 27% gaben an, dass sie keinen Kredit bekommen haben, 11% mussten im Vergleich höhere Zinsen zahlen, und nur 22% der Firmen, die einen Kredit beantragt hatten, erhielten ihn auch ohne Probleme. Weiterhin wurden bei 14% der Firmen der Kredit seitens der Banken gekündigt, und weitere 10% der Firmen konnten eine Kündigung des Kredits noch verhindern.

Schlussbemerkung

Die Kreditklemme in Deutschland und die Bankkrise in Japan sind vom Ausmaß nicht vergleichbar. Die Gefahr einer Krise in dieser Dimension gibt es derzeit nicht. Dennoch ist die Entwicklung einiger Variablen sehr ähnlich und muss ernst genommen werden, da auch nur ein Bruchteil der Probleme, die in Japan aufgetreten sind, eine erhebliche Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Entwicklung bedeuten kann.

In Japan wurden die Probleme im Banksystem viel zu spät erkannt und ernst genommen. Eine weitere Beobachtung und Analyse der Entwicklung des Kreditmarkts in Deutschland ist daher dringend notwendig.

Literatur

Cargill, Th., M. Hutchison und T. Ito (2000), *Financial Policy and Central Banking in Japan*. MIT Press.
 Deutsche Bundesbank (2002), »Zur Entwicklung der Bankkredite an den Privaten Sektor«, *Monatsbericht*, Oktober.
 Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsinstitute (2002), »Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2002«, *ifo Schnelldienst* 55 (20), 3–50.
 Hutchison, M. (2000), »Japan's Recession: Is the Liquidity Trap Back?«, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* (Pacific Basin Notes) 2000-19; *June 16*.
 Ito, T. (1996), »Impacts of the Basle Capital Standard on Japanese Banks' Behavior«, *NBER Working Paper* No. 6730.
 Kashyap, A., J. Stein und D.W. Wilcox (1993), »Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence From the Composition of External Finance«, *American Economic Review* 83 (June), 78–98.
 Russ, H.G. (2002), »Kreditnachfrage schwach, aber auch Kreditvergabe restriktiver, Ergebnisse einer aktuellen Telefonumfrage«, *ifo Schnelldienst* 55 (21), 28–29.
 Sinn, H.-W. und M. Reutter (2000), »The Minimum Inflation Rate for Euroland«, *NBER Working Paper* No. 8085, 2001, *CESifo Working Paper* No. 377.