
DOES MONEY MATTER
AFTER ALL?

Rezension von: Doris Neuberger,
Kreditvergabe durch Banken.
Mikroökonomische Theorie und
gesamtwirtschaftliche Implikationen,
J. C. B. Mohr (Paul Siebeck),
Tübingen 1994, 230 Seiten, öS 765,-.

In der Einleitung zum Tagungsband „Channels of Monetary Policy“ der Federal Reserve Bank of St. Louis Review schreiben Thornton und Wheelock: „The conventional wisdom once held that *money doesn't matter*.“, wobei sich ja besagte Reserve Bank nicht den Vorwurf gefallen lassen muß, Gralshüterin keynesianischen Gedankengutes zu sein. Gleichzeitig kommt das Standardwerk monetaristischer Geldtheorie- und -politik, Friedmans und Schwartz' „A Monetary History of the United States“ nicht nur in die Jahre, sondern wird vor allem auch auf methodischer Ebene immer stärker kritisiert. So ist etwa die verwendete Definition der Geldmengenaggregate so breit, daß sie eher den Umfang des Finanzsektors als die Verfügbarkeit von liquidem Geld umfaßt (1). Ihr Beitrag hätte also die Aufmerksamkeit stärker auf den Finanzsektor und die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik lenken sollen als auf das Geldangebot.

Der Finanzsektor wurde aber in den neoklassischen Modellen mechanistisch und friktionsfrei (als Modellfall des perfekten Marktes) gesehen – etwa in einer Modigliani-Miller-Welt –, und nur unter dieser Bedingung kann Geld ein Schleier sein. Die keynesianische Theorie lenkte ihre Aufmerksamkeit hingegen auf die Geldnachfrage (Liquiditätspräferenz) und nahm den Finanzsektor ebenso als gegeben hin.

Erst die theoretischen Arbeiten von Stiglitz und Weiss, Diamond, Mayer und Hellwig (alle etwa um den Beginn der achtziger Jahre) brachten erste Erklärungsansätze, wie der Finanzsektor zur Verstärkung bzw. sogar zur Entstehung von Zyklen beitragen kann und wie sich diese Merkmale auf die Wirksamkeit der Geldpolitik auswirken. Ansätze lieferten hier Rationierungsgleichgewichte, bei denen der Preis (Zins) nicht für die Markträumung sorgen kann, Informationsprobleme und kontrakttheoretische Überlegungen (*principal-agent-Probleme*). Dabei ist festzuhalten, daß alle besagten Ansätze Teilbereiche des Problems erklären, also nicht unbedingt konkurrierende Ansätze darstellen. Gleichzeitig konnte auch empirisch gezeigt werden, daß die Beziehung zwischen Kreditmenge und Output wesentlich stabiler ist als jene zwischen Geldmenge und Output.

Neuberger, die zunächst die einzelnen Modelle diskutiert, erweitert, vertieft und kombiniert die einzelnen Ansätze zu einem – wenn auch nicht widerspruchsfreien – Modell (oder zu ergänzenden Teilmodellen), bei denen das Informationsproblem und das Portfoliomodell im Mittelpunkt stehen. Der Vorteil letzteren Modells besteht darin, daß er auch in die Bilanzstruktur von Kreditinstituten geht. Baut aber der „herkömmliche“ Portfolioansatz auf dem amerikanisch geprägten Trennbankensystem auf und bezieht daher nur die Alternativen Kreditvergabe und Anleiherwerb ein, zeigt Neuberger die Zusammenhänge für eine Universalbank, die in ihrem Portfolio auch Beteiligungen halten kann.

Da die Kreditrationierung ein zentrales Thema des Buches darstellt, soll sie hier kurz gestreift werden. Rationierung liegt dann vor, wenn „... im Gleichgewicht des Kreditmarktes nur einige Kreditnehmer befriedigt werden, die sich von den nicht ausgeschlossenen nach außen nicht unter-

scheiden.“ (S. 8). Es gibt demnach für die Bank einen optimalen Zinssatz, der nicht markträumend ist, oder anders ausgedrückt: die Ertragserswartungskurve hat durch das mit steigendem Zinssatz steigende Ausfallrisiko nicht einen monotonen, sondern einen strikt konkaven Verlauf. Damit ergibt sich auch ein Knick in der Angebotskurve. Die Ursache für diese Rationierung sind adverse Selektion und adverse Anreize (*moral hazard*). Die adverse Selektion führt dazu, daß mit steigendem Kreditzinssatz vermehrt Kreditbewerber mit geringem Risiko ausscheiden, weil bei steigendem Zins jene Investition mehr lohnt, die bei gleichem Erwartungswert die höhere Streuung aufweist (der höhere Zins belastet die Investition); damit scheiden aber Projekte mit geringerem Risiko aus. Die adverse Selektion führt hingegen dazu, daß mit steigendem Kreditzinssatz Anreize zur Durchführung riskanterer Projekte bestehen. Das Problem der Bank liegt nun darin, daß für die Banken asymmetrische Information vorliegt, sie also nur das durchschnittliche, nicht aber das tatsächliche Risiko von Projekten/Unternehmen beurteilen kann.

Damit wird aber der Kreditapparat mit seiner Bereitschaft zur Kreditvergabe zum Schlüssel der Geldpolitik. In Portfolioansätzen (im Basismodell mit risikolosen Anleihen und risikobehafteten Krediten) läßt sich dann die Wirkung von Rezessionen und geldpolitischer Instrumente zeigen. In einem Rationierungsgleichgewicht sind die Schlüsselgrößen jedenfalls die Kreditvergabebereitschaft der Banken (Liquiditätskanal) und damit über die Opportunitätskosten der von der Zentralbank beeinflussbare Zins. Für die Geldmenge bestehen jedenfalls nur sehr indirekte und instabile Beziehungen.

Die Entstehung der Intermediation, die Stiglitz und Weiss annehmen, versucht Neuberger – ausgehend von Diamond, der die Banken als Informa-

tionsproduzenten sieht, der gegenüber dem Kapitalmarkt vor allem bei besonders informationsintensiven Unternehmen (kleine, junge Unternehmen) überlegen ist – über Gruppen von Investoren mit unterschiedlichen Risikopräferenzen (Einleger mit hoher, Unternehmer mit mittlerer und Banken mit niedriger Risikoaversion) und über die Information als Produktionsfaktor (Neuberger erweitert damit den Ansatz von Diamond). Mehr Informationssuche kann nämlich nicht nur die Risikokosten an sich senken, sondern auch die Probleme der adversen Anreiz- und Selektionseffekte. Damit verknüpft sie den Portfoliansatz mit dem Informationsproblem. Die Bank entscheidet nun nicht mehr lediglich über die optimale Informationssuche, sondern auch über Größe und Struktur der Bankbilanz. Daraus sind folgende Konsequenzen ableitbar (vgl. S.78):

Erstens werden jene Firmen und Branchen, bei denen Informationen schnell veralten – also schnell wachsende Firmen oder Branchen, die wenig stabil sind, und die eher intangible Investitionen tätigen, weniger Kredite erhalten, obwohl Banken bei ihnen mehr Informationssuche betreiben.

Zweitens fördern Banken den Strukturwandel, indem sie ihre Informationssuche auf expandierende Branchen mit überdurchschnittlich hohen Gewinnen konzentrieren. Bestehen am Kreditmarkt jedoch Eintrittsbarrieren (etwa versunkene Kosten bei der Informationssuche), besteht durch Konzentration auf diese Branchen die Gefahr, daß die etablierten Banken sich dem Risiko dieser Branchen aussetzen.

Drittens verringert die Ungewißheit über den zukünftigen Zinssatz und/oder die zukünftige Kreditnachfrage die optimale Informationssuche und führt zu den bekannten Problemen der Kreditrationierung. Diese Reaktion wird also um so geringer ausfallen, je stärker Banken ihr Portfolio

diversifizieren können und je stärker Kredit- und Depositenzinssatz sich miteinander bewegen – also Banken ihre Marge erhalten können; anders ausgedrückt: je mehr auf Kredit- und Depositenmarkt Zinsänderungen weitergewälzt werden.

Welche vorläufigen Konsequenzen ließen sich daraus ziehen? Diversifikationsmöglichkeit und Eigenkapitalhinterlegung dienen zur Sicherung der Solvenz und der Stabilität der Finanz- und Kreditmärkte. Die Kapitaladäquanzrichtlinie und die „Post-BCCI“-Richtlinie scheinen demnach durchaus in die richtige Richtung zu gehen – die Wirkung der in Umsetzung befindlichen Richtlinie bleibt aber abzuwarten.

Zu den wettbewerbsspolitischen Implikationen: Sowohl in der Frage der Informationsproduktion als auch im Modell der Banken als Versicherer scheint es einen *trade-off* zwischen Effizienz und Wettbewerb zu geben, da sich sowohl für die Informationsproduktion als für die Versicherung durch Banken lassen sich Skalenerträge zeigen und damit einhergehend: höhere Effizienz bei geringerem Wettbewerb am Kreditmarkt. Andererseits ist von Banken dann weniger prozyklisches Verhalten zu erwarten, wenn sowohl auf dem Kredit- als auch auf dem Depositenmarkt (perfekter) Wettbewerb herrscht, und somit Änderungen im Zinssatz auf beiden Seiten überwälzt werden. Zur Lösung dieses Widerspruchs bietet Neuberger zwar einige Ansätze, doch sind diese ebenso wie die vorgestellten Ansätze zum Teil konkurrierend, zum Teil ergänzend. Der Anspruch einer allgemeinen Theorie für die behandelten Phänomene ist wahrscheinlich doch etwas überzogen.

Die diskutierten Modelle lassen einen konsistenten Vergleich der unterschiedlichen Regulierungsmodelle Japans, USA und Deutschlands zu, wobei die konkreten Ausprägungen und ihre Auswirkungen tatsächlich mit den erwarteten Ergebnisse überein-

stimmen. So ist etwa das amerikanische System für Rationierung anfälliger als das deutsche und das japanische Finanzsystem. Für Amerika ist vor allem die geringe Diversifikationsmöglichkeit – regional und nach Finanzierungsformen – ausschlaggebend.

Japan hingegen hat einen tiefgreifenden strukturellen Wandel durchgemacht, in dem Wettbewerbsbeschränkungen auf Kreditmärkten zurückgenommen wurden. Dies bedeutet aber für die Banken eine abnehmende Bindungsmöglichkeit der Unternehmen (diese Probleme werden ebenfalls im theoretischen Teil behandelt). Damit verlieren sie aber Anreize zur Informationssuche bei kleinen, jungen Unternehmen, weil sie nicht mehr sicher sein können, in der Reifephase von der guten Ertragslage zu profitieren. Die Bankenkrise Japans ist ein trauriger Beweis dafür.

Die im Vergleich zu amerikanischen Banken weitaus größere Diversifikationsmöglichkeit deutscher Banken verleiht dem deutschen Kreditmarkt eine höhere Stabilität. Durch die Möglichkeit des Haltens von Beteiligungen kann die mangelnde Bindungskraft durch den größeren Wettbewerb im Vergleich zu Japan wettgemacht werden, da die Banken vom gewachsenen Unternehmen eben über die Beteiligung profitieren. Bezüglich der Kreditvergabe für kleine, junge Unternehmen ist die Evidenz nicht eindeutig (was ein Indikator für die Informationsproduktion wäre), was aber auch mit der mangelnden Datenlage zu tun hat. Überhaupt ist zu sagen, daß ein gewisses Ungleichgewicht zwischen dem äußerst anspruchsvollen theoretischen Teil und dem empirischen Teil besteht. Dies ist aber nicht Neuberger anzulasten, sondern eben dem mangelnden Zugang zu brauchbaren Daten.

Abschließend ist festzuhalten, daß das Buch wahrscheinlich eher weniger als Einstiegslektüre zu empfehlen ist,

obwohl es einen guten Überblick über den Stand der Theorie imperfekter Finanzmärkte gibt. Für nicht in die Geheimnisse dynamischer Optimierung eingeweihte Ökonomen und dennoch Interessierte empfiehlt es sich, über Seiten an Gleichungssystemen und Passagen wie „Das Problem läßt sich mit der stochastischen dynamischen Programmierung ... oder dem stochastischen Maximumprinzip lösen. Hier wird das transparentere Maximumprinzip gewählt. Mit Hilfe des verallgemeinerten Itô-Kalküls für gemischte Wiener-Poisson-Prozesse läßt sich die stochastische Hamilton-Jacobi-Bellmann-Gleichung aufstellen ...“ (S. 108) hinwegzulesen. Die wesentlichen Argumente leuchten auch ohne die formale Fundierung ein und Neuberger stößt hier in ein (wenn auch nicht widerspruchsfreies) Theorievakuum, ohne dem die Wirkungsweisen der Geldpolitik nicht befriedigend erklärt werden können und ohne dem eine moderne Regulierung der Finanzmärkte nicht gelingen kann. Angesichts der Tatsache, daß heute die Wirtschaftspolitik eine von Finanz- und Devisenmärkten getriebene ist und daß die Fi-

nanzmärkte heute eine wesentliche Quelle der Instabilität sind, lohnt die Lektüre. Schließlich ist zu bestätigen, was Thornton und Wheelock schreiben (siehe oben). Dies bedeutet aber auch, daß der Liquiditätskanal der Geldpolitik noch ein breites Forschungsfeld bietet und die Geldmengenzpolitik somit zumindest zu hinterfragen ist.

Thomas Zotter

Anmerkung

(1) Vgl. Krugman (1994) 38.

Literatur

- Thornton, Daniel L.; Wheelock, David C., Editor's Introduction, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review 77/3 (1995) (= Proceedings of the Nineteenth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis: "Channels of Monetary Policy").
- Krugman, Paul, *Peddling Prosperity. Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations* (New York/London 1994).