

## Ein Kreditexzess verschärft die Rezession

Großzügige Kreditvergaben begünstigen Finanzkrisen, die zu schweren Rezessionen führen. Der Schuldenabbau dürfte für lange Zeit hohe Inflationsraten verhindern. Neue Lektionen aus 140 Jahren Finanzgeschichte.

gb. FRANKFURT, 4. Januar. Die Rolle des Kredits für einen Aufschwung der Wirtschaft bestimmt die Wahrscheinlichkeit des Eintretens einer Finanzkrise und wirkt sich auf die anschließende Rezession aus. Je größer die Kreditintensität, gemessen als Quotient aus dem Kreditvolumen und dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), umso wahrscheinlicher treten eine Finanzkrise und eine schwere Rezession ein. Je tiefer die Rezession und je größer die Notwendigkeit einer Entschuldung in Staat oder Wirtschaft ausfallen, umso geringer wird für lange Zeit die Gefahr einer hohen Inflationsrate. Damit bestätigt sich die Einschätzung des Nobelpreisträgers James Tobin (1918 bis 2002), der eine hohe Verschuldung als „Achillesferse des Kapitalismus“ bezeichnet hatte. Zu diesen Schlussfolgerungen gelangen die Ökonomen Oscar Jordà, Moritz Schularick und Alan Taylor in einer Untersuchung von nahezu 200 Rezessionen in den vergangenen 140 Jahren.

Eine steigende Kreditintensität mache eine Wirtschaft anfälliger für Schocks und Vertrauensverlust, konstatieren die Autoren. Je mehr Schulden ausstünden, umso mehr könne ein sinkendes Preisniveau eine gefährliche Schuldendeflation erzeugen. Die Gefahren nähmen zu, wenn der Aufbau einer hohen Verschuldung zum Ausbruch einer Finanzkrise führe.

„Ein wesentliches Ergebnis unserer Studie besteht darin zu zeigen, dass aus Finanzkrisen entstehende Rezessionen dazu tendieren, Hand in Hand mit einer starken Verlangsamung des Kreditwachstums und der Investitionen zu gehen. Diese Verlangsamung wird umso wichtiger, je größer die Verschuldung im vorangegangenen Aufschwung war“, schreiben die Autoren. Die Rezession wird somit wesentlich durch den Rückgang der Investitionen verstärkt, weil Kreditgeber und Kreditnehmer nicht mehr zusammenfinden. Ob dies eher an einem unzureichen-

den Kreditangebot („Kreditklemme“) der Banken liegt oder an einer unzureichenden Kreditnachfrage durch die Unternehmen, die trotz niedriger Zinsen keine annehmbare Rendite ihrer Investitionsprojekte erwarten, lässt sich aber aus den Daten nicht einwandfrei bestimmen.

Es sei möglich, „dass nach einer Finanzkrise Banken die Kreditvergabe beschneiden und auch solchen Unternehmen keine Kredite geben, die vielversprechende Investitionsprojekte besitzen“, heißt es. Andererseits sei aber auch eine schwache Nachfrage nach Krediten denkbar: „Nach einer Krise versuchen Unternehmen und Privatpersonen ihre Verschuldung zu verringern, so dass Konsumausgaben und Investitionen durch Reparieren eigener Bilanzen beschränkt werden und nicht durch eine Verfügbarkeit von Kredit.“ Für diese Interpretationen sprechen auch die in Rezessionen nach Finanzkrisen üblicherweise sehr niedrigen kurzfristigen Zinsen. Denn wäre die Kreditnachfrage stark, aber das Angebot begrenzt, müssten die Zinsen eigentlich steigen.

Eine der wenigen guten Nachrichten in einer solchen Krise besteht in der geringen Wahrscheinlichkeit einer Inflation als Folge der geringen Kreditnachfrage. „Unsere Resultate behandeln die Frage, ob die Politik riskiert, durch die niedrigen Zinsen Inflationsgefahren zu erzeugen. Im Rückblick auf die Konjunkturzyklen der vergangenen 140 Jahre zeigen wir, dass die Politik wenig Grund zur Sorge hat. Im Nachgang zu kreditinduzierten Aufschwüngen, die zu systemischen Finanzkrisen führen, ist der Abwärtsdruck auf die Inflation ausgeprägt und lang andauernd. Wenn sich die Politiker dieses typischen Späteeffekts platzender Kreditblasen bewusst sind, können sie unbesorgt ihre Politik festlegen, ohne sich über eine Phantominflation Gedanken machen zu müssen“, heißt es in der Studie. Trotz niedriger Zinsen bleibe in Rezessionen, die von Finanzkrisen begleitet würden, der Inflationsdruck auf viele Jahre gering. Dieses Resultat behalte auch Gültigkeit, wenn man die Weltwirtschaftskrise in der Untersuchung nicht berücksichtigt.

Eine normale Rezession ohne begleitende schwere Finanzkrise führte in der Vergangenheit über einen Zeitraum mehrerer Jahre zu einer durchschnittlichen Einbuße des BIP von rund 5 Prozent. Eine Rezession als Folge exzessiver Kreditvergabe, die von einer Finanzkrise begleitet wird, schlägt sich nach den Berech-

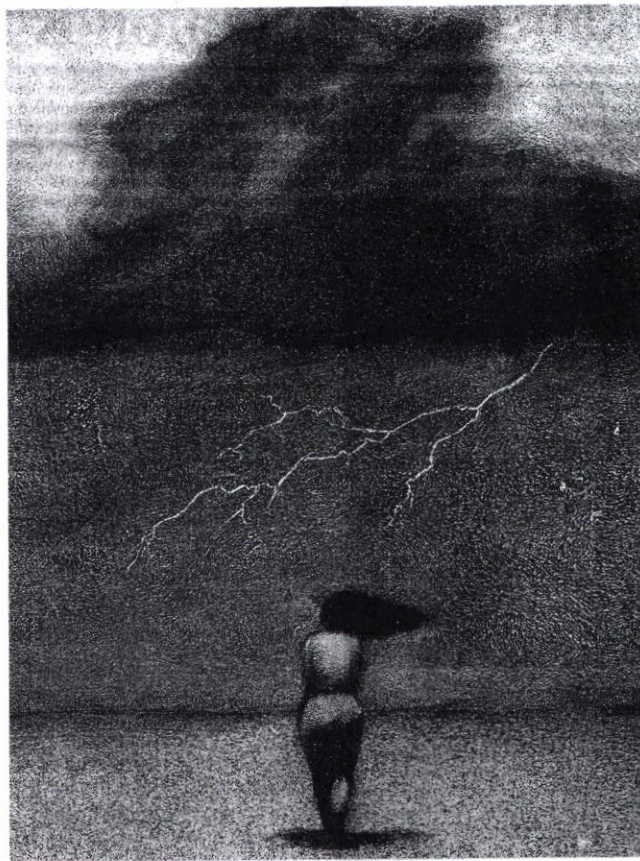


Foto Getty Images

nungen der Autoren in einer durchschnittlichen Einbuße des BIP von annähernd 10 Prozent nieder. Zu vergleichbaren Schätzungen sind auch andere Forscher gelangt, darunter Carmen Reinhart und Ken Rogoff in ihrem bekannten Buch „Dieses Mal ist alles anders“.

Wie andere Ökonomen zeigen sich die drei Autoren sehr kritisch gegenüber der Entwicklung ihres Fachs in den vergangenen Jahren: „Es war ein historisches Unglück, dass gerade, als der größte Kreditboom in der Geschichte die westliche

Volkswirtschaft ergriff, die Berücksichtigung finanzieller Faktoren für die reale Wirtschaft derart geschrumpft war, dass sie im gesamtwirtschaftlichen Denken keine Rolle mehr spielte.“ Stattdessen gelangten aktuelle Untersuchungen zu Erkenntnissen, die früheren Ökonomen wie Irving Fisher (1867 bis 1947) oder Hyman Minsky (1919 bis 1996) noch geläufig gewesen seien.

Oscar Jordà, Moritz Schularick, Alan M. Taylor: When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. Arbeitspapier 2011.