

Kreditvergabe des österreichischen Bankensystems an den Unternehmenssektor

2. Kreditbericht
der Oesterreichischen Nationalbank

JULI 2009

2. Kreditbericht der Oesterreichischen Nationalbank

Juli 2009

Unter Mitarbeit von:

Peter Mooslechner

Aurel Schubert

Michael Andreasch

Harald Badinger

Markus Hameter

Wolfgang Harrer

Clemens Jobst

Helene Schuberth

Günther Sedlacek

Michael Strommer

Gunther Swoboda

Walter Waschiczek

Alexander Wiedermann

Executive Summary

Das **Jahreswachstum des aushaftenden Kreditvolumens** der österreichischen Banken an die Unternehmen hat sich seit Jahresbeginn abgeschwächt. Während es bis Jahresende 2008 mit einer Jahreswachstumsrate von durchschnittlich 8% noch erstaunlich robust war, hat sich die Wachstumsrate sukzessive auf 5,5% (April 2009) reduziert. Seit Jänner ist das Kreditwachstum monatlich netto im Durchschnitt um 0,15% zurückgegangen. Eine Zusatzinformation liefert die seit Ende April 2009 von der OeNB erhobene **Neukreditstatistik**. Sie zeigt, dass auf Basis der Meldung von 106 Banken durchschnittlich im Monat seit Jänner 2009 etwa 7 Mrd EUR Kredite neu an den Unternehmenssektor vergeben wurden; Tilgungen und Zinskapitalisierung sind hier nicht berücksichtigt. Etwa 80% der an den Unternehmenssektor neu vergebenen Kredite wiesen eine Laufzeit von bis zu 6 Monaten auf.

Mit starker Reduktion im monatlichen Kreditwachstum waren die Verkehrswirtschaft und der Sektor Immobilien konfrontiert. Eine moderate Abschwächung verzeichneten die Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen sowie der Handel. In allen anderen Branchen stagnierte die Kreditvergabe oder sie wurde sogar ausgeweitet, wie in der Energiewirtschaft, im Bereich Information und Kommunikation oder bei den freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Leistungen.

Laut Zinssatzstatistik hat sich im Durchschnitt die **Zinsbelastung** der Unternehmen im Einklang mit den seit Oktober 2008 erfolgten Zinssenkungsschritten der EZB reduziert. Betrachtet man die Zinsentwicklung nach Zinsbindungsfristen, zeigt sich ein differenziertes Bild. Eine fast vollständige Weitergabe der Zinssenkungen ist nur bei den kurzfristigen Zinssätzen zu beobachten. Je länger die Fristigkeit, desto stärker sind die Zinssenkungen durch Margenanstiege kompensiert worden, wobei Margen als Aufschläge auf den 3-Monats EURIBOR gemessen werden. Bei neu aufgenommenen Krediten mit einer Zinsbindungsfrist mit über fünf Jahren wurden die Zinssenkungen zur Gänze durch steigende Margen kompensiert. Neben dem Umstand, dass sich die Banken selbst langfristig teuer refinanzieren müssen, mag hier auch ein stärkeres Bedachtnehmen auf die Bonität der Unternehmen von Seiten der Banken eine gewisse Rolle spielen.

Die vorliegenden bei Unternehmen durchgeführten Umfragen deuten darauf hin, dass sich für einen Teil der Unternehmen die **Kreditvergabekonditionen** auch in den letzten Monaten weiter verschlechtert haben. Dazu zählen die Kreditnebenkosten, die Sicherheiten- und Informationserfordernisse sowie die Zusatzvereinbarungen bei Kreditverträgen. Auch Beschränkungen der Kredithöhe bzw. der Kreditlinien wurden registriert.

Aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit kostengünstiger langfristiger Kreditfinanzierungsmittel sehen sich einige große Unternehmen mit der Situation konfrontiert, dass sie langfristige Projekte kurzfristig finanzieren müssten und aufgrund des damit verbundenen Risikos der Fristentransformation Investitionen erst gar nicht tätigen. Die in den letzten Monaten beobachtbare Belebung des **Unternehmensanleihenmarktes** hat hier für einige große Unternehmen eine spürbare Entlastung gebracht. Einige Unternehmen haben seit Jahresbeginn den nun wieder relativ kostengünstigen Rentenmarkt als Alternative zum längerfristigen Bankenkredit in Anspruch genommen. Die österreichischen Unternehmen emittierten brutto seit Jahresbeginn an die 8 Mrd EUR, der Großteil davon wurde seit April begeben. Die Beanspruchung des Rentenmarktes steht jedoch nur wenigen Unternehmen mit gutem Rating offen. Die Eigenmittelaufnahme über den Aktienmarkt ist de facto seit Mitte 2008 zum Erliegen gekommen und auch in den letzten Monaten waren keine nennenswerten Neuemissionen zu verzeichnen.

Der Umstand, dass laut Umfragen bei einem Teil der Unternehmen trotz rückläufiger Investitionen die **Nachfrage nach Krediten** noch immer steigt – zur Finanzierung von Lager und Betriebsmittel bei rückläufigem Cash Flow sowie zur Refinanzierung (Tilgung von abreifenden Anleihen und Krediten) –, deutet darauf hin, dass die Abschwächung in der Kreditvergabe nicht ausschließlich auf eine abnehmende Kreditnachfrage zurückzuführen ist, sondern möglicherweise auch Kreditangebotsbeschränkungen widerspiegeln, die aber durchaus mit Risikoüberlegungen im Zusammenhang mit der Bonität des Unternehmens sowie mit hohen Refinanzierungskosten der Banken im langfristigen Laufzeitensegment erklärt werden können.

Inhalt

I. Entwicklung der Kreditvergabe an die Unternehmen

- Aktuelle Kreditentwicklung
- Zinsentwicklung
- Kredite und Investitionen
- Substitution von Kapitalmarktfinanzierung
- Substitution von Krediten aus dem Ausland
- Bonität der Unternehmen

II. Ergebnisse von jüngsten Unternehmensbefragungen

- Befragung durch die Wirtschaftskammer Österreich
- Befragung durch das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung
- Befragung großer österreichischer Unternehmen durch die Oesterreichische Nationalbank

III. Spezialanalysen

- Entwicklung des Unternehmensanleihenmarktes
- Darstellung und Zielsetzung des österreichischen Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetzes
- Die Bedeutung der Kreditklemme in Finanzkrisen – Analyse historischer Erfahrungen

I. Entwicklung der Kreditvergabe an die Unternehmen

I. Entwicklung der Kreditvergabe an die Unternehmen

Überblick

Das Jahreswachstum des aushaftenden Kreditvolumens der österreichischen Banken an die Unternehmen hat sich seit Jahresbeginn abgeschwächt. Während es bis Jahresende 2008 mit einer Jahreswachstumsrate von durchschnittlich 8% noch erstaunlich robust war, hat sich die Wachstumsrate sukzessive auf 5,5% (April 2009) reduziert. Das monatliche Kreditwachstum war in den ersten fünf Monaten 2009 in Summe negativ war: Im Durchschnitt verzeichnete das Kreditwachstum einen monatlichen Rückgang um ca. 0,15%. Der weitaus überwiegende Teil der neu vergebenen Kredite betraf kurzfristige Ausleihungen mit Laufzeiten von bis zu sechs Monaten.

Die Entwicklung der Kreditvergabe im Monatsvergleich nach Branchen zeigt ein differenziertes Bild. Mit starker Reduktion im monatlichen Kreditwachstum waren die Verkehrswirtschaft und der Sektor Immobilien konfrontiert. Eine moderate Abschwächung verzeichneten die Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen sowie der Handel. In allen anderen Branchen stagnierte die Kreditvergabe oder sie wurde sogar ausgeweitet, wie in der Energiewirtschaft, im Bereich Information und Kommunikation oder bei den freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Leistungen.

Im Einklang mit den Zinssenkungsschritten der EZB seit Oktober 2008 waren auch die Kundenzinssätze im Durchschnitt rückläufig. Was das Ausmaß der Weitergabe der Zinssenkung der EZB betrifft, so zeigen sich erhebliche Unterschiede nach Zinsbindungsfristen der Kredite. Bei den neu vergebenen Krediten mit einer Zinsbindungsfrist von mehr als fünf Jahren ist der Rückgang des geldpolitischen Zinssatzes um 3,25 Prozentpunkte weitgehend durch den Anstieg der Margen kompensiert worden. Bei den Krediten mit einer Zinsbindungsfrist bis zu einem Jahr beobachten wir hingegen eine fast vollständige Weitergabe der Zinssenkung. Letzteres ist in gewissem Maße auch bei der Zinsentwicklung für bestehende kurzfristige Kredite beobachtbar. Jedoch sind bei den Krediten mit längerfristiger Zinsbindung die Margen gestiegen, nicht jedoch so stark wie bei den Neukrediten.

Daten über die Außenfinanzierung der Unternehmen (Kredite aus dem In- und Ausland, Anleihen, Aktien) liegen nur bis zum 1. Quartal 2009 vor. Sie hat sich im 1. Quartal stark reduziert. Wesentlich dazu beigetragen haben die stark rückläufige konzerninterne Finanzierung aus dem Ausland, der nicht voll funktionsfähige Kapitalmarkt und das nur moderate Kreditwachstum der inländischen Banken. Angesichts der in den letzten Monaten sich wieder etwas entspannenden Finanzierungsbedingungen am Rentenmarkt haben jedoch einige große österreichische Unternehmen diese Finanzierungsform als Alternative zum Bankkredit verstärkt genützt. Die österreichischen Unternehmen emittierten brutto seit Jahresbeginn an die 8 Mrd EUR (inklusive Emissionen von in- und ausländischen Finanzierungstöchtern) - der Großteil davon wurde seit April begeben. Die Beanspruchung des Rentenmarktes steht jedoch nur wenigen Unternehmen mit einem guten Rating offen. Die Eigenmittelaufnahme über den Aktienmarkt ist de facto seit Mitte 2008 zum Erliegen gekommen und auch in den letzten Monaten waren keine nennenswerten Neuemissionen zu verzeichnen.

I. Entwicklung der Kreditvergabe an die Unternehmen

Aktuelle Kreditentwicklung

Wachstumsraten: Die Jahresveränderungsrate der von inländischen Banken an die Unternehmen in Österreich vergebenen Kredite, die nach dem Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 auf hohem Niveau verharrte, hat sich seit Jahresbeginn 2009 kontinuierlich abgeschwächt und erreichte im Mai 2009 gemäß EZB-Monetärstatistik (MONSTAT) mit 5,5% (bereinigt um Reklassifikationen, Bewertungsänderungen und Wechselkurseffekte) den niedrigsten Wert seit mehr als zwei Jahren (im April 2007 betrug das Kreditwachstum 5,4%).¹ In den ersten fünf Monaten 2009 war die Netto-Kreditausweitung in Summe negativ, und die monatlichen Netto-Transaktionen lagen stets unter den Vergleichswerten der jeweiligen Vorjahresmonate.

Kredite der MFI an nicht-finanzielle Unternehmen

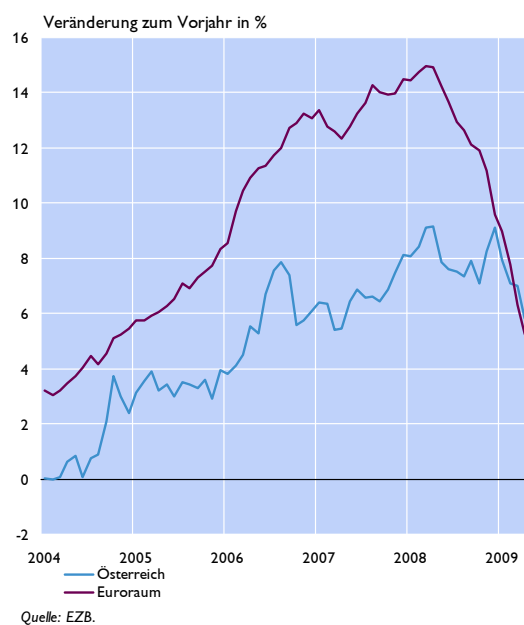
	Jahres-durchschnitte		2009				
	2007	2008	Jän.	Feb.	März	Apr.	Mai
Nettoveränderung (in Mrd EUR)	0,8	0,9	-0,8	0,0	1,0	-0,9	-0,1
Monatliche Veränderungsraten (in %)	0,7	0,7	-0,6	0,0	0,7	-0,7	-0,1
12-Monats- veränderungsrate (in %)	8,1	9,1	7,9	7,1	7,0	5,8	5,5

Quelle: OeNB.

¹ Im Rahmen der MONSTAT werden nur Stände gemeldet. Für Globalgrößen wurden durch die Bereinigung um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen (Netto-) Transaktionsströme ermittelt. Zahlen, die auf dieser Berechnungsmethode basieren, haben gegenüber dem Vergleich von Periodenendständen den Vorteil, näher an den tatsächlichen Transaktionen zu sein. Allerdings liegen diese Steigerungsraten derzeit nur für Globalgrößen und nicht für einzelne Institute vor. Auch für Daten, die auf anderen statistischen Quellen basieren, ist eine derartige Berechnungsweise nicht möglich.

Gleichzeitig war das Kreditwachstum in Österreich seit März 2009 erstmals seit Beginn der dritten Stufe der WWU im Jahr 1999 höher als im gesamten Euroraum, wo sich die Wachstumsrate zwischen Mai 2008 und Mai 2009 um mehr als zwei Drittel verminderte. In nahezu allen Ländern des Euroraums waren die Kreditwachstumsraten rückläufig, nur in Luxemburg und in Malta hat sich die Jahreswachstumsrate seit Mai vergangenen Jahres erhöht. Alle anderen Länder verzeichneten stärkere Wachstumsrückgänge als Österreich, am stärksten waren die Rückgänge des Kreditwachstums in Griechenland, der Slowakischen Republik und in Slowenien.

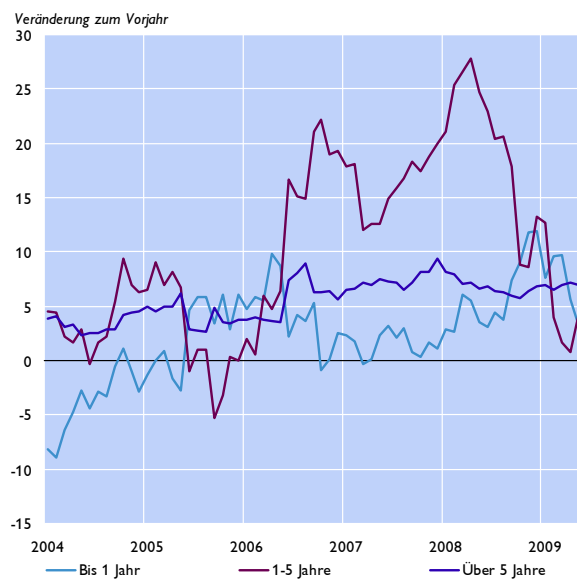
MFI-Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften



Fristigkeit: Vor allem Kredite mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren waren von der Abschwächung betroffen. Die Jahreswachstumsrate der Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr verringerte sich zwischen Dezember 2008 und Mai 2009 von 11,9% auf 3,2%, jene der Kredite

mit Laufzeiten zwischen ein und fünf Jahren von 13,2% auf 4,4%. Demgegenüber war die Steigerungsrate der Kredite mit Laufzeiten über fünf Jahren im Mai 2009 mit 7,0% sogar geringfügig höher als im Dezember 2008.² Betrachtet man die Veränderungsraten der letzten fünf Monate des laufenden Jahres, dann waren die kurz- und mittelfristigen Kredite rückläufig, während die längerfristigen Finanzierungen weiter ausgeweitet wurden. Im Durchschnitt der ersten fünf Monate 2009 sanken die Kredite mit einer 1-jährigen Laufzeit um 0,9% pro Monat und die Kredite mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren um 0,2% p.m., während die monatliche Wachstumsrate der Kredite mit einer Laufzeit von über fünf Jahren 0,3% betrug.

Kredite von MFIs an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften nach Fristigkeiten



Quelle: OeNB.

Kredithöhe: Daten über die Kredite nach Kredithöhe liegen nicht vor. Einen Anhaltspunkt über die Entwicklung der Kredite unterschiedlicher Kredithöhe kann ein Vergleich von Daten der MONSTAT mit jenen der Großkreditevidenz (GKE)

² Im Mai 2009 betrug der Anteil der bestehenden Kredite mit einer Ursprungslaufzeit bis zu einem Jahr 28%, der Anteil der Kredite mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren 14% und der Anteil der Kredite mit einer Laufzeit von über 5 Jahren 58%.

liefern.³ Dabei zeigt sich, dass seit Anfang 2008 die Entwicklung der Großkredite gemäß GKE eine relativ hohe Übereinstimmung mit den gesamten Krediten laut MONSTAT aufwies.⁴ Im April 2009 beliefen sich die Kredite gemäß GKE auf rund 90% der MFI-Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen, wobei zu beachten ist, dass trotz einer möglichst an den Kriterien der MONSTAT orientierten Auswertung der Kreditdaten aus der GKE, noch Abgrenzungsunterschiede bestehen.

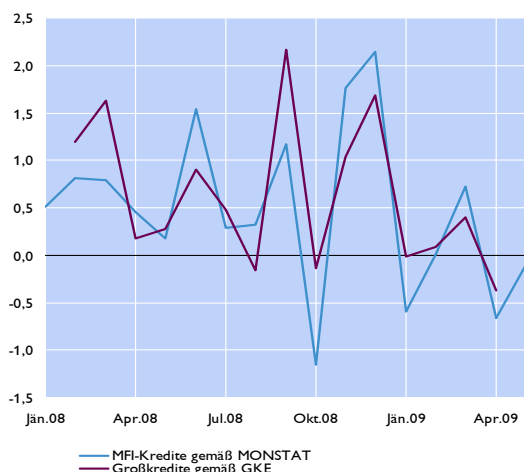
Jedenfalls ist auf Basis dieser Daten eine nach Kreditgröße unterschiedliche Entwicklung nicht zu erkennen. Nimmt man an, dass großvolumige Kredite eher von Großunternehmen aufgenommen werden, so könnte der Vergleich von Großkrediten und Gesamtkreditvolumen auch dahingehend interpretiert werden, dass sich die Kredite nach Unternehmensgröße nicht unterschiedlich entwickelt haben.

³ Im Rahmen der GKE melden alle österreichischen Kredit- und Finanzinstitute sowie Vertragsversicherungen eingeräumte Kreditrahmen oder Kreditausnutzungen ab 350.000 EUR (Kredite mit einem geringeren Volumen bleiben in dieser Darstellung außer Betracht). Melderkreis und Kreditdefinitionen der GKE unterscheiden sich von jenen der MONSTAT. Über wechselkursbedingte Veränderungen des Kreditvolumens kann in der Großkreditevidenz keine Aussage getroffen werden. Für den Zweck der vorliegenden Analyse wurden die Daten der GKE an die Definition und Abgrenzungen der MONSTAT angeglichen.

⁴ Die Großkreditevidenzdaten sind aufgrund der Komplexität der Meldung auf Einzelkreditnehmerbasis zeitversetzt verfügbar. Für die vorliegende Analyse wurden die GKE-Daten bis April 2009 herangezogen.

Kredite an Unternehmen

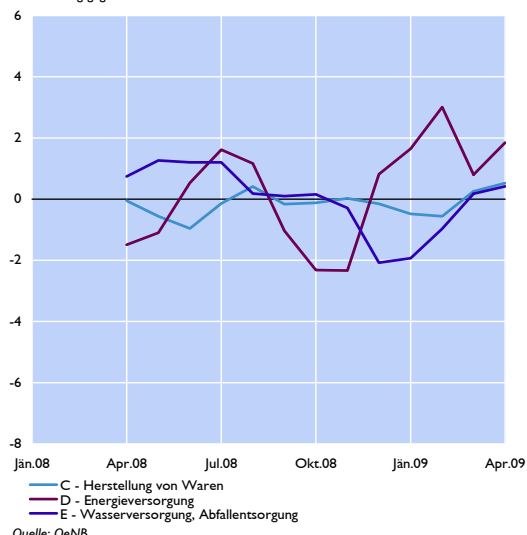
Veränderung zum Vormonat in %



Quelle: OeNB.

Großkredite

Veränderung gegenüber dem Vormonat in %

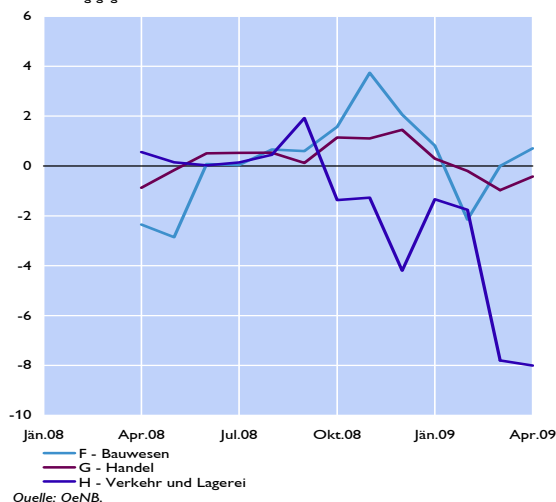


Quelle: OeNB.

Wirtschaftssektoren: Die Daten der GKE erlauben auch eine Aufgliederung der Kredite der österreichischen Banken nach Wirtschaftssektoren. Auf der Ebene von ÖNACE-Einstellern⁵ hatten im Durchschnitt der Monate von Jänner bis April 2009 die Verkehrswirtschaft, der Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen, die Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen sowie in geringfügigerem Ausmaß der Handel Kreditrückgänge zu verzeichnen. In allen anderen Branchen stagnierte die Kreditvergabe oder sie wurde sogar ausgeweitet, wie in der Energiewirtschaft, im Bereich Information und Kommunikation oder bei den freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Leistungen. Allerdings ist bei einer disaggregierten Betrachtung zu beachten, dass Branchen mit einem überproportional hohen Anteil kleinerer Betriebe unterrepräsentiert sein könnten, wenn Kredite unter 350.000 EUR außer Betracht bleiben.

Großkredite

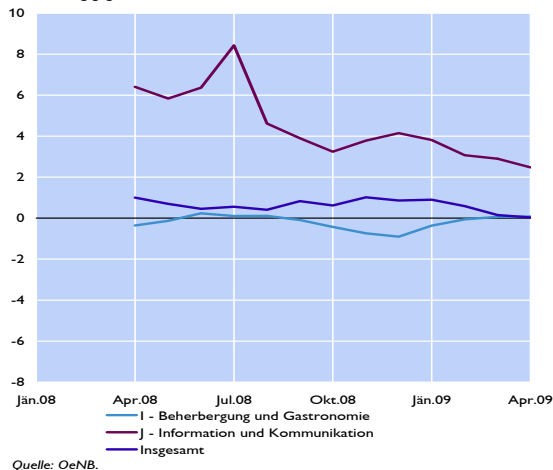
Veränderung gegenüber dem Vormonat in %



Quelle: OeNB.

Großkredite

Veränderung gegenüber dem Vormonat in %

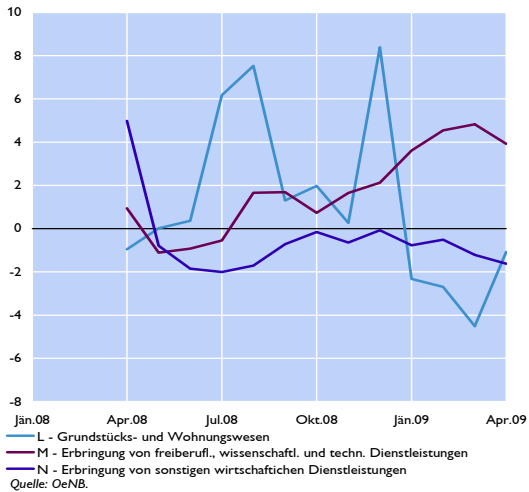


Quelle: OeNB.

⁵ ÖNACE 2008.

Großkredite

Veränderung gegenüber dem Vormonat in %



Kreditinstitutsgruppen: Betrachtet man die Anbieterseite, war die Abschwächung der Kreditdynamik 2009 über alle Kreditinstitutssegmente breit gestreut. Die Entwicklung der Kredite von Großbanken sowie von dezentralen Sektoren⁶, relativ zum Gesamtmarkt, gestaltete sich im Frühjahr 2009 nicht anders als in den Monaten zuvor. Die relativen Wachstumsdifferenzen, die in der Kreditexpansion der Großbanken sowie der dezentralen Sektoren in den letzten Jahren zu beobachten gewesen waren, bestanden in den ersten Monaten 2009 weiter. So wuchsen die Unternehmenskredite der größten fünf Banken⁷ im Vorjahresvergleich im Mai 2009 mit 2,3%, wie schon über den Großteil der letzten drei Jahre langsamer, als der Gesamtmarkt.⁸ Auch die 30 größten Banken verzeichneten weiterhin Zuwächse, die unter jenem des Gesamtmarkts lagen (Mai 2009 4,3%). Hingegen wiesen Raiffeisen- bzw. Sparkassensektor im Mai 2009 mit 14,8% bzw. 9,1% weiterhin überdurchschnittliche Wachstumsraten auf. Im Volksbankensektor waren seit März

⁶ Da in der MONSTAT nicht alle Kreditinstitute melden, sondern nur jene, deren kumulierte Bilanzsumme 95% des gesamten Bankensystems entspricht, enthalten die hier angegebenen Daten nicht alle Institute der jeweiligen Sektoren, sondern nur die „MONSTAT-Melder“.

⁷ Bank Austria, Erste Bank, BAWAG/PSK, RZB und OeKB.

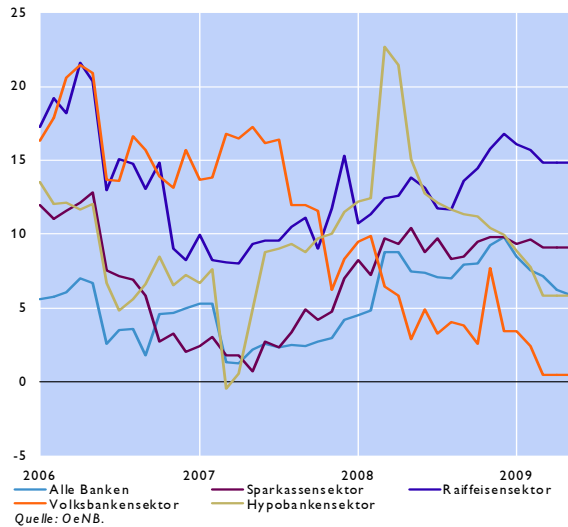
⁸ Berechnet anhand von Bestandsveränderungen.

2008 hingegen unter dem gesamtösterreichischen Durchschnitt liegende Steigerungsraten zu registrieren.

Kredite von MFIs an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften

Bankensektoren

Veränderung zum Vorjahr in % (nicht wechsellkursbereingt)



Kredite von MFIs an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften

Bankengröße

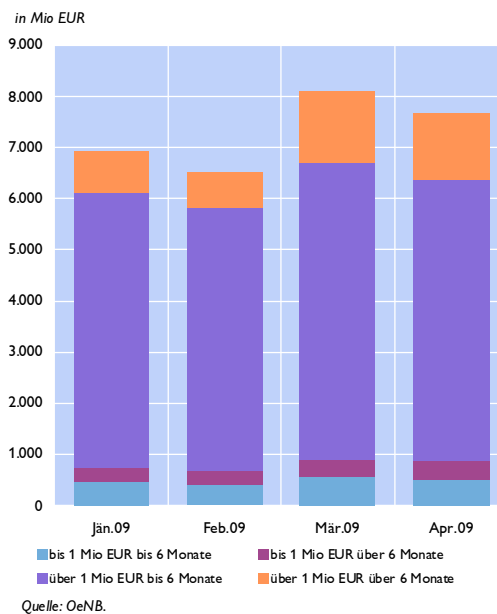
Veränderung zum Vorjahr in % (nicht wechsellkursbereingt)



Neukreditstatistik

Seit Ende April 2009 erhebt die OeNB von 106 österreichischen Banken eine Meldung über ihre Neukreditvergabe an Unternehmen, private Haushalte und Finanzleasinggesellschaften. Daten liegen derzeit für den Zeitraum Jänner bis April 2009 vor. Damit erlauben die Daten zwar noch keine Aussagen über die Trendentwicklung, dennoch geht aus ihnen hervor, dass die Banken in den ersten vier Monaten 2009 weiter neue Kredite an den Unternehmenssektor vergeben haben. Insgesamt wurde in diesem Zeitraum ein Volumen von 29,2 Mrd EUR neu gewährt (ohne Berücksichtigung von Rückzahlungen bzw. Tilgungen). Rund 90% waren Kredite über 1 Mio EUR. Der weitaus überwiegende Teil der neu vergebenen Kredite betraf kurzfristige Ausleihungen mit einer Laufzeit bis zu 6 Monaten. Bei diesen kurzfristigen Finanzierungen handelt es sich in der Regel um Barvorlagen, die oftmals nach Ablauf erneut abgeschlossen werden.

Neukreditvergabe der Banken an den Unternehmenssektor



Eingeräumte Rahmen und Rahmenausnutzung laut GKE

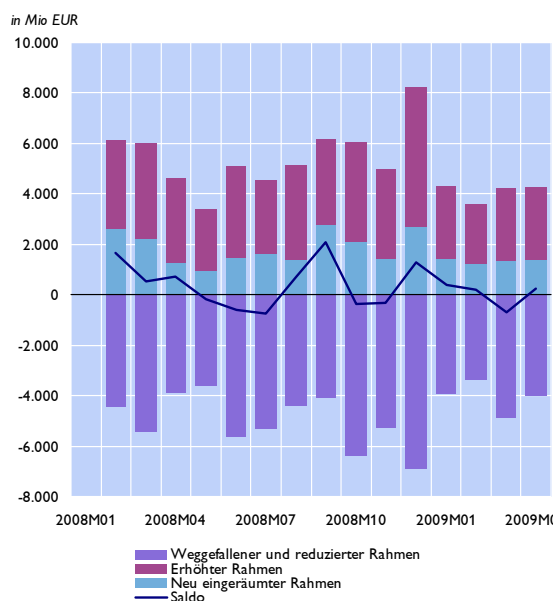
In der GKE werden nicht nur tatsächlich in Anspruch genommene Kreditvolumina, sondern auch die von den Banken eingeräumten Kreditrahmen (von Großkrediten über 350.000 EUR) erfasst. Dabei zeigt sich, dass die Banken den Unternehmen in den ersten Monaten dieses Jahres nach wie vor neue Kreditlinien eingeräumt haben. Zwischen Jänner und April 2009 stellten die österreichischen Banken den Unternehmen 16,4 Mrd EUR in Form neuer und erhöhter Rahmen (im Betrag von jeweils über 350.000 EUR) zur Verfügung - das waren fast soviel wie in den ersten vier Monaten des Vorjahres (16,88 Mrd EUR), aber nur 65% des Volumens der letzten vier Monate von 2008. Vor allem im Dezember 2008 wurden den Unternehmen in großem Umfang neue Rahmen eingeräumt. Dabei ist zu beachten, dass die vorhandenen Daten nur bis Anfang 2008 zurückreichen, und daher zum derzeitigen Zeitpunkt nicht gesagt werden kann, inwieweit die Rahmengewährung der Banken ein saisonales Muster aufweisen und etwa die starke Ausweitung zu Jahresende ein übliches Phänomen ist. Außerdem sind in diesen Daten Ablehnungen von Kreditanträgen bzw. von Rahmen-erhöhungswünschen nicht erfasst.

Gleichzeitig wurden auch Rahmen gekürzt bzw. sind Kreditlinien weggefallen. Das davon betroffene Kreditvolumen belief sich in den ersten vier Monaten 2009 auf 16,2 Mrd EUR, das waren mehr als vor einem Jahr (13,8 Mrd EUR), aber weniger als in den letzten vier Monaten von 2008 (22,7 Mrd EUR). Dabei ist zu beachten, dass aus der zahlenmäßigen Entwicklung von Rahmen-kürzungen und -reduktionen nicht geschlossen werden kann, ob die Initiative hierzu vom Kreditnehmer oder vom Kreditgeber ausgegangen ist.

Saldiert man neue Rahmen und Rahmenausweitungen mit deren Rahmenkürzungen und -reduktionen, so

wurden den österreichischen Unternehmen in den ersten vier Monaten des Jahres 2009 Kredite von netto 130 Mio EUR neu eingeräumt. In der davorliegenden Viermonatsperiode (September bis Dezember 2008) waren es 2,7 Mrd EUR und in den ersten vier Monaten 2008 rund 3,0 Mrd EUR.

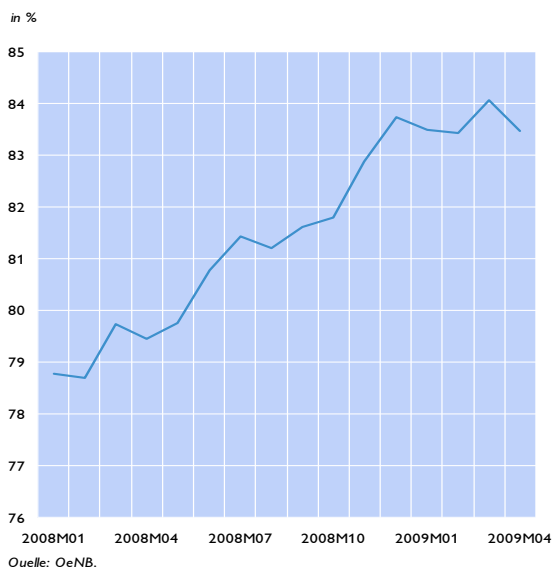
Veränderung der Kreditrahmen laut GKE



Quelle: OeNB.

Da die Inanspruchnahme der Rahmen durch die Unternehmen im vergangenen Jahr stärker zunahm als die eingeräumten Kreditlinien selbst, stieg das Verhältnis von Ausnutzung und eingeräumten Rahmen von 79% zu Beginn des Jahres 2008 auf rund 84% im Dezember 2008. In den ersten vier Monaten dieses Jahres blieb die Rahmenausnutzung hingegen relativ stabil auf diesem Niveau. Der „Spielraum“, den die Unternehmen in Bezug auf ihre offenen Rahmen haben, ist also 2009 nicht geringer geworden.

Rahmenausnützung gemäß GKE



Zinsentwicklung

Neugeschäft: Die Zinsen für Kredite an Unternehmen haben sich im Einklang mit den Zinssenkungen der EZB vermindert. Der Leitzins, dessen Entwicklung sozusagen die „geldpolitische Komponente“ der Zinsentwicklung bildet, wurde vom EZB-Rat zwischen Oktober 2008 und Mai 2009 von 4,25% auf 1% zurückgeführt. Die Leitzinsen liegen damit aktuell auf dem niedrigsten Niveau seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion.

Die Differenz zwischen Geldmarktsätzen und Leitzinsen, die sich auf dem Höhepunkt der Krise, infolge der zunehmenden Unsicherheiten auf dem Interbankenmarkt, auf über 1 Prozentpunkt (bezogen auf den 3-Monatssatz) ausgeweitet hatte, hat sich in den letzten Monaten deutlich vermindert. Im Mai 2009 betrug diese „Unsicherheitskomponente“ der Kreditzinsen nur mehr 19 Basispunkte.⁹

Im Mai 2009 lagen die Zinsen für neu vergebene Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen mit einem Volumen von bis zu 1 Mio EUR bei 2,9% und für Kredite von über 1 Mio EUR bei 2,3% - das waren jeweils mehr als 3 Prozentpunkte weniger als im Oktober 2008.

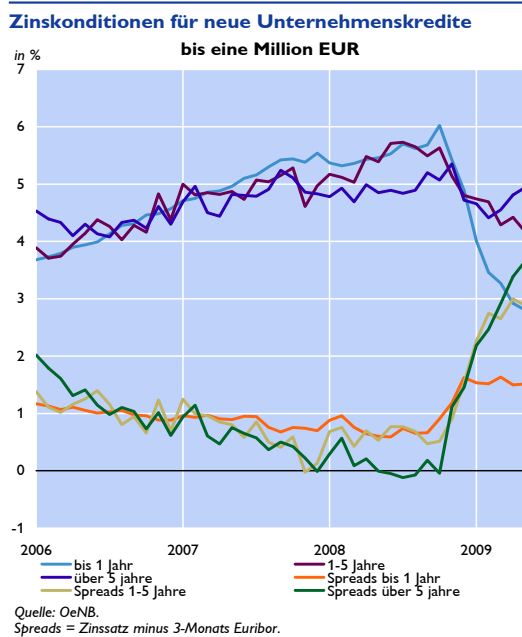
Die Reduktion war vor allem bei den kurzen Zinsbindungsfristen, die in Österreich dominieren, ausgeprägt. Hier wurden die Zinssenkungen beinahe zur Gänze weitergegeben.¹⁰ Die Zinssätze für längere Zinsbindungsfristen gingen weniger stark zurück. Zinsen für Kredite mit Zinsbindungsfristen von ein bis fünf Jahren sanken seit Oktober 2008 um 1,5 Prozentpunkte (bei Krediten bis 1 Mio EUR) bzw. 2,2 Prozentpunkte (bei Krediten über 1 Mio EUR). Kreditzinsen mit Zinsbindungsfristen über fünf Jahre sanken jedoch lediglich um 0,1 bzw. 0,8 Prozentpunkte.

Der Abstand zwischen Geldmarktzinsen und Kundenzinsen hat sich insbesondere für längerfristige Bindungsfristen ausgeweitet. Der Spread, der Aufschlag auf den 3-Monatzzinssatz (EURIBOR), ist für neu vergebene langfristige Kredite bis 1 Mio EUR im letzten halben Jahr um über 300 Basispunkte, für kurzfristige Neukredite nur um etwa 50 Basispunkte, angestiegen. Der Margenanstieg bei Krediten über 1 Mio EUR war etwas weniger stark ausgeprägt.

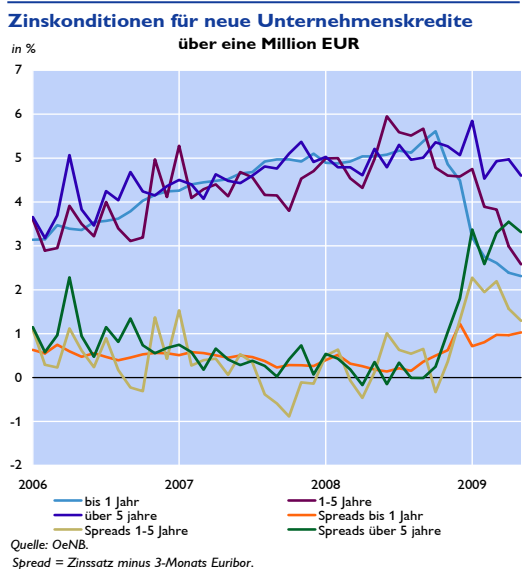
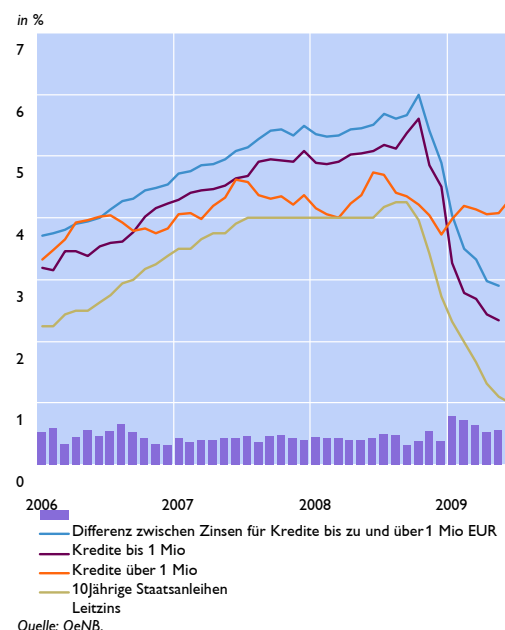
⁹ Anzumerken ist jedoch, dass die Daten über die Höhe der Geldmarktzinsen keine Aussagen über die Verfügbarkeit von Geldmarkteinlagen erlauben.

¹⁰ Ihr Anteil an den gesamten Neukrediten betrug im Mai 2009 mehr als 96%.

Neu aufgenommene Kredite bis 1 Mio EUR verzeichneten in den letzten Jahren einen um ca. 0,5 Prozentpunkte höheren Zinssatz als Neukredite von über 1 Mio EUR. Mit Jahresanfang sind kleinvolumige Kredite relativ teurer geworden. Im Mai 2009 hat sich dieser Abstand jedoch wieder auf 0,6 Prozentpunkte reduziert.



Zinsen für neue Unternehmenskredite



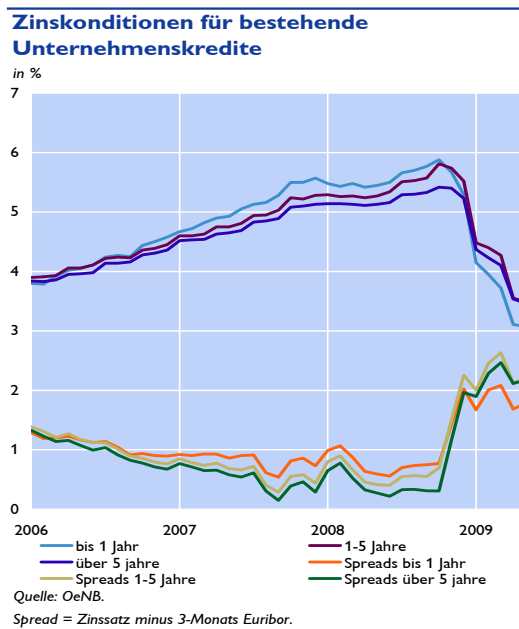
Bestehende Kredite: Die Zinssätze für laufende Kredite wurden im Unterschied zu den Zinsen für Neugeschäfte seit Oktober 2008 über sämtliche Zinsbindungsfristen reduziert - jene für Kredite mit einer Zinsbindungsfrist über 5 Jahre allerdings um lediglich 1,9 Prozentpunkte. Der Spread ist in diesem Fristigkeitssegment um etwa 200 Basispunkte angestiegen. Gründe für die nicht vollständige

Die Kundenzinsen haben somit nicht im gleichen Tempo auf die Reduktion der Geldmarktzinsen reagiert. Auf dem langen Ende des Zinsspektrums, auf dem der Einfluss der Geldpolitik deutlich geringer ist, waren seit Herbst 2008 praktisch keine Zinssenkungen zu beobachten. Die Rendite von 10-jährigen österreichischen Bundesanleihen lag im Juni 2009 auf dem gleichen Niveau wie im Oktober 2008.¹¹

Staatsanleihen war im Juni 2009 um 37 Basispunkte (BP) niedriger als im Oktober 2008), der Aufschlag für österreichische Staatsanleihen stieg allerdings infolge höherer Unsicherheiten in Bezug auf das CEE-Exposure merklich an (Bis März 2009 war die Zinsdifferenz auf 110 BP gestiegen, danach war ein leichter Rückgang auf 73 BP im Juni 2009 zu verzeichnen).

¹¹ Zwar sind insgesamt die langfristigen Staatsanleiherenditen im Euroraum seit Herbst 2008 gesunken (die Rendite 10-jähriger deutscher

Weitergabe der Zinssenkungen bei bestehenden Krediten, insbesondere im längerfristigen Zinsbindungsbereich, sind folgende Faktoren: Zum einen sind die gemeldeten Zinssätze Durchschnittswerte - und viele Zinsanpassungsklauseln in Kreditverträgen bei variablen Zinsen beginnen erst mit einigen Monaten Verspätung zu greifen, und zum anderen sind die Kundenzinsen nicht nur an die Geldmarktsätze, sondern auch an andere Indikatoren gebunden. Besonders die Renditen für Bundesanleihen dienen in vielen Fällen – oft in Kombination mit dem Geldmarktsatz – als Indikator für Kreditzinsen.



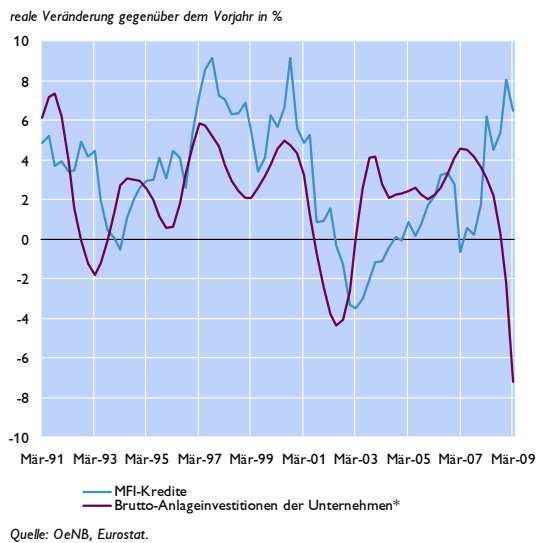
Kredite und Investitionen

Angesichts der krisenbedingt stark rückläufigen Investitionen ist zu erwarten, dass – wie in früheren Phasen sinkender Unternehmensinvestitionen – der Finanzierungsbedarf der Unternehmen zurückgeht. Seit Beginn der 1990er Jahre weisen die (realen) Wachstumsraten der Bruttoanlageinvestitionen der Unternehmen und der Kredite eine relativ hohe Übereinstimmung auf. Allerdings sind Kredite ein nachlaufender Indikator. Auf die massiven Investitionsrückgänge in den Jahren 1993 und 2001/02 folgte mit einigen Quartalen Verzögerung eine

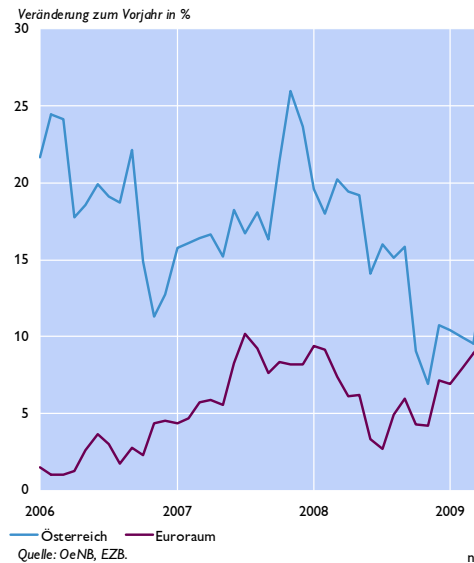
Abschwächung der Kreditdynamik. Im Lichte dieses Zusammenhangs würde der Rückgang der Unternehmensinvestitionen ab dem 3. Quartal 2008 einen Rückgang der Kreditnachfrage (mit einer zeitlichen Verzögerung) nahelegen.

Tatsächlich berichteten die Banken im Rahmen des Bank Lending Survey im 4. Quartal 2008 und im 1. Quartal 2009 über eine leicht sinkende Kreditnachfrage der Unternehmen. Nachfragedämpfend wirkte dabei nach Angaben der befragten Kreditmanager der geringere Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sowie für Fusionen und Übernahmen bzw. Unternehmensumstrukturierungen. Auch der Mittelbedarf im Zusammenhang mit Lagerhaltung und Betriebsmittel reduzierte sich leicht. Nach einer von der OeNB beim WIFO in Auftrag gegebenen Befragung von österreichischen Unternehmen ist hingegen die Kreditnachfrage bei einem Viertel der Unternehmen in den letzten Monaten leicht gestiegen, wobei dies insbesondere für Unternehmen mit bis zu 50 Beschäftigten stärker gilt, als für große Unternehmen. Dass trotz sinkender Investitionsnachfrage die Nachfrage nach Krediten steigt, könnte auf folgende Faktoren zurückzuführen sein: einerseits könnte die Liquiditätspräferenz gestiegen sein, die sich im Zuge von Absicherung gegen vorhersehbaren, aber auch unabwägbareren Refinanzierungsbedarf oder allgemeiner Unsicherheit vermutlich erhöht hat. Aufgrund sinkender Umsätze steigt oft der Liquiditätsbedarf für die Finanzierung von Lager und Personal. Zum anderen hat zwischen Herbst 2008 und Frühjahr 2009 die Finanzierung über Bankkredite und die Nachfrage danach wegen der eingeschränkten Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes an Bedeutung gewonnen. Ob dies auch im 2. Quartal 2009 der Fall war, wird im Folgenden nachgegangen.

Reales Wachstum von Krediten und Investitionen der Unternehmen



Kapitalmarktfinanzierung der Unternehmen Anleihen*

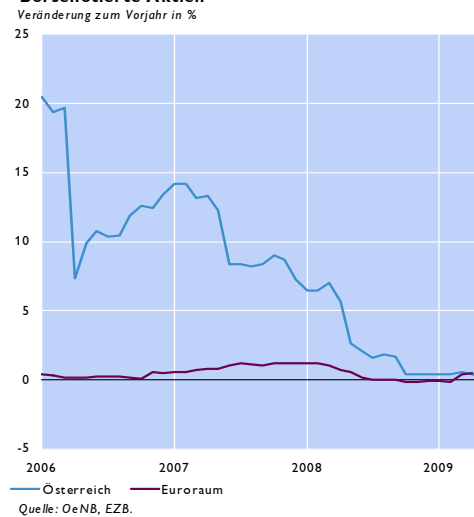


Substitution von Kapitalmarktfinanzierung

Während die Investitionen den Finanzierungsbedarf der Unternehmen in den letzten Monaten höchstwahrscheinlich vermindert haben, dürfte die im 1. Quartal 2009 beobachtbare eher schwächere Beanspruchung des Kapitalmarktes als Finanzierungsquelle die Nachfrage nach Bankkrediten erhöht haben. Seit dem 2. Quartal hat sich jedoch der Unternehmensanleihenmarkt für Unternehmen mit guter Bonität wieder spürbar belebt.

Die Mittelaufnahme auf dem Aktienmarkt ist jedoch infolge der Krise nahezu zum Erliegen gekommen. Während börsennotierte Aktien bis Mitte 2007 (vor allem für größere Unternehmen) einen nicht unwesentlichen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung geleistet hatten, gab es seit Mitte 2008 keine nennenswerten Börsenplatzierungen mehr. Zwischen Jänner und Mai 2009 beliefen sich die Neuemissionen netto¹² auf 3 Mio EUR.

Kapitalmarktfinanzierung der Unternehmen Börsennotierte Aktien



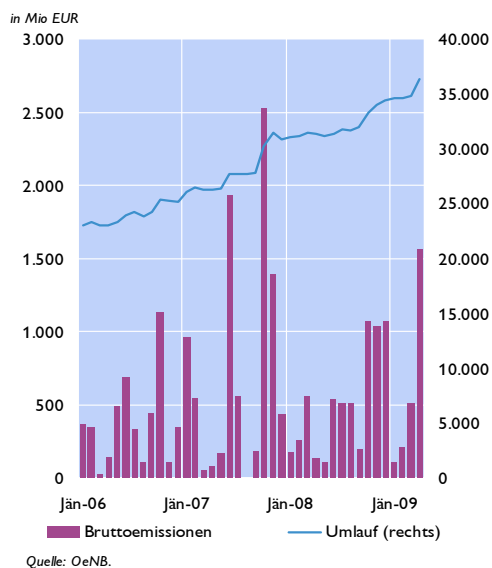
Demgegenüber hat sich die Emission von Unternehmensanleihen nach einem Rückgang im vergangenen Jahr seit Dezember 2008 wieder belebt. Im April 2009 betrug die Jahreswachstumsrate der von österreichischen nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Anleihen 9,9% - das war der höchste Wert seit Juli 2007.¹³ Die Bruttoemissionen beliefen sich laut Emissionsstatistik für den Zeitraum von Jänner bis April 2009, auf 2,4 Mrd EUR (in den ersten vier Monaten 2008

¹² Nach Berücksichtigung von Delistings.

¹³ Siehe dazu den Beitrag „Entwicklung der Unternehmensanleihen“ in dieser Ausgabe.

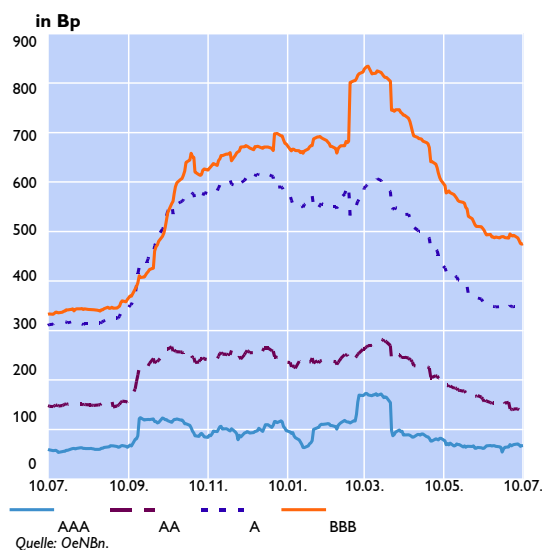
waren es 1,1 Mrd EUR). Insbesondere im Juni und Juli dieses Jahres sind einige größere Emissionen getätigt worden. Die österreichischen Unternehmen emittierten seit Jahresbeginn brutto an die 8 Mrd EUR (inklusive Emissionen von in- und ausländischen Finanzierungstöchtern), der Großteil davon wurde seit April 2009 begeben.

Bruttoemissionen und Umlauf von Unternehmensanleihen



Im Zuge der erhöhten Unsicherheit und der höheren Risikoaversion nach der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 schnellten die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt abrupt nach oben. Der Anstieg war vor allem bei schlechter gerateten Anleihen stark ausgeprägt. Die Aufschläge von Anleihen der Ratingstufe BBB im Euroraum (relativ zur Rendite von Staatsanleihen) erreichten im März 2009 zeitweise rund 800 Basispunkte. Danach bildeten sich die Aufschläge wieder zurück. Die Aufschläge von Anleihen mit BBB-Rating lagen Mitte Juli 2009 bei nahezu 500 Basispunkten.

Renditeaufschläge für langfristige Unternehmensanleihen, Euroraum



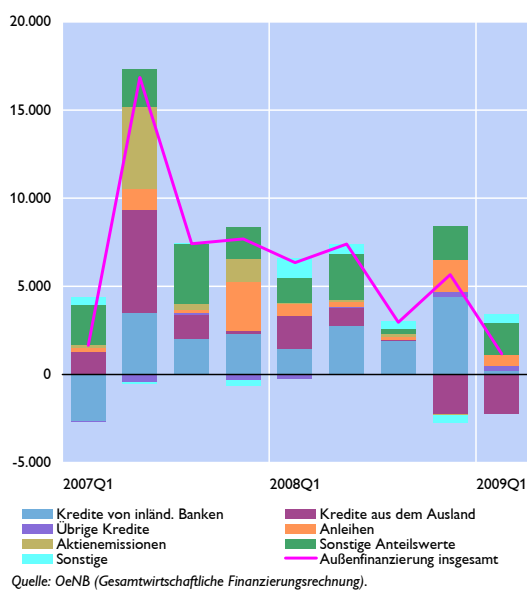
Substitution von Krediten aus dem Ausland

Die Kreditvergabe aus dem Ausland an die österreichischen Unternehmen war seit dem vierten Quartal 2008 deutlich rückläufig. Im 4. Quartal 2008 gingen die Auslandskredite im Vergleich zum Vorquartal um netto 2,2 Mrd EUR zurück, im 1. Quartal 2009 flossen netto weitere 1,7 Mrd EUR ab. Sowohl im 4. Quartal 2008, als auch im 1. Quartal 2009 handelte es sich um konzerninterne Finanzierungsströme und weniger um rückläufige Kreditaufnahmen bei ausländischen Banken. Die Transaktionen im 4. Quartal stehen jedoch fast ausschließlich im Zusammenhang mit Tausch von Auslandskrediten in Eigenkapital im Zuge von Direktinvestitionen. Im 1. Quartal 2009 geht die rückläufige Kreditaufnahme im Ausland mehrheitlich auf den Rückgang von konzerninternen Krediten zurück, die sich sowohl aktivseitig (Kreditgewährungen an das Ausland) als auch passivseitig (Kredithereinnahmen aus dem Ausland) zeigen. Rückgänge von Krediten ausländischer Banken an inländische Unternehmen sind dagegen nicht im hohen Maß festzustellen.

Ebenfalls hierher gehören (grenzüberschreitende) Handelskredite, die österreichische Unternehmen bei ihren ausländischen Lieferanten aufgenommen haben. Entgegen der rückläufigen Entwicklung der österreichischen Importe stiegen die Handelskredite im 1. Quartal 2009 leicht an. Allerdings ist zu beachten, dass Einzeltransaktionen einen großen Einfluss auf die Entwicklung der Gesamtaggregate haben können.

Außenfinanzierung des Unternehmenssektors (Quartale)

in Mio EUR

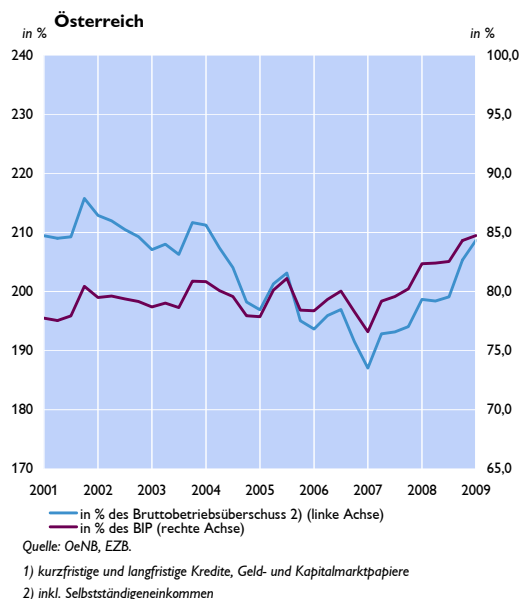


Bonität der Unternehmen

Die Bonität der Unternehmen hat sich durch die Krise zweifellos verringert. Zum einen haben sich angesichts eines sinkenden BIP und rückläufiger Exporte die Absatzperspektiven der Unternehmen in den letzten Monaten verschlechtert, zum anderen stieg die Verschuldung der Unternehmen infolge der verstärkten Inanspruchnahme von Fremdkapital seit Beginn der Finanzkrise an (von 187% des Bruttobetriebsüberschusses im ersten Quartal 2007 auf 209% im ersten Quartal 2009). Auch in Relation zum BIP nahm die Verschuldungsquote vom 1. Quartal 2007 bis zum 1. Quartal 2009 zu, nämlich von 77% auf 85%. Die Unternehmensverschuldung liegt in Österreich aber weiterhin unter dem Euroraumdurchschnitt, und ihr Anstieg setzte später als im Euroraum ein, wo bereits ab dem

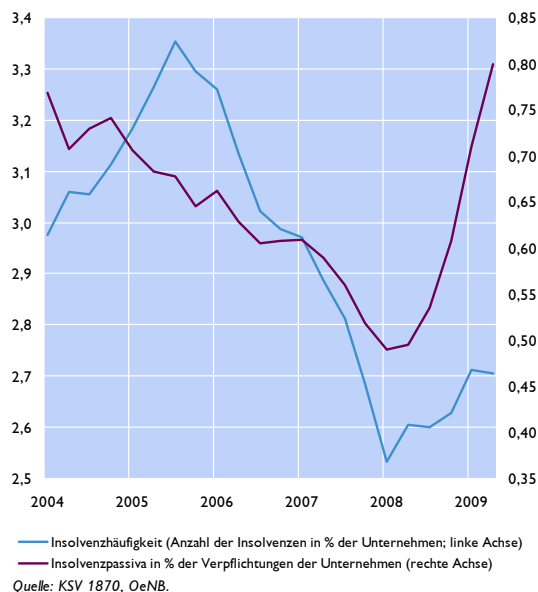
Jahr 2005 eine Zunahme der Verschuldung zu verzeichnen war.

Verschuldung des Unternehmenssektors 1)



Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen

Gleitende 4-Quartalsdurchschnitte; annualisiert



In der Insolvenzstatistik spiegelte sich die Verschlechterung der Bonität der Unternehmen bereits wider. Die Anzahl der Insolvenzen und die Insolvenzverbindlichkeiten stiegen seit dem 2. Quartal 2008. Die Gesamtzahl der Insolvenzen war im 1. Halbjahr 2009 um 9,6% höher als im 1. Halbjahr 2008, die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten waren sogar um 78% höher.

II. Ergebnisse der jüngsten Umfragen bei den Unternehmen

II. Ergebnisse der jüngsten Umfragen bei den Unternehmen

Überblick

Neben der statistischen Analyse stellt die Befragung der Unternehmen zur Kreditvergabe und deren Konditionen eine unverzichtbare Zusatzinformation dar. Die vorliegenden Informationen aus den verfügbaren Quellen geben ein relativ klares Bild, wenngleich die quantitativen Aussagen je nach Datenquelle unterschiedlich sind. Generell haben sich in den letzten drei Monaten die Kreditvergabebedingungen für einen Teil der Unternehmen weiter verschärft. Ein weiterer Anstieg der Margen, insbesondere für längerfristige Kredite, sowie Beschränkungen der Kredithöhe konnten verzeichnet werden. Entspannt hat sich allerdings die Situation am Rentenmarkt, der von einigen Unternehmen mit guter Bonität als Alternative zur längerfristigen Kreditfinanzierung genützt wurde.

Nach einer im Auftrag der OeNB vom WIFO durchgeführten Umfrage geben beinahe 40% der befragten Unternehmen an, dass sich in den letzten drei Monaten die Kreditvergabebedingungen weiter verschärft haben; dies sind etwas mehr als bei der letzten Befragung. Bei bestehenden Krediten waren davon sowohl KMUs, als auch große Unternehmen betroffen, während bei den Neukrediten verstärkt Großunternehmen mit Restriktionen konfrontiert waren. Von einer Lockerung der Kreditvergabebedingungen berichteten lediglich 2%. Konditionen, die verschärft wurden, sind die Sicherheiten- und Informationserfordernisse und die Zusatzvereinbarungen bei Kreditverträgen. Ein Viertel der Unternehmen registrierte eine Beschränkung des Kreditvolumens oder der Kreditlinien. Dieses Bild deckt sich weitgehend mit den Ergebnissen der Umfrage, die die OeNB im Juli dieses Jahres nun das zweite Mal bei neun großen österreichischen Unternehmen durchgeführt hat. Hier wurde weiters der Umstand hervorgehoben, dass Margen, insbesondere im längerfristigen Finanzierungsbereich angehoben wurden und die erfolgten Zinssenkungen der EZB teilweise kompensiert haben.

Die Umfrage der WKÖ vom Juni dieses Jahres, die im Unterschied zur WIFO-Befragung fast ausschließlich Einzelpersonen und kleine Unternehmen in ihrem Sample hat, sieht einen weitaus geringeren Anteil der Unternehmen, die mit Kreditbeschränkungen konfrontiert sind. Mit 7% ist dieser Anteil deutlich niedriger als der Anteil jener Unternehmen, die eine Lockerung registriert haben; dieser betrug 15%.

Überraschend sind die Aussagen zur Kreditnachfrage, wo der Einbruch bei den Investitionen, Fusionen und Übernahmen einen Rückgang in der Nachfrage nach Finanzierungsmitteln nahelegt. Laut WIFO berichteten 27% der Unternehmen, dass ihre Kreditnachfrage in den letzten drei Monaten gestiegen ist, während 7% einen Rückgang verzeichneten. Gründe dafür sind der aufgrund des Umsatzrückgangs gesunkene Cash Flow, mit dem Betriebsmittel und Lager zu finanzieren sind, sowie der Refinanzierungsbedarf. Dies untermauert die Vermutung, dass der seit Jahresbeginn zu verzeichnende leichte Rückgang der Kreditbestandsveränderung an die Unternehmen nicht ausschließlich eine gesunkene Kreditnachfrage widerspiegelt, sondern auch Kreditangebotsbeschränkungen, die aber durchaus mit Risikoüberlegungen im Zusammenhang mit der Bonität des Unternehmens sowie mit hohen Refinanzierungskosten der Banken im langfristigen Laufzeitensegment erklärt werden können.

II. Ergebnisse der jüngsten Umfragen bei den Unternehmen

Befragung durch die Wirtschaftskammer Österreich

Die Wirtschaftskammer Österreich (WKÖ) hat im Oktober/November 2008 sowie im Jänner, März, April und Juni dieses Jahres eine Umfrage speziell zur Kreditaufnahme gemacht. Letztere, die zwischen 2. und 9. Juni im Rahmen telefonischer Interviews von 500 Unternehmen durchgeführt wurde, zeigt dabei folgendes Bild: Über eine Verschlechterung bei den Kreditkonditionen berichten 7% der Unternehmen und damit weitaus weniger, als bei der letzten Umfrage; der Anteil jener befragten Unternehmen, die eine Verbesserung wahrnehmen, ist mit 15% deutlich höher als bei der Umfrage im April. 18% der österreichischen Betriebe geben an, zusätzliche Sicherheiten bei der Kreditaufnahme beibringen zu müssen. 6% klagen über gestiegene Kreditzinsen, 26% geben aber an, dass diese im letzten Jahr billiger geworden sind. Was quantitative Kreditbeschränkungen betrifft, so zeigte sich folgendes Bild: 1% der Unternehmen gab an, dass ein bestehender Kredit nicht verlängert wurde, bei der Umfrage im April 2009 waren dies 2%. Der Anteil jener Unternehmen, die angaben, Probleme zu haben, selbst zu ungünstigen Konditionen einen Kredit zu erhalten, ist mit 2% deutlich geringer als bei der letzten Umfrage, wo dieser Anteil noch 6% betrug.

Zu beachten ist, dass in der letzten Umfrage der WKÖ fast ausschließlich kleine Unternehmen befragt wurden. 80% der befragten Firmen haben bis zu fünf Beschäftigte, lediglich 2% mehr als 50. 66% der Unternehmen sind dem Dienstleistungsbereich zuzuordnen, 34% dem produzierenden Sektor.

Befragung durch das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung

Im Juni 2009 führte das WIFO bereits zum 2. Mal im Auftrag der Oesterreichischen Nationalbank eine Sonderbefragung im Rahmen des Konjunkturtests zu den aktuellen Kreditfinanzierungsbedingungen durch. Dabei wurde ein repräsentatives Sample an Unternehmen nach seiner Einschätzung des Kreditvergabeverhaltens der Banken sowie der Kreditnachfrage befragt. Das Sample umfasste diesmal 275 Unternehmen.

Kreditangebot: Die ersten beiden Fragen hatten die Bedingungen für Kredite zum Inhalt. Dabei wurde zwischen bestehenden und neuen Krediten unterschieden. In Bezug auf *bestehende Kredite* gaben 37% der Unternehmen an, dass sich die Kreditbedingungen in den letzten drei Monaten verschärft haben, davon sprechen 15% von einer deutlichen Verschärfung. Während bei der 1. Befragung im März dieses Jahres die Restriktion bei den großen Unternehmen höher war, als bei den Klein- und Mittelbetrieben, zeigte sich nun ein uniformes Bild nach Größenklasse der Unternehmen: Etwa 40% aller befragten Betriebe mit mehr als 250 Beschäftigten berichteten über Restriktionen bei der Kreditvergabe, 22% registrierten eine deutliche Verschärfung. Bei kleineren Betrieben lag der Anteil der Firmen, die eine Verschärfung angaben, bei etwa 37%. Beinahe 60% der Unternehmen gaben an, dass sich die Kreditbedingungen in den letzten drei Monaten nicht verändert haben. Lediglich 3% meldeten eine Lockerung der Kreditvergabe. Bei *neu aufgenommenen Krediten* war der Anteil der Unternehmen, die von einer Restriktion berichteten, mit 40% geringfügig höher, als

bei bestehenden Krediten. Für knapp die Hälfte davon (18,5%) haben sich die Kreditbedingungen in den letzten drei Monaten sogar deutlich verschärft. Hinsichtlich der Verteilung nach Unternehmensgröße waren bei den Neukrediten tendenziell Großbetriebe stärker betroffen, von denen hier exakt 50% eine Verschärfung registrierten; über eine deutliche Verschärfung berichteten 33% der großen Unternehmen. Der Anteil der Unternehmen, die gleichbleibende Kreditbedingungen verzeichneten, lag bei 47%; die Hälfte der Großbetriebe nahmen keine Veränderung wahr. Lediglich 2% gaben eine Lockerung an.

Die Unternehmen wurden auch nach den *Kriterien* für die Kreditvergabe befragt. Dabei gaben etwa 35% der befragten Unternehmen an, dass sich die Informationserfordernisse erhöht haben; 40% berichteten von verschärften Sicherheiten- und Informationserfordernissen. Verschärfungen bei den Kreditlinien spielten ebenso eine beachtliche, wenngleich weniger bedeutende Rolle: Etwa ein Viertel der Unternehmen berichtete von Beschränkungen bei den Kreditlinien, ebenso viele über eine Beschränkung des Kreditvolumens sowie eine Erhöhung der Kreditnebenkosten. 30% registrierten eine Verschärfung der Zusatzvereinbarung, wobei insbesondere die großen Unternehmen (45%) davon betroffen sind.

Kreditnachfrage: Die Kreditnachfrage der Unternehmen ist in den letzten drei Monaten bei etwa einem Viertel der befragten Betriebe leicht gestiegen, wobei dies insbesondere für Unternehmen mit bis zu 50 Beschäftigten stärker gilt, als für große Unternehmen. 27 % der Unternehmen meldeten eine leicht oder deutlich gestiegene Nachfrage nach Krediten, während lediglich 7% eine gesunkene Kreditnachfrage wahrnahmen. Kurzfristige bzw. Betriebsmittelkredite wurden etwas stärker als langfristige bzw. Investitionskredite nachgefragt. Aber

immerhin gaben 18% der Unternehmen an, dass ihre Kreditnachfrage gestiegen ist, um Investitionen zu finanzieren.

Wesentlichster Faktor für die Kreditaufnahme war die Finanzierung von Anlageinvestitionen sowie von Lagerhaltung und Betriebsmittel. Fusionen, Übernahmen, Umstrukturierungen und Umschuldungen waren insgesamt ein weniger bedeutender Faktor für die Kreditaufnahmen.

Entwicklung in den nächsten drei Monaten: Für die nächsten drei Monate erwartet nicht ganz die Hälfte der befragten Unternehmen eine Verschärfung der Kreditbedingungen ihrer Hausbank. 15% erwarten eine deutliche Verschärfung. Bei den Großbetrieben gehen gar 55% von einer weiteren Verschärfung der Kreditbedingungen aus (33% leicht und 22% deutlich).

Die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten wird sich in den nächsten drei Monaten, nach Einschätzung der befragten Betriebe, leicht erhöhen. Etwa 30% der Unternehmen erwarten einen Anstieg der Kreditnachfrage (davon 6% einen deutlichen Anstieg), nur 8% einen Rückgang.

Befragung großer österreichischer Unternehmen durch die Oesterreichische Nationalbank

Die OeNB führte zwischen 6. und 15. Juli Interviews mit VertreterInnen von neun großen österreichischen Unternehmen durch.¹⁴

Die Ergebnisse der Befragung zu den nun im Detail erläuterten Bereichen

¹⁴ Infineon Technologies Austria AG, OMV Aktiengesellschaft, Österreichische Elektrizitätswirtschafts-AG, Porr AG, RHI AG, Spar Österreichische Warenhandels AG, Wienerberger AG, Telekom Austria Group, Voestalpine AG.

Projektfinanzierung, Kreditlinien bzw. Kapitalmarktfinanzierung variieren stark nach Branchenzugehörigkeit und Innenfinanzierungspotenzial. Gemeinsame Erfahrung beinahe aller befragten Unternehmen ist jedoch die Beobachtung gestiegener Margen bei den Kreditzinsen in den letzten Monaten. Die in diesem Zeitraum verzeichneten Zinssenkungsschritte der EZB wurden somit über weite Strecken durch höhere Aufschläge auf die Geldmarktsätze kompensiert, wobei dies besonders für Kredite mit überjährigen Laufzeiten gilt. Ein Phänomen, auf das einige Unternehmen hinwiesen, ist, dass sich das Beibringen höherer Erfordernisse für Sicherheiten zuletzt weiter verschärft hat. Langfristige Finanzierungsmittel würden nur zu überaus ungünstigen Konditionen vergeben. Einige Unternehmen mit guter Bonität haben daher die sich günstiger darstellenden Finanzierungsbedingungen am Rentenmarkt genutzt und Anleihen begeben.

Kredite: Große Unternehmen bedienen sich bei der Projektfinanzierung oft des Instruments der syndizierten Kredite bei in- und ausländischen Banken. Hier wurde von manchen Unternehmen berichtet, dass Mittel für Projektfinanzierungen schwer zu bekommen sind. Nach wie vor gilt, dass sich die Einzelfinanzierungstranchen reduziert haben, d.h. Unternehmen müssen geringere Einzeltranchen auf mehrere Banken verteilen.

Kreditlinien im Projektfinanzierungsbereich werden durchaus verlängert, allerdings geknüpft an eine Akzeptanz der Verschärfung der Kreditvergabekonditionen. Es wurde aber auch berichtet, dass in Einzelfällen in Kreditverträge eingegriffen wird und Konditionen neu verhandelt werden („repricing“).

Seit Herbst 2008 haben sich die Laufzeiten für Kredite sowohl für Unternehmens- als auch für Projektfinanzierungen in vielen Fällen

radikal verkürzt. Je nach Branche und Geschäftssparte wird von Verkürzungen der Laufzeit von fünf auf ein Jahr, oder gar von zehn bis 15 Jahre auf zwei Jahre, bzw. von 35 auf sieben bis zehn Jahre berichtet. Die Margen haben sich insbesondere für längerfristige Kredite erhöht. Auch in den letzten Monaten war die Mehrzahl der befragten Unternehmen mit einer Anhebung der Margen konfrontiert. Die Bonitätsbeurteilung spielte hier auch eine gewisse Rolle. Die Zinssenkungen der EZB wurden dadurch zum Teil kompensiert.

Mehrere Unternehmen berichteten auch, dass sich die Sicherheitenanforderungen bei Krediten weiter etwas verschärft haben. Es werden mehr Dokumentation verlangt, oder aber stringente Covenants in die Kreditverträge eingearbeitet.

Interessant ist der bereits bei der letzten Befragung gemachte Hinweis, dass der Anteil der inländischen Banken im Rahmen von Kreditvergaben steigt, da Finanzinstitute als eine Konsequenz der Bankenrettungspakete stärker auf ihren Heimmarkt konzentriert sind.

Unternehmen bedienen sich auch vielfach des Instruments von kommittierten, schriftlich vereinbarten Kreditlinien (sogenannte Backup-Facilities), die als Sicherheitspolster dienen und in der Regel nicht ausgenutzt werden sowie von (un)kommittierten, mündlich vereinbarte Rahmen, die ausgenutzt werden und die dazu dienen, die Schwankungen im Finanzierungsbedarf abzudecken. Die Linien sind in der Regel nur für unterjährige Kreditausnutzungen verfügbar und führen daher zu Fristentransformationen, die das Kreditverlängerungsrisiko auf die Unternehmen überwälzt.

So wie bei der vergangenen Befragung berichtete die Mehrzahl der Unternehmen, dass in den letzten Monaten Kreditlinien verlängert wurden, es gibt

aber Fälle, wo die Rahmen gekürzt wurden. Bei Verlängerung von Kreditlinien werden fast durchwegs Konditionen neu verhandelt und in der Regel verschärft.

Kapitalmarktfinanzierung:

Während noch bei der letzten Befragung die überwiegende Mehrzahl der Unternehmen über die Schwierigkeit bzw. Unmöglichkeit berichtet hat, Unternehmensanleihen zu begeben, so hat sich die Situation am Rentenmarkt entspannt. Die Begebung von Anleihen wurde von einigen Unternehmen mit sehr guter Bonität als Alternative zur Kreditfinanzierung genützt.

Kreditnachfrage: Die Unternehmen reagieren in ihrer Kreditnachfrage infolge sinkender Investitionen unterschiedlich. Es wird von sinkender, konstant gebliebener, aber auch von gestiegener Kreditnachfrage berichtet, wobei davon etwa die Hälfte der befragten Unternehmen betroffen ist. Als Ursache dafür werden verschiedene Gründe angegeben: Zunächst steigt trotz sinkender Investitionsnachfrage der Finanzierungsbedarf, weil der Cash Flow aus dem operativen Geschäft abnimmt und Lager und Betriebsmittel zu finanzieren sind. Aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit günstiger langfristiger Finanzierungsmöglichkeiten müssen Unternehmen zunehmend die Risiken, die mit der Fristentransformation verbunden sind, erfüllen. Langfristige Projekte werden nur mehr kurzfristig finanziert. Dies erhöht – in Kombination mit dem Refinanzierungsbedarf – die Liquiditätspräferenz. Die nun etwas attraktivere Verfügbarkeit des Rentenmarktes als Finanzierungsalternative wirkt sich hingegen dämpfend auf die Kreditnachfrage aus.

Besonders bei jenen Unternehmen, die ihre Investitionen stark eingeschränkt haben, ist die Nachfrage nach Krediten eher gesunken. Kreditnachfrage und Kreditangebot scheinen sich allerdings in dieser außergewöhnlichen Krisensituation

gegenseitig zu beeinflussen und sind analytisch nicht exakt trennbar. Manche Unternehmen gaben etwa an, dass ihre Nachfrage nach Krediten deshalb sinkt, weil sie Investitionspläne mangels langfristiger kostengünstiger Finanzierungsmöglichkeiten gestoppt oder aufgeschoben haben. Die Verschärfung der Kreditvergabekonditionen sowie Kreditangebotsbeschränkungen können somit einen Rückkoppelungseffekt auf die Kreditnachfrage haben.

III. Spezialanalysen

Entwicklung des Unternehmensanleihenmarktes

Darstellung und Zielsetzung des österreichischen Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetzes

Die Bedeutung der Kreditklemme in Finanzkrisen – Analyse historischer Erfahrungen

III. Spezialanalysen

Überblick

Der Anleihemarkt stellt für den österreichischen Unternehmenssektor eine bedeutende Finanzierungsquelle dar. Die in Form von Anleihen begebenen Mittel trugen im Jahr 2008 mit mehr als 7% zum Bestand der Außenfinanzierung bei. Das war mehr als doppelt so hoch wie im Euroraumdurchschnitt. Der Beitrag **Entwicklung des Unternehmensanleihenmarktes** analysiert spezifische Charakteristika dieses Marktes und untersucht, inwieweit sich, analog zur Erholung des Rentenmarktes im Euroraum, auch die Emissionstätigkeit der österreichischen Unternehmen wieder verstärkt hat. Die Untersuchung basiert im Wesentlichen auf Daten bis April dieses Jahres, es wird aber auch die Entwicklung der letzten Wochen mit berücksichtigt. Für jene Unternehmen, die über ein gutes Rating verfügen, waren in den letzten Monaten Anleihen eine relativ kostengünstige Finanzierungsalternative zum langfristigen Bankenkredit. Die österreichischen Unternehmen emittierten seit Jahresbeginn brutto an die 8 Mrd EUR (inklusive Emissionen von in- und ausländischen Finanzierungstöchtern), der Großteil davon wurde seit April 2009 begeben. Seit Mitte des Jahres 2008 ist eine deutliche Verschiebung der Fristigkeit der neu begebenen Emissionen hin zu kürzeren Laufzeiten zu erkennen.

Das Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetz (USLG), das am 8. Juli 2009 den Nationalrat passierte, sieht vor, Unternehmen bei der Aufnahme von Bankkrediten zu unterstützen, indem der Bund Haftungen für diese Kredite übernimmt. Die übernommene Haftung für ein begünstigtes Unternehmen darf 300 Millionen Euro nicht überschreiten; der Gesamtbetrag der übernommenen Haftungen ist mit 10 Mrd Euro limitiert, die revolvingend ausgenützt werden können. Die Haftungen laufen für maximal fünf Jahre. Die Übernahme von Haftungen ist mit dem 31. Dezember 2010 begrenzt. Die zu diesem Zeitpunkt übernommenen Haftungen gelten dann noch bis zum Ende der maximal fünfjährigen Laufzeit. Der Beitrag **Darstellung und Zielsetzung des österreichischen Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetzes** stellt prinzipielle Überlegungen zu staatlichen Haftungen für Unternehmenskredite an und erläutert die wichtigsten Bestimmungen des Gesetzes. Das USLG sollte für große Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zur Erleichterung der angespannten Finanzierungssituation darstellen. Viele der praktischen Umsetzungsfragen sind jedoch noch dem vom Bundesminister für Finanzen gemeinsam mit dem Bundeskanzler erlassenden Detailbestimmungen vorbehalten.

In dem Beitrag **Die Bedeutung der Kreditklemme in Finanzkrisen-Analyse historischer Erfahrungen** werden eine Klärung des Begriffs der „Kreditklemme“ („credit crunch“) vorgenommen und Gründe ihrer Entstehung im Zuge von Wirtschaftskrisen sowie ihre Wirkungskanäle auf die Realwirtschaft beschrieben. Schließlich werden die potentiellen Auswirkungen von Kreditklemmen auf die Realwirtschaft anhand historischer Erfahrungen diskutiert. Kreditklemmen geht häufig ein Kreditboom voran, der sich infolge realwirtschaftlicher und/oder finanzwirtschaftlicher Schocks ins Gegenteil verkehrt. Begleitet und verschärft werden diese Entwicklungen häufig auch von Fehlmanagement und strukturellen Problemen im Bankensektor. Rezessionen, die von Kreditklemmen begleitet werden, dauern im Durchschnitt länger und sind stärker ausgeprägt. Einzelne Beispiele, wie die Erfahrung der USA Anfang der 1990er Jahre zeigen jedoch, dass Kreditklemmen nicht zwangsläufig mit signifikanten Auswirkungen auf die Realwirtschaft verbunden sein müssen, und ihre negativen Effekte wirtschaftspolitisch abgemildert werden können.

Entwicklung des Unternehmensanleihenmarktes

Einleitung

Die Begebung von Anleihen hat in den vergangenen Jahren wesentlich zur Mittelaufbringung des Unternehmenssektors beigetragen. Angesichts der aktuellen Diskussionen im Zusammenhang mit der Finanzkrise um die Frage, welche Formen der Finanzierung den Unternehmen weiterhin zur Verfügung stehen und wo es Einschränkungen gegeben hat, hat die Entwicklung der Anleihefinanzierung durch Unternehmen zusätzlich an Relevanz gewonnen.

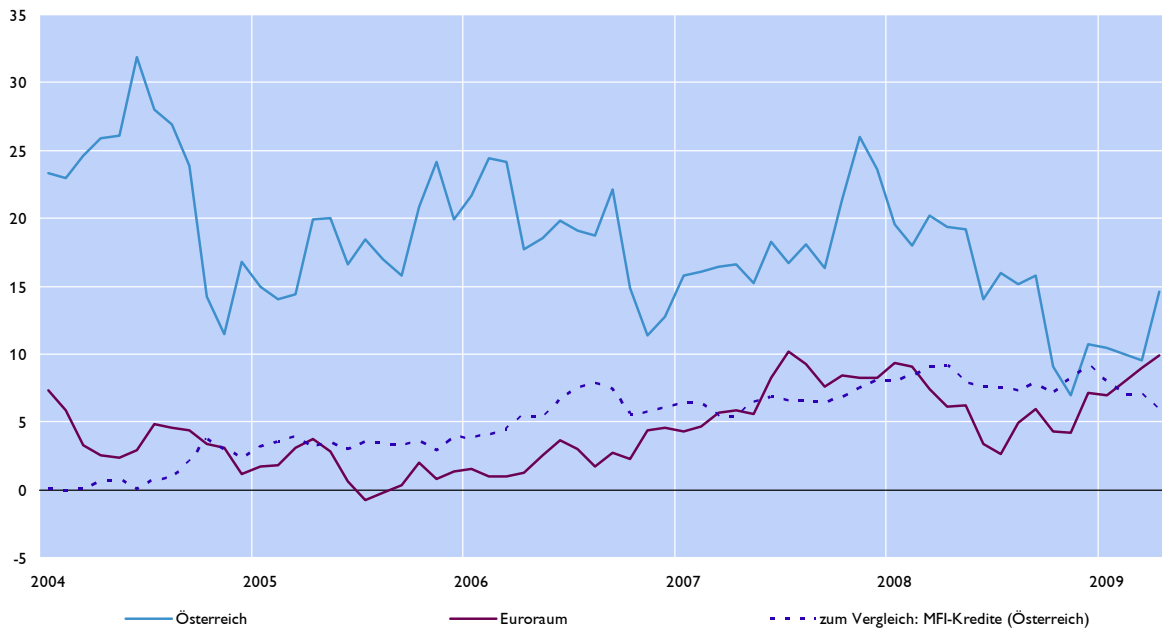
Auf den internationalen Finanzmärkten und auch im Euroraum war in den letzten Monaten zu beobachten, dass sich die Emissionstätigkeit auf dem Anleihemarkt erholt hat. Der vorliegende Beitrag geht auch der Frage nach, ob das in Österreich ebenfalls der Fall war. Um ein umfassendes und konsistentes Bild zu erhalten, basiert die Analyse auf der Auswertung mehrerer Datenquellen (siehe Annex), wobei einige davon nur bis April 2009 verfügbar sind. In der Zusammenfassung wird dann die Entwicklung der Emissionstätigkeit österreichischer Unternehmen in den letzten Wochen kurz skizziert.

Anhaltendes Wachstum der Unternehmensanleihen in den ersten vier Monaten 2009

Die Begebung von Unternehmensanleihen im Euroraum hat sich nach einem Einbruch im Zuge der internationalen Finanzkrise gegen Ende 2008 wieder erholt. Im April 2009 betrug die Jahreswachstumsrate 9,9% (Nettoemissionen in % des Umlaufs vor 12 Monaten). Auch in Österreich verzeichnete die Unternehmensfinanzierung durch Anleihen – nach einer Abschwächung der Dynamik im Lauf des Jahres 2008 – in den ersten Monaten des heurigen Jahres eine leichte Ausweitung. Im April 2009 belief sich die Jahreswachstumsrate auf 14,9%. Damit hat sich das Expansionstempo gegenüber seinem Tiefstwert vom November 2008 (6,9%) wieder deutlich erholt. Die Steigerungsrate lag zwar unter dem Durchschnitt der letzten Jahre (Jänner 2004 bis April 2009: 18,2%), allerdings war die Dynamik der Unternehmensanleihen in Österreich – wie bereits seit Oktober 2003 – weiterhin höher als im gesamten Euroraum. Sowohl in Österreich als auch im Euroraum lagen die Steigerungsraten der Unternehmensanleihen bis zuletzt über jenen der Kredite der Banken an den Unternehmenssektor.

Umlauf von Unternehmensanleihen

Veränderung zum Vorjahr in %*



Quelle: EZB, OeNB.

*Anleihen: Nettoemissionen in % des Umlaufs vor 12 Monaten. Kredite: Netto-transaktionen in % des Bestandes.

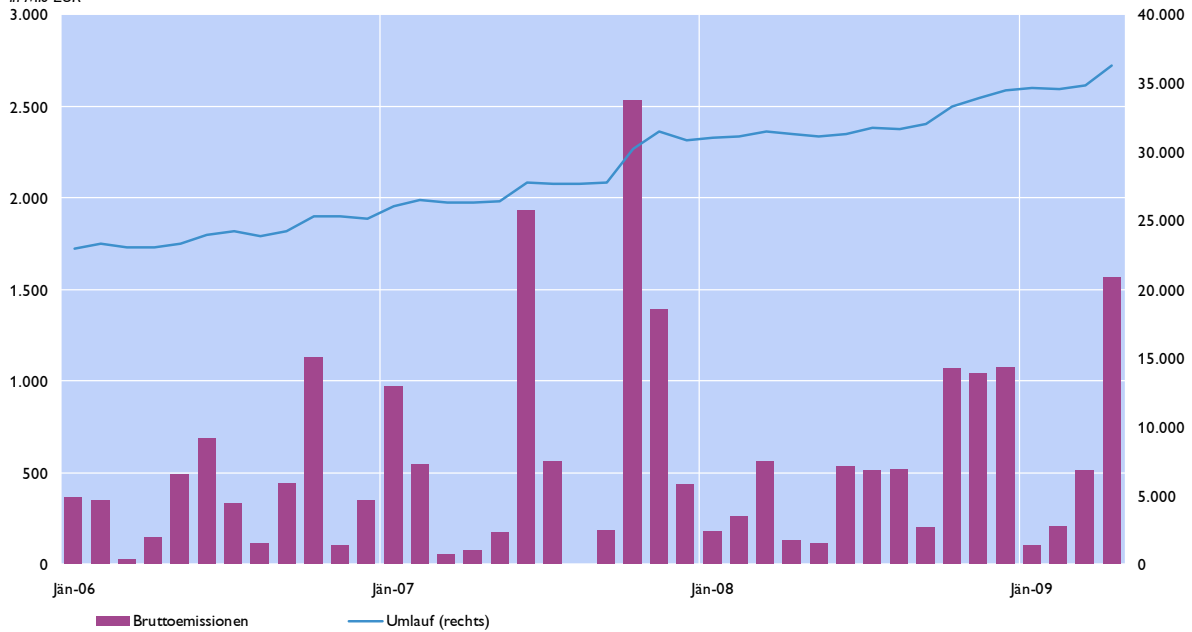
Die Jahreswachstumsraten basieren auf den Netto-Emissionen, also der Differenz von Neuemissionen und Tilgungen, und geben damit den Netto-Mittelzufluss an den Unternehmenssektor wieder. Für die Frage, wie sich die Mittelaufnahme auf dem Markt entwickelt hat, sind aber auch die Brutto-Größen relevant.

Die Neuemissionen stiegen nach einem starken Rückgang Anfang 2009 im weiteren Jahresverlauf 2009 wieder an. Allein im April 2009 wurden mehr als 1,5 Mrd EUR brutto über Unternehmensanleihen aufgenommen. In den ersten vier Monaten haben die österreichischen Unternehmen Anleihen im Umfang von brutto 2,4 Mrd EUR begeben. Von diesen Emissionen notiert nur ein Teil an der Wiener Börse. Einige Emissionen wurden an ausländischen Börsen (Luxemburg, Zürich) platziert. Eine relativ große Zahl von Anleihen, vor allem solche mit kleineren Emissionsvolumina, notiert überhaupt nicht an der Börse. Nicht enthalten sind in diesen Zahlen jene Anleihen, die Unternehmen über in- oder ausländische Finanzierungstöchter¹⁵ aufgelegt haben.

¹⁵ Telekom Finanzmanagement sowie Verbund International Finance.

Bruttoemissionen und Umlauf von Unternehmensanleihen

in Mio EUR



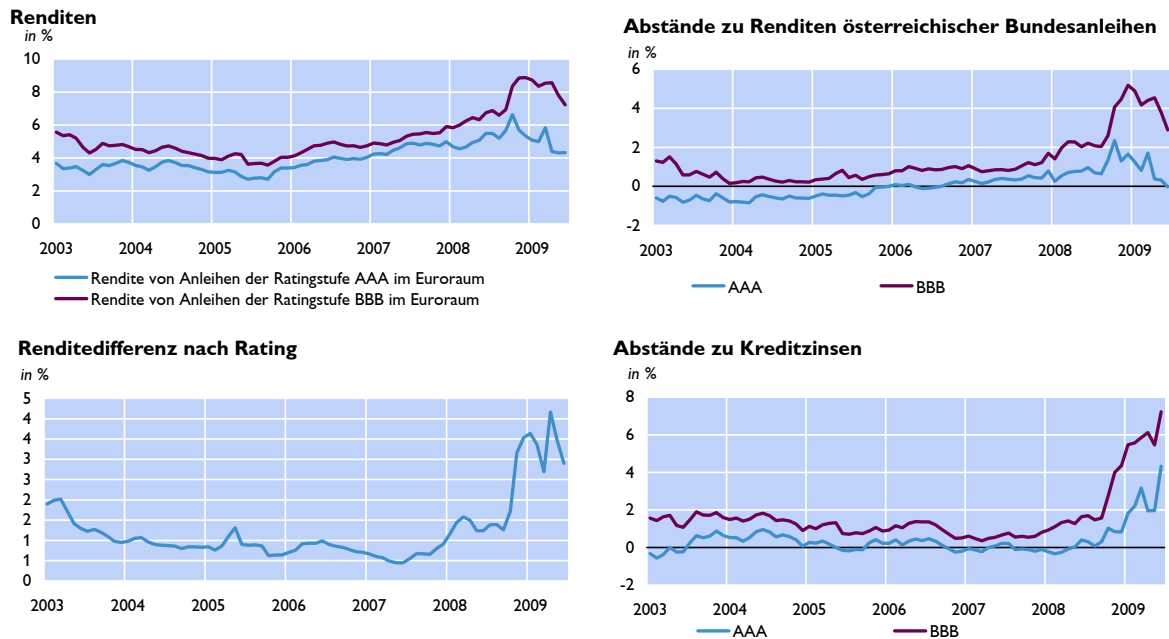
Quelle: OeNB.

Renditen von Unternehmensanleihen sind vor allem für schlechter geratete Emittenten hoch

Deutliche Auswirkungen auf die Finanzierung in Form von Unternehmensanleihen zeigte die Krise bei den Konditionen von Unternehmensanleihen. Im Zuge der erhöhten Unsicherheit und der höheren Risikoaversion nach der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 schnellten die Renditen für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt abrupt nach oben. Der Anstieg war vor allem bei schlechter gerateten Anleihen sehr stark. Die Renditen von Anleihen der Ratingstufe BBB stiegen zwischen September und November 2008 um rund 200 Basispunkte. In den ersten Monaten des laufenden Jahres bildeten sich die Renditen nur leicht zurück und wiesen bis ein im historischen Vergleich außergewöhnlich hohes Niveau auf. Seither sind sie wieder deutlich zurückgegangen.

Im Vergleich zu den Kosten von Bankkrediten hat sich die Finanzierung über Unternehmensanleihen infolge der hohen Risikoaufschläge seit der Intensivierung der Finanzkrise im Herbst 2008 massiv verteuert. Das gilt vor allem für risikoreichere Emissionen. Im April 2009 lagen die Renditen von Anleihen der Ratingstufe BBB um mehr als 6 Prozentpunkte über den Zinsen für Kredite der Banken (mit einem Volumen von mehr als 1 Mio EUR). Seither haben sich die Renditen wieder deutlich verringert.

Renditen von Unternehmensanleihen



Quelle: Thomson Reuters.

Relativ hohe Bedeutung von Unternehmensanleihen im Finanzierungsmix der Unternehmen

Welche Relevanz die Mittelaufnahme in Form von Anleihen für den Unternehmenssektor hat, zeigt eine Analyse der Finanzierungsseite der Unternehmen im Rahmen der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. Bei einer Analyse internationaler Vergleichsdaten aus der Finanzierungsrechnung ergibt sich, dass die Bedeutung der Anleihen als Instrument der Unternehmensfinanzierung im gesamten Euroraum nirgendwo so hoch, wie in Österreich ist.

Die in Form von Anleihen aufgenommenen Mittel trugen im Jahr 2007 6,4% und im Jahr 2008 mehr als 7% zum Bestand der Außenfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors bei. Das war doppelt so hoch wie der Euroraum-Durchschnitt und der höchste Wert aller Euroraumländer, für die entsprechende Daten bei Eurostat vorliegen (siehe nachstehende Tabelle).¹⁶ Im Durchschnitt des Euroraums belief sich der Anteil der Anleihen an den gesamten Unternehmensverpflichtungen auf 3,3%.

Der Beitrag zur laufenden Unternehmensfinanzierung der österreichischen Unternehmen war in den letzten Jahren noch deutlich höher. Im Durchschnitt der Jahre 2003/2008 stammten 20,5% der Finanzierung aus Anleiheemissionen.

¹⁶ Für Einzelländerdaten stehen bei Eurostat derzeit nur Werte bis einschließlich 2007 zur Verfügung.

Unternehmensanleihen in Österreich und im Euroraum

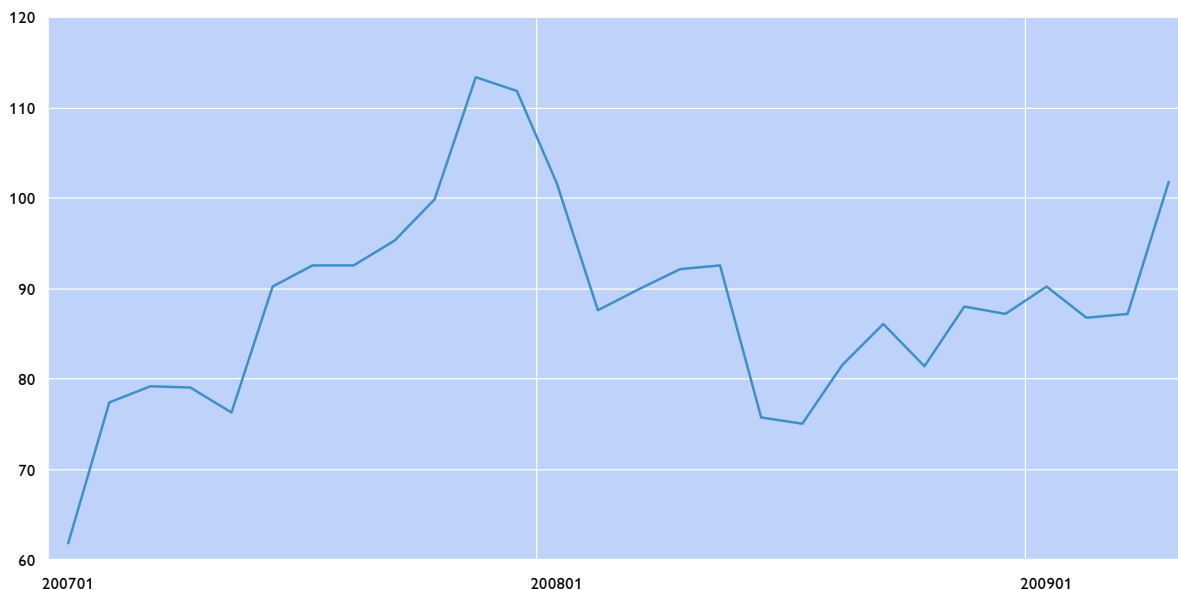
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Umlauf in % der gesamten Verpflichtungen						
BE	3,5	3,4	2,5	2,1	2,2	
DE	2,9	3,0	2,9	2,8	2,9	
GR	3,0	3,9	4,4	5,4	0,0	
ES	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	
FR	6,9	6,2	5,8	5,1	4,7	
IT	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1	
AT	6,2	6,8	6,7	6,1	6,4	7,3
PT	3,8	3,9	5,0	5,2	5,8	
FI	4,8	4,8	4,7	4,4	4,0	
EA	3,7	3,6	3,3	3,0	2,8	3,3
Beitrag der Anleihen zur Unternehmensfinanzierung (in %)						
BE	16,1	20,7	-103,0	2,0	3,9	
DE	56,5	-8,6	13,7	17,2	13,5	
GR	6,7	22,0	16,3	25,5	0,0	
ES	-1,0	-0,1	-0,1	0,3	0,7	
FR	23,7	-8,0	2,1	2,7	0,8	
IT	3,8	15,7	2,0	4,0	3,4	
AT	23,5	38,4	22,4	12,3	13,2	13,1
PT	-5,7	8,6	27,7	11,2	18,4	
FI	-11,5	-18,8	23,3	-3,0	-5,3	
EA	4,1	-6,1	-5,0	1,3	3,4	5,5

Quelle: OeNB (für Österreich), Eurostat.

Bei einer Analyse der Beiträge der einzelnen Finanzierungsformen zur gesamten Außenfinanzierung ist zu beachten, dass Anleihen nicht als perfektes Substitut zu Bankkrediten betrachtet werden können. Die Mittelaufnahme durch Anleihen unterscheidet sich in einigen Punkten von der Kreditaufnahme bei Banken, sowohl im Hinblick auf Modalitäten der Finanzierung, wie die Mindestgröße, die Laufzeit, die damit verbundenen Kosten oder die Flexibilität in der Aufnahme und Tilgung, als auch in der Investorenbasis, die bei den Anleihen weit über die Banken hinausgeht. Anleihen sind daher nicht für alle Unternehmen (und Investitionsvorhaben) gleich geeignet, sondern vor allem für Investitionsprojekte mit einem relativ großen und langfristigen Finanzbedarf zweckmäßig.

Durchschnittliche Größe der Unternehmensanleihen

in Mio EUR



Berechnet anhand der per 30.4.2009 umlaufenden Emissionen. In früheren Perioden begebene Anleihen mit kurzen Laufzeiten, die diesem Stichtag bereits abgereift sind, sind daher nicht enthalten.

Quelle: OeNB.

Zum Stichtag 30. April 2009 waren in der Wertpapierdatenbank der OeNB 206 Unternehmen ausgewiesen, die insgesamt 501 Anleihen begeben haben. Das pro Unternehmen ausstehende Volumen variierte je nach Unternehmen beträchtlich und betrug zwischen 0,2 Mio EUR und mehr als 8 Mrd EUR; im Durchschnitt belief sich der zu diesem Zeitpunkt aushaftende Betrag auf 176 Mio EUR pro Unternehmen. Etwa ein Drittel der Unternehmen hatte Anleiheverbindlichkeiten von weniger als 10 Mio EUR, ein weiteres Drittel zwischen 10 und 50 Mio EUR und der Rest von mehr als 50 Mio EUR.

Der unterschiedliche Zweck von Anleihen und Krediten kommt auch im Unterschied der durchschnittlichen Volumina, die mit den beiden Instrumenten aufgebracht werden können, zum Ausdruck. Im Durchschnitt hatte eine im April 2009 ausstehende Unternehmensanleihe ein Volumen von 72,4 Mio EUR (eine Reihe von Unternehmen hat mehrere Anleihen begeben). Daten über die durchschnittliche Größe eines Bankkredits liegen nicht vor. Zu Illustrationszwecken kann die durchschnittliche Größe eines Großkredits aus der Großkreditevidenz der OeNB herangezogen werden, in der Kredite ab einem Volumen von 350.000 EUR abgebildet werden. Die durchschnittliche Größe eines Großkredits (also nicht aller Kredite) lag im März 2009 bei rund 2,6 Mio EUR, das entspricht 3,6% einer durchschnittlichen Anleihe.

Keine Emissionen von Unternehmen im öffentlichen Eigentum zwischen Jänner und April 2009

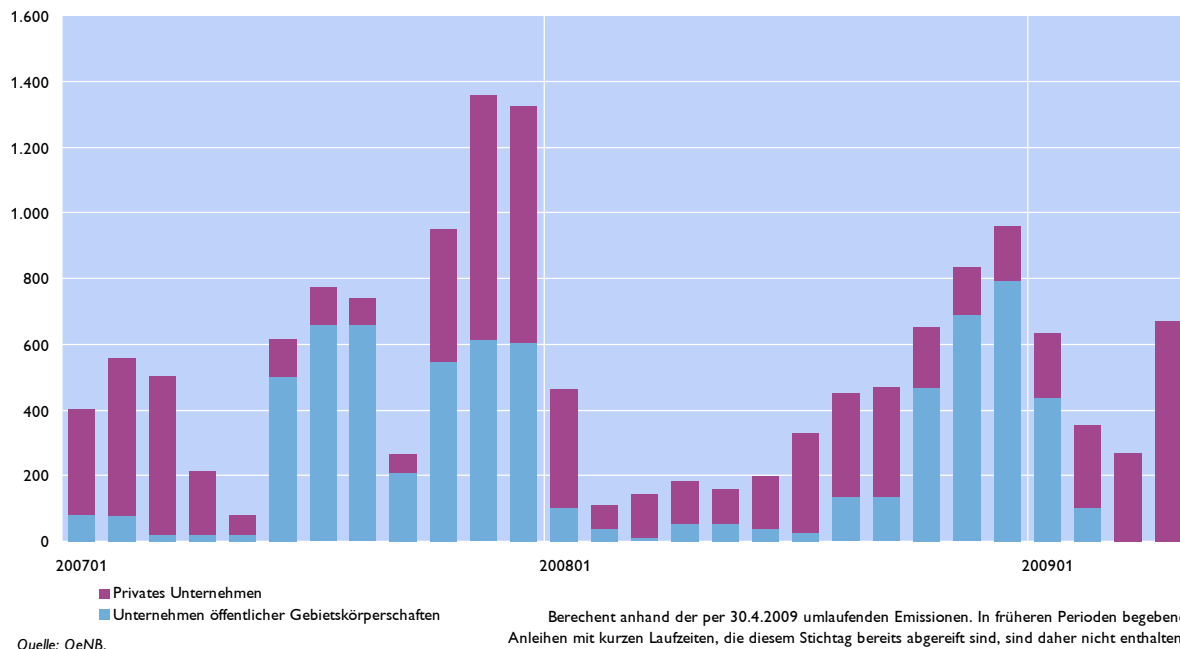
Der österreichische Unternehmensanleihenmarkt ist stark von Unternehmen, die im öffentlichen Eigentum stehen, geprägt. Von den Ende April 2008 ausstehenden Emissionen war mehr als die Hälfte, nämlich 54%, von Unternehmen öffentlicher Gebietskörperschaften¹⁷ begeben worden. In den ersten vier Monaten des heurigen Jahres haben die öffentliche

¹⁷ Gemäß Aufgliederung in Staatsschuldenausschuss (2008), Tabelle A8. Von diesen haben ASFINAG, BIG, ÖBB, SCHIG und KABEG Anleihen begeben.

Unternehmen den Rentenmarkt allerdings nicht in Anspruch genommen, das gesamte in diesem Zeitraum aufgelegte Emissionsvolumen wurde von mehrheitlich in privatem Besitz stehenden Unternehmen begeben, von denen aber einige eine starke Beteiligung des öffentlichen Sektors (teilweise über die ÖIAG) aufweisen (Z.B. OMV, EVN, Verbund).

Emission von börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmensanleihen

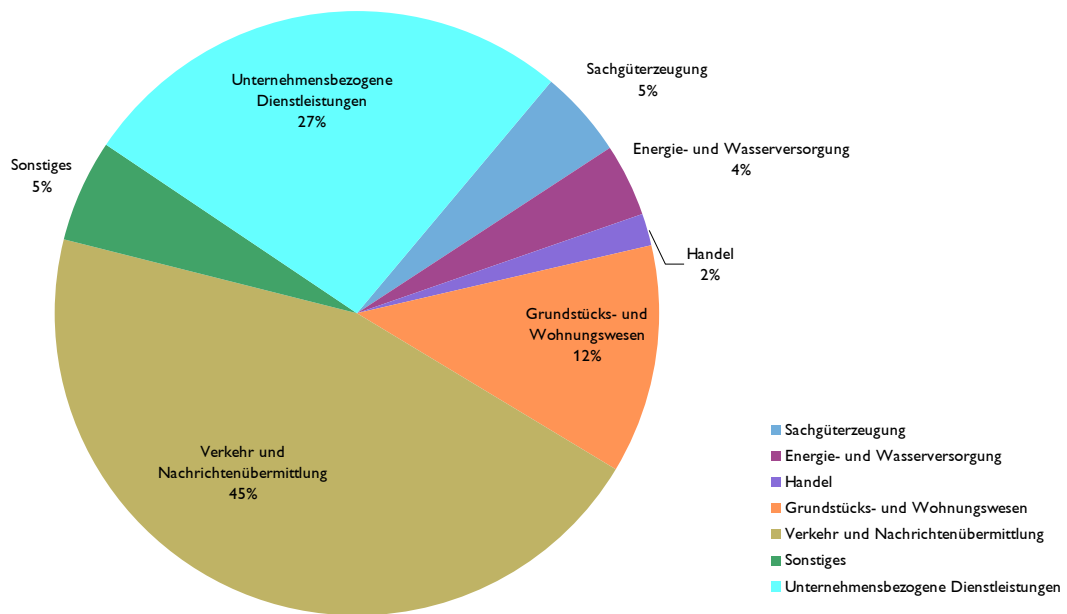
Gleitende 3-Monats-Durchschnitte in Mio EUR



Die hohe Bedeutung staatsnaher Unternehmen kommt auch in der Branchenstruktur der von österreichischen Unternehmen emittierten Anleihen zum Ausdruck. So sind Unternehmen aus den Bereichen Verkehr – vor allem Infrastruktureinrichtungen – stark vertreten. Auf sie entfielen im April 2009 rund 45% des gesamten Umlaufvolumens. Relativ hoch war mit 12,3% der Anteil von Immobiliengesellschaften; worunter neben entsprechenden Unternehmen der öffentlichen Hand auch Wohnbaugesellschaften fallen. Relativ gering waren die Anteile der Sachgüterzeugung, der Energie- und Wasserversorgung und von Handelsbetrieben.

Rund 27 % entfielen auf den Sektor „Unternehmensbezogene Dienstleistungen“. Hierzu zählen insbesondere Beteiligungsgesellschaften, über die eine Reihe von Unternehmen ihre Anleiheemissionen abgewickelt haben. Da die von diesen Unternehmen aufgenommenen Mittel aber solchen anderer Wirtschaftssektoren zufließen, wird die Branchenstruktur der Emittenten von Unternehmensanleihen auf diese Weise etwas verzerrt.

Unternehmensanleihen nach Branchen



Lange Laufzeiten der Unternehmensanleihen

Durch Anleihen sind Finanzierungen mit deutlich längeren Laufzeiten als mit Krediten möglich. Im April 2009 wiesen mehr als drei Viertel der von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen eine Ursprungslaufzeit von mehr als 5 Jahren auf, bei den Bankkrediten betrug der entsprechende Anteil 58% (siehe Tabelle). Rund 35% des gesamten Volumens der Unternehmensanleihen hatten eine Laufzeit von zehn oder mehr Jahren. Anders als bei Krediten, bei denen nahezu 30% weniger als 1 Jahr liefen, waren bei Anleihen Laufzeiten unter 1 Jahr sehr selten. Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit, die in vielen Ländern vor allem von großen Unternehmen aufgelegt werden (so genannte Commercial Papers), spielen in Österreich nur eine untergeordnete Rolle.

Ursprungslaufzeit von Unternehmensanleihen und Bankkrediten

Anteile in % zum 30. April 2009

	Unternehmens- anleihen	Bankkredite
Bis 1 Jahr	0,7	28,3
1-5 Jahre	23,1	13,7
Über 5 Jahre ¹⁾	76,2	58,0
5-10 Jahre	41,3	
10 bis 15 Jahre	16,9	
15 bis 30 Jahre	8,9	
Über 30 Jahre	9,1	

1) Die EZB-Monetärstatistik ermöglicht keine weitere Aufteilung der Ausleihungen mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren.

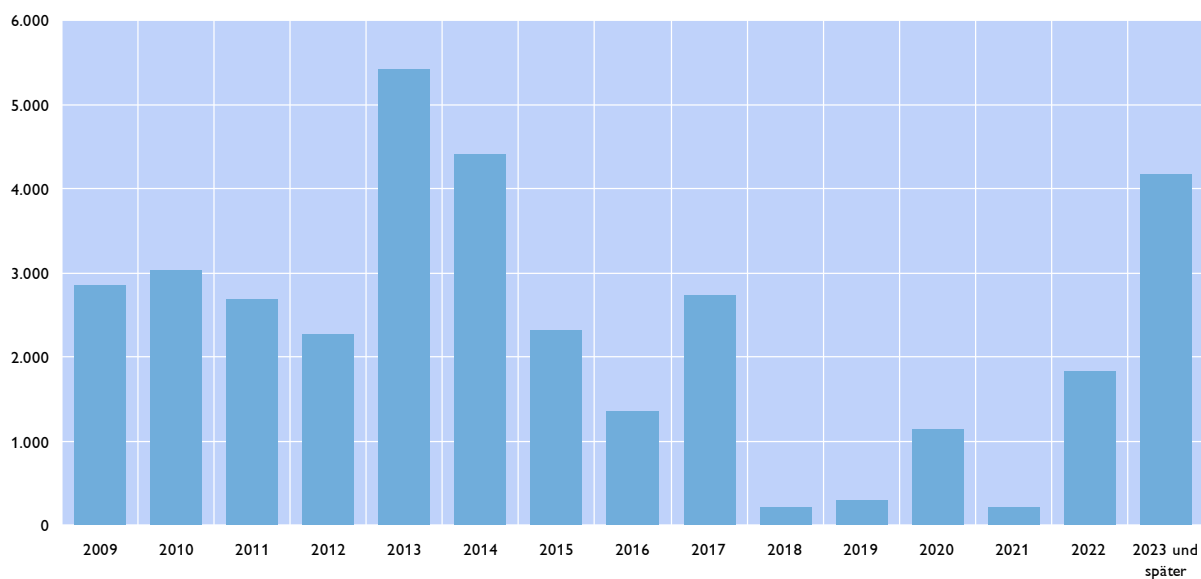
Quelle: OeNB, Wertpapier-Stammdatenbank bzw. EZB-Monetärstatistik.

Die lange Laufzeit der Unternehmensanleihen kommt auch in ihrem Tilgungsprofil zum Ausdruck, das unter Zugrundelegung der aktuellen Laufzeiten der einzelnen Anleihen (also unter der Annahme, dass in jenen Fällen, in denen das möglich wäre, keine vorzeitigen Tilgungen erfolgen) ermittelt wurde. Dabei zeigt sich, dass heuer lediglich 8% der am 30.4.2009 ausstehenden Unternehmensanleihen und rund ein Viertel in den nächsten zweieinhalb Jahren (bis 2011) fällig werden. Relativ große Beträge werden dann in den Jahren 2013 und 2014 fällig. Rund 12% der Anleiheverbindlichkeiten der Unternehmen werden erst 2023 oder später fällig.

Tilgungsprofil der Unternehmensanleihen

Umlaufvolumen zum 30.4.2009 mit Laufzeitende im jeweiligen Jahr

in Mio EUR



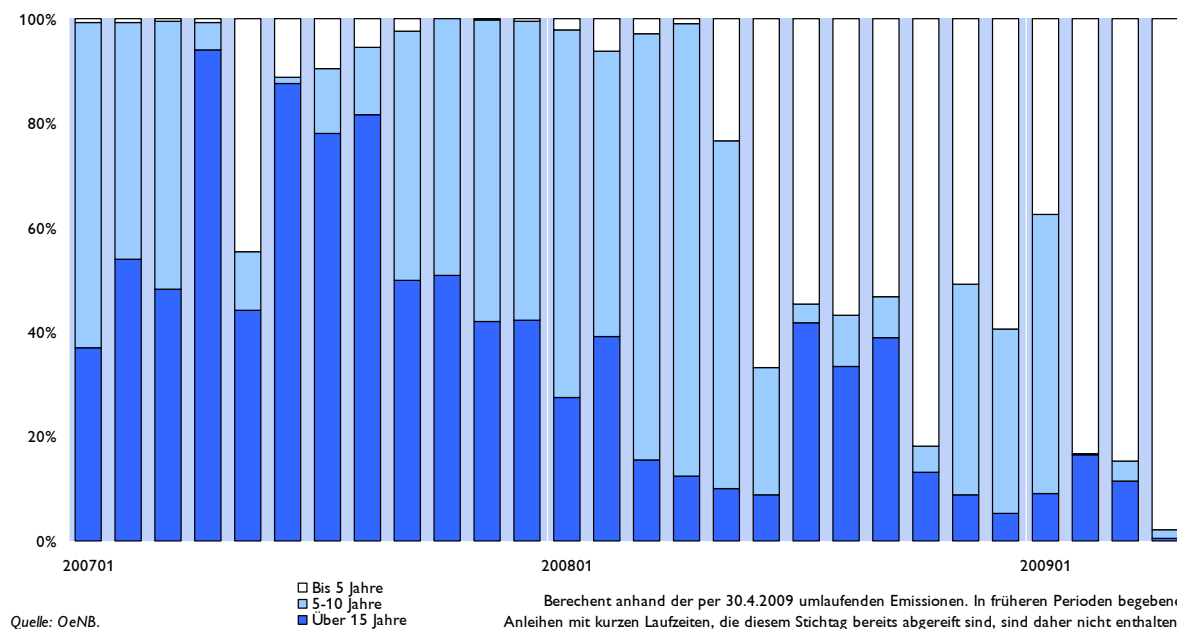
Quelle: OeNB.

In Befragungen haben einige Unternehmen berichtet, dass sich im Kreditbereich längerfristige Finanzierungen schwieriger gestaltet haben. Da die Kreditstatistik Laufzeiten über 5 Jahre nicht weiter aufgliedert, können Verschiebungen im langfristigen Bereich nicht erfasst werden, solange die Laufzeit des Kredits über 5 Jahren liegt.

Im Anleihebereich lässt sich in den letzten Monaten eine deutliche Verschiebung der Fristigkeiten der neu begebenen Emissionen hin zu kürzeren Laufzeiten erkennen. Belief sich der Anteil der Neuemissionen mit einer Ursprungslaufzeit bis zu 5 Jahren im Jahr 2007 noch auf rund 3%, so stieg er im Jahr 2008 auf 54% und lag in den ersten vier Monaten 2009 bei 94%. Parallel dazu sank der Anteil von über 15-jährigen Emissionen von 54% im Jahr 2007 auf 15% im vergangenen Jahr und auf 5% im bisherigen Verlauf des heurigen Jahres. Wie die nachstehende Grafik zeigt, wies die Fristigkeitsstruktur der Unternehmensanleihen in der Vergangenheit große Schwankungen auf.

Fristigkeitsstruktur der Unternehmensanleihen

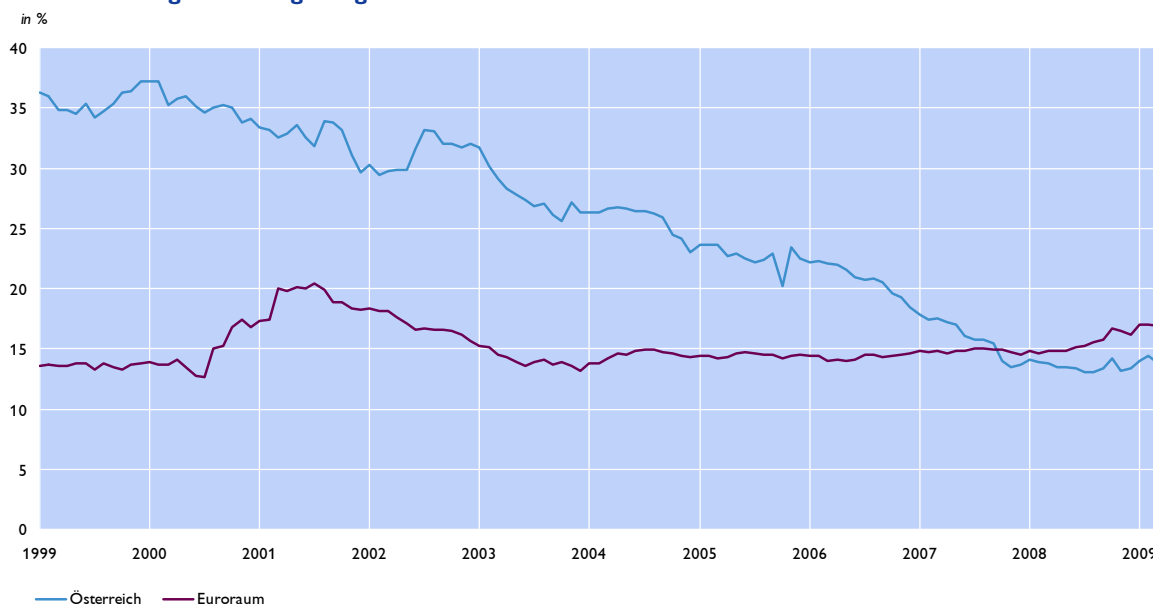
Anteile am jeweiligen Emissionsvolumen in %, gleitende 12-Monatsdurchschnitte



Rückläufiger Fremdwährungsanteil

Wie im Kreditbereich hat sich in den letzten Jahren der Fremdwährungsanteil am Umlauf der Unternehmensanleihen deutlich vermindert. Lauteten zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion noch mehr als 35% der Anleihen des Unternehmenssektors auf fremde Währung, so waren es 10 Jahre später nur mehr 13%. Davon waren rund 6 Prozentpunkte in CHF und 5 Prozentpunkte in USD denominated, der Rest entfiel auf sonstige Währungen. Seit September 2007 liegt der Fremdwährungsanteil in Österreich unter jenem des gesamten Währungsraums. In den letzten Monaten waren keine strukturellen Verschiebungen zu erkennen.

Fremdwährungsanteil langfristiger Unternehmensanleihen



Quelle: OeNB, EZB.

Langfristig: Ursprungslaufzeit von mehr als 1 Jahr.

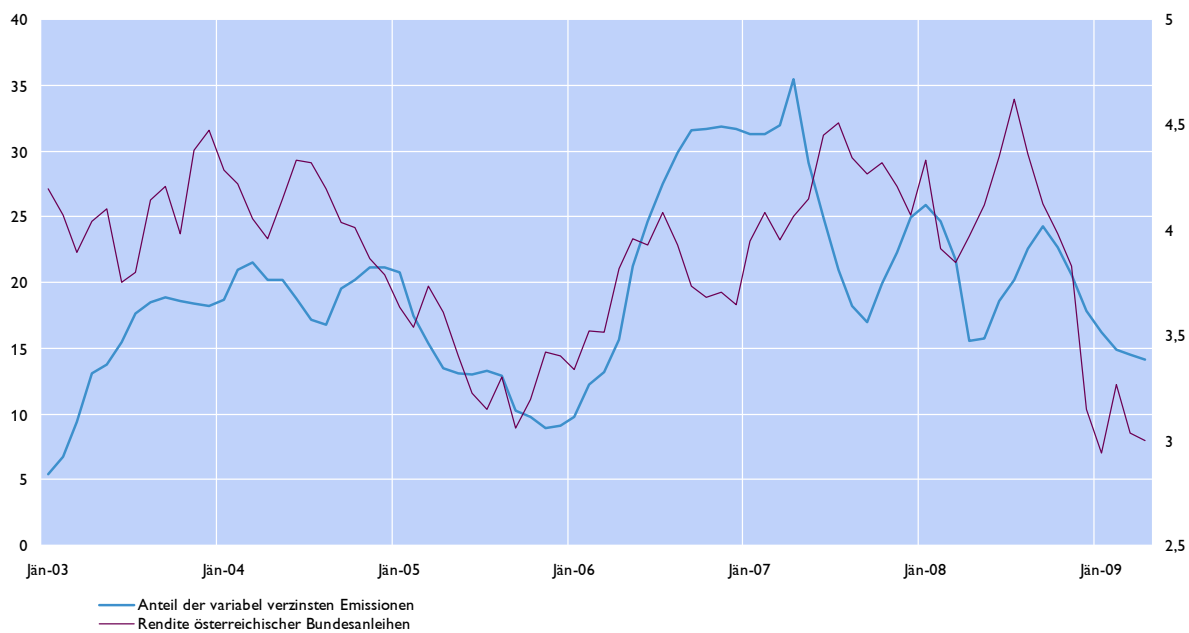
Anteil variabler Verzinsung sinkt

Der weitaus überwiegende Teil der Unternehmensanleihen ist fix verzinst. Ende April 2008 wiesen nur 14,3% der umlaufenden Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von mehr als 1 Jahr eine variable Verzinsung auf, das war deutlich weniger als der langjährige Durchschnitt.

Dieser Rückgang dürfte im Zusammenhang mit dem Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus in den letzten Monaten stehen, wie die nachstehende Grafik zeigt. In den letzten Jahren war eine sehr hohe Korrelation zwischen dem Anteil variabel verzinsten Emissionen und dem allgemeinen Zinsniveau, gemessen an der Rendite von Bundesanleihen, zu erkennen. Mit steigenden Renditen nimmt die Präferenz für variabel verzinsten Anleihen zu. So hat sich der Anteil variabel verzinsten Emissionen an den langfristigen Unternehmensanleihen parallel zum Zinsanstieg ab Herbst 2005 nahezu vervierfacht (von 9,0% im November 2005 auf 35,4% im April 2007). Überdies dürften erhöhte Unsicherheiten das Interesse an fixen Kupons verstärken. Mit Beginn der Finanzmarkturbulenzen im Jahr 2007 verminderte sich der Anteil der variabel verzinsten Anleihen. Die Entwicklung der Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen dürfte hingegen weniger Einfluss haben.

Anteil der variabel verzinsten Emissionen an den Bruttoemissionen von langfristigen Unternehmensanleihen

Gleitender 12-Monats-Durchschnitt in %



Quelle: OeNB, Thomson Reuters.

Hoher Anteil internationaler Investoren in der Anlegerstruktur der Unternehmensanleihen

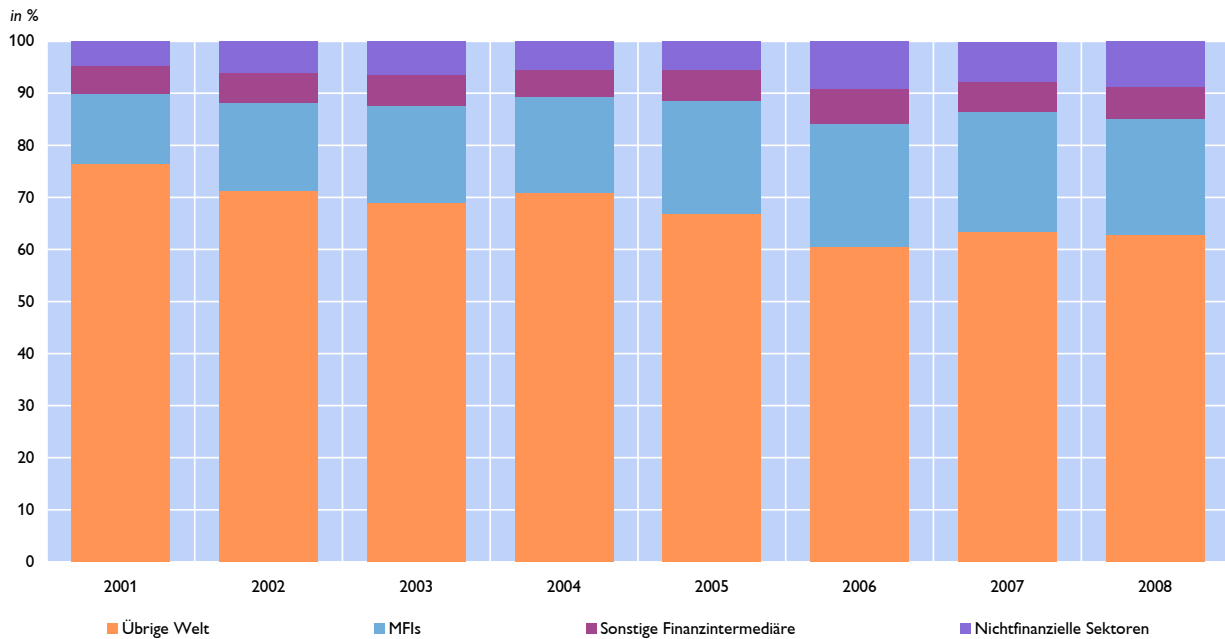
Ein wesentliches Merkmal von Anleihen ist der Umstand, dass Unternehmen dadurch ihre Gläubigerbasis über die Banken hinaus erweitern können. Das kommt auch in einer Aufgliederung der Anlegerstruktur (gemäß GFR) zum Ausdruck. Nur knapp ein Viertel (23,1%) des Umlaufs an Unternehmensanleihen wurde Ende 2007 von (inländischen) Banken gehalten.¹⁸ Ihr Anteil ist seit 2001 kontinuierlich gestiegen, was darauf hindeutet, dass die Banken Direktkredite durch titrierte Forderungen substituiert haben.

Den mit Abstand höchsten Anteil in der Anlegerstruktur österreichischer Unternehmensanleihen hatten ausländische Investoren, auch wenn sich ihr Anteil seit Beginn des Jahrzehnts leicht verringert hat. Ausländische Investoren hielten Ende 2007 knapp zwei Drittel (63,4%) des Umlaufs (2001 waren es sogar 76,5%). Vor allem große und liquide Emissionen, die ein externes Rating aufweisen, werden von internationalen Investoren erworben. Demgegenüber spielen die nichtfinanziellen Sektoren (Unternehmen und Haushalte) mit einem Anteil von 7,6% der vom Unternehmenssektor emittierten Anleihen Ende 2007 als direkte Kreditgeber der Unternehmen eine untergeordnete Rolle. Aber auch inländische institutionelle Investoren halten in relativ geringem Umfang österreichische Unternehmensanleihen.¹⁹ Ende 2007 entfielen auf die sonstigen finanziellen Unternehmen 6,7% des Umlaufs von Unternehmensanleihen.

¹⁸ Daten zu den Verpflichtungen aus finanziellen Passiva der Unternehmen (und der anderen volkswirtschaftlichen Sektoren) gegenüber in- und ausländischen Gläubigern finden sich in den Jahrestabellen der GFR.

¹⁹ Ein Grund könnte sein, dass Fonds, die in Unternehmensanleihen investieren, sich oftmals an internationalen Benchmark-Indizes orientieren, in denen österreichische Titel nicht sehr stark vertreten sind.

Investorenstruktur der österreichischen Unternehmensanleihen



Zusammenfassung und jüngste Entwicklung

Die Unternehmensfinanzierung durch Anleihen hat sich in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres leicht ausgeweitet. Im April 2009 belief sich die jährliche Wachstumsrate auf 14,9% (Nettoemissionen in % des Umlaufs vor 12 Monaten). Die Jahreswachstumsrate der Unternehmensanleihen war bis zuletzt höher als jene der Kredite. Auswirkungen der Krise waren vor allem bei den Renditen von Unternehmensanleihen, die bis Mitte März relativ hoch waren, zu spüren. Seither haben sich die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen deutlich reduziert und für jene Unternehmen, die über ein gutes Rating verfügen, waren in den letzten Monaten Anleihen eine relativ kostengünstige Finanzierungsalternative zum langfristigen Bankenkredit. Die österreichischen Unternehmen emittierten brutto seit Jahresbeginn an die 8 Mrd EUR (inklusive Emissionen von in- und ausländischen Finanzierungstöchtern), der Großteil davon wurde seit April begeben.

Die durchschnittliche Größe einer Anleihe hat sich seit Mitte 2008 um rund ein Drittel erhöht. Gleichzeitig war in den letzten Monaten eine Verschiebung der Fristigkeit der neu begebenen Emissionen hin zu kürzeren Laufzeiten zu erkennen. Der österreichische Unternehmensanleihemarkt ist zwar stark von Unternehmen, die im öffentlichen Eigentum stehen, geprägt. Zwischen Jänner und April 2009 haben diese Unternehmen den Rentenmarkt allerdings nicht in Anspruch genommen (wohl aber einige andere Unternehmen mit staatlicher Beteiligung), allerdings traten Unternehmen im öffentlichen Eigentum in den letzten Wochen wieder verstärkt als Emittenten am Anleihenmarkt auf.

Literaturverzeichnis

Sedlacek, G. 2009. Practical examples of policy relevant uses of security-by-security data. In: IFC Bulletin 29. January 2009.

Staatsschuldenausschuss (2009). Bericht über die öffentlichen Finanzen 2008.

Waschiczek, W. 2004. Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich. In: Geldpolitik und Wirtschaft Q4.

Annex

Datenbasis

Der vorliegende Beitrag stützt sich auf drei von der OeNB erstellte Datenquellen, die Angaben über von Unternehmen in Österreich begebenen Anleihen enthalten: Im Rahmen der Emissionsstatistik melden inländische Kreditinstitute (neben den eigenen Schuldverschreibungen) die verbrieften Verbindlichkeiten (Neuemissionen, Tilgungen und Umlaufvolumina in Nominale EUR) von Nichtbanken. Diese Daten liegen monatlich vor und werden dann mit Hilfe der Wertpapier-Stammdatenbank der OeNB standardisiert nach volkswirtschaftlichem Sektor (gemäß ESVG 95), Ursprungslaufzeit (über und unter 1 Jahr) sowie nach Verzinsungsart (fix oder variabel verzinst) gegliedert.

Die Wertpapier-Stammdatenbank enthält pro Wertpapierkennnummer Angaben zu den verschiedensten Merkmalen der einzelnen Anleihen. Aus dieser Datenquelle wurde ein Abzug aller von österreichischen nicht-finanziellen Unternehmen ausstehenden Anleihen per 30.4.2009 nach verschiedenen Aspekten untersucht. Dabei ist folgendes zu beachten. Dieses Datenset enthält zwar das Datum des Laufzeitbeginns der Anleihen, aber keine Angaben zum tatsächlichen Emissionsdatum, sodass die Zuordnung der einzelnen Anleihen zu den jeweiligen Monaten leichte Unschärfen aufweisen kann. Darüber hinaus werden Aufstockungen nicht gesondert ausgewiesen, was ebenfalls die periodengerechte Zuordnung der einzelnen Emissionen erschwert. Schließlich sind bereits wieder getilgte Papiere in diesen Daten nicht enthalten, so dass die Begebung kurzfristiger Papiere für frühere Perioden nicht mehr erfasst ist – allerdings spielen etwa Commercial Papers in der Unternehmensfinanzierung in Österreich nur eine untergeordnete Rolle, sodass dieser Umstand die Aussagekraft der Daten nicht sehr beeinflusst. Insgesamt weist die auf Basis dieser Daten gewonnene Zeitreihe eine sehr große Übereinstimmung mit jener der Emissionsstatistik auf.

Weiters werden auch im Rahmen der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) Angaben über Unternehmensanleihen veröffentlicht. Die GFR erlaubt eine Zuordnung der Anleiheemissionen in die gesamte Außenfinanzierung der Unternehmen und gibt an, welche Sektoren (Haushalte, Finanzinstitute, Ausland) die von Unternehmen begebenen Anleihen halten und ermöglicht überdies auch einen internationalen Vergleich für die (meisten) Länder innerhalb der EU.

Darstellung und Zielsetzung des österreichischen Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetzes

Einleitung

Vor dem Hintergrund der Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 entstand die Sorge, dass die Unsicherheiten und der Vertrauensverlust im Finanzsektor und die damit einhergehenden Probleme in der Refinanzierung der Banken bzw. ein erhöhter Abschreibungsbedarf sich negativ auf die Finanzierung der Realwirtschaft auswirken könnten.

Da das Bankensystem in dieser Kette das zentrale Element darstellte, konzentrierten sich die wirtschaftspolitischen Maßnahmen in einem ersten Schritt auf die Banken. Wie in vielen anderen Ländern unterstützte in Österreich der Staat Banken mit zusätzlichem Eigenkapital und übernahm Haftungen für kurzfristige Interbankverbindlichkeiten und Bankanleihen. Mit der Konsolidierung der Position der Banken hofft man, dass diese wieder ausreichend Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen vergeben können.

Das Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetz geht einen Schritt weiter und setzt bei den Unternehmen direkt an. Das Gesetz sieht vor, Unternehmen bei der Aufnahme von Bankkrediten zu unterstützen, indem der Bund Haftungen für diese Kredite übernimmt.

Das Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetz (USLG) passierte am 8. Juli 2009 den Nationalrat. Der vorliegende Beitrag diskutiert das USLG aus ökonomischer Sicht und versucht, mögliche Wirkungen auf die Wirtschaft abzuschätzen.

Prinzipielle Überlegungen zu staatlichen Haftungen für Unternehmenskredite

Die ökonomische Begründung einer Haftungsübernahme des Bundes bei der Kreditaufnahme von Unternehmen muss eine andere sein als bei Haftungen für Banken. Die im letzten Jahr beschlossenen Haftungen für Banken hatten zum Ziel, die Unsicherheiten über die Werthaltigkeit von Bankaktiva (Stichwort „toxische Wertpapiere“) zu vermindern beziehungsweise plötzliche Engpässe in der Refinanzierung der Banken auf den Geldmärkten zu unterbinden. Beide Szenarien sind bei nichtfinanziellen Unternehmen deutlich unwahrscheinlicher. Der wichtigste Teil der Betriebsmittel von Unternehmen stammt aus dem Cash-flow und nicht aus Kredit, wodurch Liquiditätsengpässe bei Unternehmen aus anderen Gründen auftreten als bei Banken. Auch die Frage der Unsicherheit über die Werthaltigkeit der Aktiva stellt sich bei Unternehmen anders als bei Finanzinstituten, da Unternehmensaktiva in der Regel leichter bewertet werden können.

Es stellt sich daher die Frage, warum der Staat Haftungen für Unternehmenskredite übernehmen soll und wie solche Haftungen gestaltet werden sollen. Eine Begründung wäre, dass Banken in der Finanzkrise Kredite an Unternehmen als viel riskanter einschätzen, als diese fundamental gesehen tatsächlich sind, und daher zu Unrecht keine Kredite vergeben. Um diese Fehleinschätzung mit einer wirtschaftspolitischen Intervention erfolgreich zu beheben, wäre es notwendig, über eine Instanz zu verfügen, die die Kreditwürdigkeit von Projekten besser bewerten kann als die auf Unternehmensfinanzierung spezialisierten Banken. Eine alternative Begründung läge nicht in der Risikobewertung selbst sondern in der Bereitschaft der Banken, dieses Risiko auch zu tragen. Das Argument wäre, dass durch die Finanzkrise die Risikoaversion des Bankensystems ungerechtfertigt stark angestiegen ist, d.h. dass Banken bei gleicher Risikoeinschätzung früher einen Kredit vergeben hätten, dazu aber

jetzt nicht mehr bereit sind. In diesem Fall wäre die Übernahme von Haftungen durch den Staat eine temporäre Maßnahme bis sich das Risikoverhalten der Banken wieder normalisiert hat. Dabei ist aber wieder zu beachten, dass auch die Feststellung einer korrekten Vergütung für ein gegebenes Risiko großer Unsicherheit unterliegt.

Kernstück der Haftungsbestimmungen muss daher sein, dass (1) die begünstigten Unternehmen tatsächlich solvent sind, also zu unrecht ohne Haftung keinen Kredit erhalten hätten, bzw. (2) einen ihrem tatsächlichen Risiko angemessenen Zinssatz bezahlen. Haftungen sollen weder Subvention an Unternehmen darstellen, etwa durch zu niedrige Haftungsentgelte, noch insolvente Unternehmen künstlich und auf Kosten der öffentlichen Hand am Leben erhalten.

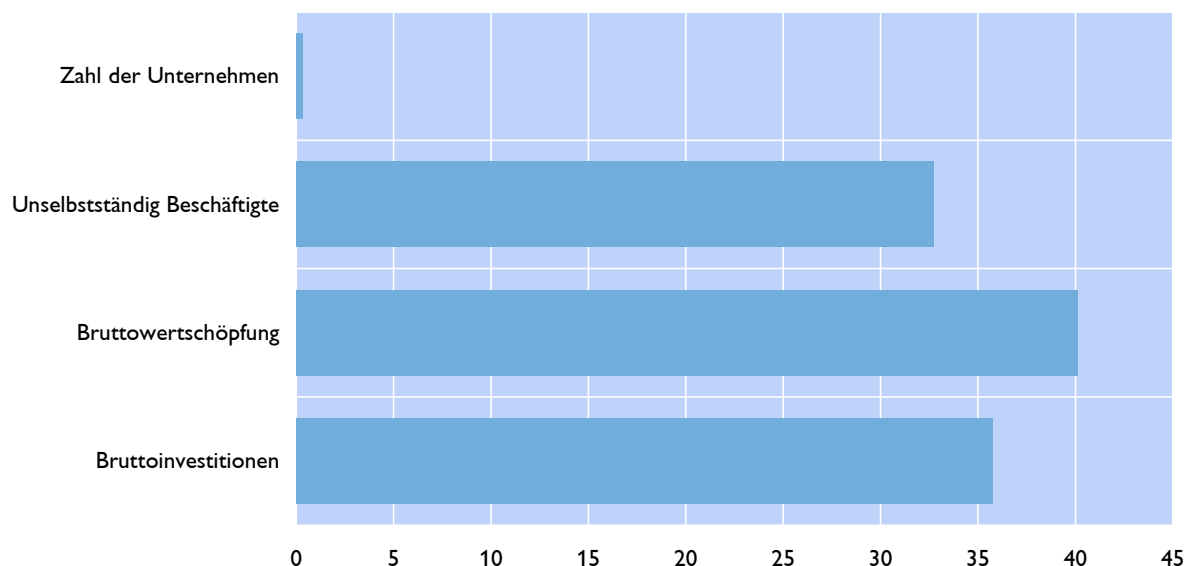
Die wichtigsten Bestimmungen des Gesetzes

Zielgruppe der Maßnahmen sind Unternehmen, die in der österreichischen Wirtschaft eine Schlüsselstellung einnehmen. Begünstigte Unternehmen müssen daher in Österreich aktiv sein und eine gewisse Mindestgröße erreichen, also nicht in die Kategorie der Klein- und Mittelunternehmen (KMUs) fallen, für die alternative staatliche Stützungsmöglichkeiten vorhanden sind. Laut der Strukturstatistik von Statistik Austria (2006) kommen potentiell ungefähr 1000 Unternehmen in den Genuss der Haftungsregeln. Diese Unternehmen beschäftigten 2006 etwa 33% der unselbstständig Beschäftigten außerhalb des Finanzsektors, erwirtschafteten dabei 40% der Bruttowertschöpfung und waren für 36% der Investitionen verantwortlich.²⁰

Grafik 1

Beitrag der begünstigten Unternehmen zur österreichischen Volkswirtschaft in %

Hauptergebnisse der Leistungs- und Strukturstatistik 2006, Sektoren C-K ohne J



Quelle: Statistik Austria.

²⁰ Die gesamte Geschäftstätigkeit des Unternehmens muss außerhalb des Finanzsektors liegen. Ein begünstigtes Unternehmen kann aber sehr wohl Partnerunternehmen im Finanzsektor haben oder mit einem Unternehmen des Finanzsektors verbunden sein. Siehe Erläuterungen.

Die prinzipielle Gesundheit des Unternehmens wird mit Stichtag 1. Juli 2008 festgestellt. Das Unternehmen muss auch nach aktuellem Informationsstand in der Lage sein, die durch die Haftung garantierten Verbindlichkeiten während der Laufzeit der Haftung zu bedienen.²¹

Die Haftungen selbst werden zu Gunsten von Kreditinstituten übernommen, die in Österreich über eine Konzession für das Kreditgeschäft verfügen. Gemäß den Erläuterungen sind zur Besicherung nur Kredite geeignet, die der Finanzierung des Unternehmens oder notwendiger Investitionen dienen, wie insbesondere Betriebsmittelkredite, aber auch Kredite zur (fristgerechten) Rückzahlung von Anleihen oder Kredite zur Aufrechterhaltung der Finanzierungsstruktur. Auf die Wirtschaftlichkeit der Projekte und der Finanzierungsvorhaben ist im Rahmen der Beurteilung der Anträge auf Haftungsübernahme zu achten.

Ziel des Gesetzes ist die Liquiditätsbeschaffung der begünstigten Unternehmen und nicht die Verbesserung der Risikosituation der Kreditinstitute. Die Kreditinstitute müssen daher ein Eigenrisiko von mindestens 30% (inkl. weiterer staatlicher Stützungsmaßnahmen für das konkrete Kreditgeschäft mindestens 20%) tragen. Dieser Selbstbehalt sollte bei den Kredit gebenden Banken den Anreiz schaffen, die Geschäftstätigkeit des Kreditnehmers zu überwachen und einen Kreditausfall zu verhindern. Das Unternehmen bezahlt im Gegenzug ein angemessenes Haftungsentgelt, wobei die von der Europäischen Kommission zur Bekämpfung der Krise beschlossenen Regelungen für staatliche Beihilfe zu berücksichtigen sind. Gemäß den Materialien zum Gesetz sollen die Haftungen so gestaltet werden, dass sie die Erfordernisse erfüllen, die die EZB an Sicherheiten in geldpolitischen Geschäften stellt. Dies erleichtert den Banken die Teilnahme an den Refinanzierungsoperationen des Eurosystems.

Die übernommene Haftung für ein begünstigtes Unternehmen darf 300 Millionen Euro nicht überschreiten; der Gesamtbetrag der übernommenen Haftungen ist mit 10 Mrd Euro limitiert, die revolvingend ausgenutzt werden können. Die Haftungen laufen für maximal fünf Jahre. Die Übernahme von Haftungen ist mit dem 31. Dezember 2010 begrenzt. Die zu diesem Zeitpunkt übernommenen Haftungen gelten dann noch bis zum Ende der maximal fünfjährigen Laufzeit.

Das Gesetz lässt viele Details, insbesondere die Voraussetzungen für die Haftungsübernahme, die mit der Haftung verbundenen Bedingungen und Auflagen und das Entgelt offen. Damit soll Flexibilität in der Umsetzung gewahrt bleiben, wobei nähere Bestimmungen vom Bundesminister für Finanzen im Einvernehmen mit dem Bundeskanzler erlassen werden und auch individuell angepasst werden können.²²

²¹ Eine Haftungsübernahme ist demnach insbesondere ausgeschlossen, wenn beim Antrag stellenden Unternehmen die Voraussetzungen nach dem Unternehmensreorganisationsgesetz – URG, BGBl. I Nr. 114/1997, vorliegen oder es sich um ein Unternehmen handelt, das sich in finanziellen Schwierigkeiten gemäß der Mitteilung der Europäischen Kommission betreffend Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten, ABl. Nr. C 244 vom 1.10.2004, S. 2 handelt. Siehe Erläuterungen.

²² Dies betrifft insbesondere in Anlehnung an die Auflagen für Maßnahmen nach dem Finanzmarktstabilitätsgesetz und dem Interbankenmarktstärkungsgesetz die Festlegung des Auswahlverfahrens, die Festlegung der Auswahl- und Beurteilungskriterien, die Ausschöpfung sonstiger Möglichkeiten zur Eigen- und Fremdfinanzierung durch das begünstigte Unternehmen, die für Bund und Kreditgeber im Verhältnis der Haftungsquote gleichrangige Sicherstellung, die Verwendung der durch die Haftungsübernahme erhaltenen Mittel, die Bedachtnahme auf die Erhaltung der Arbeitsplätze, das Auskunfts- und Einsichtsrecht des Bundes, die Angemessenheit der Vergütung von Organen, Angestellten und wesentlichen Erfüllungsgehilfen, die Angemessenheit der Gewinnausschüttung an Eigentümer und die Rechtsfolgen für den Fall der Nichteinhaltung von Auflagen.

Infolge des Begutachtungsprozesses wurde der ursprüngliche Ministerialentwurf einigen Änderungen unterworfen. Diese betreffen neben einer genaueren Spezifizierung der vom Gesetz abgedeckten Unternehmen insbesondere auch die in der Stellungnahme der OeNB vorgeschlagene Ausweitung der möglichen Haftung von Neukrediten auf die Prolongation bestehender Kredite. Diese Klausel ist wichtig, da in der aktuellen Situation das Hauptproblem vieler Unternehmen darin besteht, dass bestehende Kreditlinien nicht verlängert werden, während die Aufbringung neuer Mittel für Investitionsprojekte zur Kapazitätsausweitung daneben zweitrangig ist. In der vorliegenden Fassung kann das Gesetz daher besser zur Erhaltung von Beschäftigung beitragen.

Umsetzung und Erfolgchancen

Eine exakte Diagnose der Kreditsituation in Österreich ist schwierig und die Frage, inwieweit es derzeit tatsächlich eine Kreditklemme gibt, ist weiterhin nicht klar zu beantworten. Eindeutig ist aber, dass sich die Kreditvergabekonditionen für einen Teil der Unternehmen verschärft haben.²³

Das Unternehmensstärkungsliquiditätsgesetz stellt für große Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zur Erleichterung der angespannten Finanzierungssituation dar. Viele der praktischen Umsetzungsfragen sind noch den vom Bundesminister für Finanzen gemeinsam mit dem Bundeskanzler zu erlassenden Detailbestimmungen vorbehalten. Für eine endgültige Bewertung der Maßnahmen sind daher diese Richtlinien und deren konkrete Umsetzung abzuwarten.

²³ Siehe Kapitel 1 und 2.

Die Bedeutung der Kreditklemme in Finanzkrisen - Analyse historischer Erfahrungen

Einleitung

Seit dem Ausbruch der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise findet eine intensive Diskussion über das Ausmaß und die realwirtschaftlichen Implikationen der Kreditklemme statt. Kreditklemmen sind jedoch kein Phänomen der jüngeren Vergangenheit; Bell, Brooks, und Moore (2009) dokumentieren das Auftreten einer ausgeprägten Kreditklemme in Italien im Jahre 1294, die bemerkenswerte Ähnlichkeiten mit der aktuellen Krise aufweist. Ein charakteristisches Merkmal moderner Ökonomien ist jedoch die intensive Verflechtung von Finanz- und Realwirtschaft und damit auch die potentiell größere Rolle von Kreditklemmen als Verstärker realwirtschaftlicher Krisen. Diese Rolle ist sowohl in der medialen als auch wissenschaftlichen Diskussion umstritten, was zum Teil auch darauf zurückzuführen ist, dass der Begriff der Kreditklemme mit unterschiedlichen Bedeutungen verwendet wird.²⁴

In dem nachstehenden Beitrag werden eine Klärung des Begriffs der „Kreditklemme“ („credit crunch“) vorgenommen und Gründe ihrer Entstehung im Zuge von Wirtschaftskrisen sowie ihre Wirkungskanäle auf die Realwirtschaft beschrieben. Schließlich werden die potentiellen Auswirkungen von Kreditklemmen auf die Realwirtschaft anhand historischer Erfahrungen diskutiert.

Kreditklemme: Begriff, Entstehung, Wirkungsweise

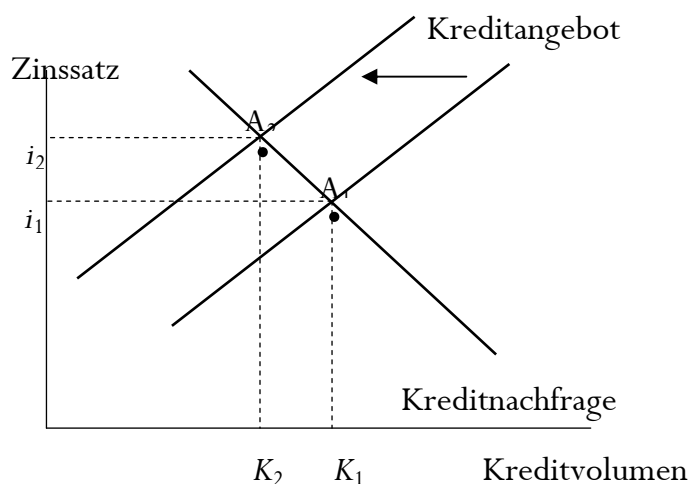
Kreditklemme und Kreditrationierung

Es existiert eine umfangreiche und stark ausdifferenzierte Literatur über die Ursachen, warum es zu einem Rückgang der Kreditvergabe bzw. der mangelnden Verfügbarkeit von Krediten kommen kann. Der Begriff der „Kreditklemme“ („credit crunch“) ist nicht einheitlich definiert und wird mit unterschiedlichen Bedeutungen verwendet. Zur inhaltlichen Klärung beginnen wir in der Folge mit einer sehr engen Begriffsdefinition, gehen dann auf weitere Ursachen für die mangelnde Verfügbarkeit von Krediten ein, um so zu einer umfassenderen Definition zu gelangen.

Als Ausgangspunkt zur Begriffsbestimmung kann das grundlegendste Angebots- und Nachfragemodell am Kreditmarkt verwendet werden, welches in Abbildung 1 dargestellt ist. Auf der horizontalen Achse ist das (nachgefragte bzw. angebotene) Kreditvolumen aufgetragen, auf der vertikalen Achse der Zinssatz, also der Preis den die Kreditnehmer für die zeitweilige Überlassung finanzieller Mittel bezahlen bzw. die Kreditgeber (Banken) für deren Vergabe erhalten. Unter Standardannahmen stellt sich ein markträumendes Gleichgewicht in Punkt A_1 ein, bei dem das Kreditangebot der Kreditnachfrage entspricht. Das gleichgewichtige Kreditvolumen entspricht dem Betrag K_1 , der Gleichgewichtszinssatz i_1 .

²⁴ Dass der Begriff der Kreditklemme mittlerweile auch in die ökonomische Alltagssprache Eingang gefunden hat, belegt die kürzlich erfolgte Aufnahme des Wortes „credit crunch“ in das Oxford English Dictionary. Dieses definiert „credit crunch“ als „severe shortage of money or credit“.

Abbildung 1. Definition einer Kreditklemme



Eine Kreditklemme wird von Bernanke und Lown (1991) als signifikante Verschiebung der Angebotskurve nach links definiert, wobei der risikolose Zins und die Qualität der potentiellen Kreditnehmer als fix angenommen wird.²⁵

Infolge des Auftretens der Kreditklemme stellt sich ein neues Gleichgewicht im Punkt A₂ ein. Diese angebotsseitige Verknappung finanzieller Mittel geht einher mit einer „signifikanten“ Reduktion des Kreditvolumens bei einem gleichzeitigen Anstieg der Kreditzinsen.

Zur genaueren Klärung dieser Definition sind einige Bemerkungen angebracht:

- Ab welcher Größenordnung eine Reduktion als „signifikant“ einzustufen ist, lässt sich schwerlich objektiv definieren. Nicht gemeint sind jedenfalls normale Schwankungen des Kreditvolumens, die im normalen Konjunkturverlauf zu beobachten sind. In empirischen Studien werden Kreditklemmen typischerweise mittels statistischer Methoden definiert, wobei der Schwellenwert, ab dem eine Reduktion im Kreditvolumen als signifikant einzustufen ist, anhand von Abweichungen von „bisherigen historischen Erfahrungen“ (typischerweise der Mittelwert der Stichprobe) bestimmt wird.
- Der Fokus dieser Definition liegt auf der Kreditvergabe durch Banken. Eine allgemeinere Form einer Kreditklemme umfasst nicht nur eine Reduktion des Angebots von Bankkrediten, sondern auch des Angebots seitens anderer potentieller Kreditquellen, zum Beispiel (der Nachfrage nach) Schuldscheinen oder der Einräumung von Zahlungszielen. In der englischsprachigen Literatur wird diese Situation als „capital crunch“ bezeichnet.
- Kreditklemmen betreffen grundsätzlich alle Kreditnehmer, sowohl private Haushalte als auch Unternehmen (Banken und Nicht-Banken). Im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen jedoch in der Regel die Auswirkung auf Unternehmen, da diese den quantitativ überwiegenden Teil der Kredite beanspruchen und die resultierenden Auswirkungen auf deren Investitionstätigkeit einen wichtigen Übertragungsmechanismus auf die Realwirtschaft darstellen.

²⁵ Vgl. Bernanke und Lown (1991, S. 2007): „We define a bank credit crunch as significant leftward shift in the supply curve for bank loans, holding constant the safe interest rate and the quality of potential borrowers.“

- Eine Kreditklemme muss sich nicht immer eindeutig in der Entwicklung des Kreditvolumens *und* des Zinssatzes widerspiegeln. Infolge einer Rezession kann es auch zu einer Linksverschiebung der Nachfrage kommen und eine Reduktion des Kreditvolumens auch bei konstantem Zinssatz eintreten. In anderen Worten: die *ceteris paribus* Annahme eines fixen (sicheren) Zinsniveaus und unveränderter Qualität des Pools der potentiellen Kreditnehmer wird in der Realität oft nicht erfüllt sein.

Schließlich ist anzumerken, dass die obenstehende Definition der Kreditklemme von manchen Autoren als zu eng und wenig realitätsnahe betrachtet wird²⁶; sie impliziert, dass trotz einer bestehenden Kreditklemme alle Kreditnachfrager einen Kredit erhalten, wenn auch zu einem höheren Kreditzins. Es gibt jedoch Evidenz dafür, dass im Zuge von Finanzkrisen die Kreditnachfrage nicht vollständig bedient wird, sich also ein nicht-markträumendes Gleichgewicht einstellt, bei dem ein Teil der Unternehmen und Haushalte keinen Kredit erhält, unabhängig vom Preis den die potentiellen Kreditnehmer zu zahlen bereit sind. Dies führt zu dem Begriff der Kreditrationierung.²⁷

Die zentrale Annahme hierbei ist, dass asymmetrische Information zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern über das Ausfallsrisiko des Kredits besteht. Wenn nun Banken davon ausgehen, dass Kreditnehmer, die bereit sind einen höheren Zinssatz zu bezahlen, auch ein höheres Ausfallsrisiko haben (*adverse Selektion*) oder eher zu ‚*moral hazard*‘ neigen, hat das zur Folge, dass der Gewinn der Bank keine monoton steigende Funktion des Zinssatzes mehr ist, sondern dass es einen gewinnoptimalen Zinssatz für die Banken gibt, der nicht notwendigerweise mit dem markträumenden Zinssatz übereinstimmt. Auch dadurch kommt es zu einer Verknappung des Kreditangebots, allerdings ohne einen – zur Kreditklemme analogen – Effekt auf den Zinssatz. Zu einem verstärkten Auftreten von Kreditrationierung kann es auch dann kommen, wenn sich – zum Beispiel infolge der Verunsicherung durch eine Krisensituation – die Risikoaversion von Banken erhöht, die Risikobewertung aktueller bzw. potentieller Kreditnehmer (zum Beispiel infolge schlechterer Ertrags- bzw. Einkommensaussichten und der Abnahme des Wertes von Kreditsicherheiten infolge des Platzens einer Blase) verschlechtert, oder Banken aus Angst vor einem Bank-Run eine stärkere Liquiditätspräferenz entwickeln und daher mehr Überschussreserven halten.

Weitere begriffliche Aufgliederungen lassen sich in der Literatur finden, beispielsweise „ungleichgewichtige“ Kreditrationierung, die auf staatliche Regulierungen zurückzuführen ist (Davis, 1995, S. 12f.). Von einzelnen Fallstudien abgesehen, lassen sich diese unterschiedlichen Konzepte empirisch schwer trennen, da verschiedene Formen von Kreditbeschränkungen in der Regel gleichzeitig auftreten, und zudem von anderen realwirtschaftlichen Schocks (Rezessionen) oder finanzwirtschaftlichen Schocks (Platzen spekulativer Blasen, Währungskrisen) überlagert werden. Unabhängig von der konkreten Ausprägung und den konkreten Ursachen kann man daher Kreditklemmen weiter gefasst als Rückgang des Kreditangebotes definieren, der dazu führt, dass Kreditnachfrager höhere Kreditkosten in Kauf nehmen müssen oder im Extremfall überhaupt keine Kredite mehr erhalten (selbst wenn sie bereit wären einen höheren Preis zu bezahlen). Eine solche breite Definition geben beispielsweise Greenbaum and Thakor (1995), indem sie eine Kreditklemme als „jäh und ausgeprägte Reduktion in der Verfügbarkeit von Krediten“ definieren.²⁸ Diese breit gefasste Definition kommt wohl auch der Verwendung des Begriffs in der öffentlichen Diskussion am nächsten.

²⁶ Vgl. den Kommentar von Friedman (1991).

²⁷ Der originäre Beitrag zur Kreditrationierung geht zurück auf Stiglitz und Weiss (1981).

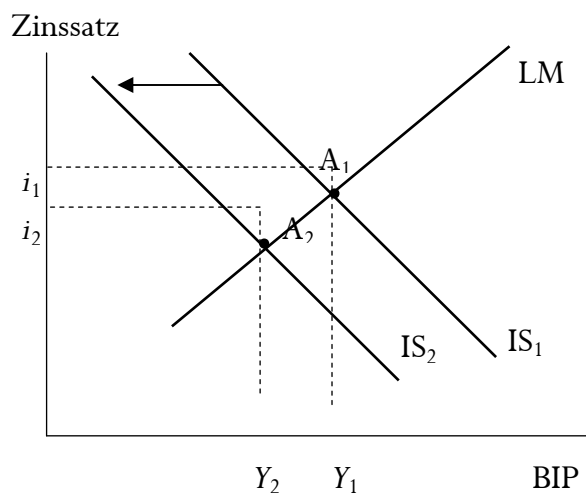
²⁸ “A credit crunch [is a] precipitous reduction in the availability of credit“ (Greenbaum and Thakor, 1995, S. 261).

Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen

Kreditklemmen haben offensichtlich unmittelbare mikroökonomische Auswirkungen. Für einzelne Haushalte und Unternehmen sind Kredite entweder überhaupt nicht oder schwieriger und in der Regel zu höheren Kosten erhältlich. Noch weitreichender jedoch sind die indirekten Folgen einer Kreditklemme sowohl für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das gesamtwirtschaftliche Angebot. Die angebotsseitigen Auswirkungen liegen auf der Hand: Die eingeschränkte Verfügbarkeit kann Firmen dazu veranlassen Investitionspläne in die Zukunft zu verschieben und Arbeitskräfte zu entlassen, was die volkswirtschaftliche Kapazität und damit angebotsseitig das gleichgewichtige BIP sowohl kurz- als auch mittelfristig reduziert.

Zur Analyse der Auswirkungen auf die aggregierte Nachfrage kann eine um den Kreditmarkt erweiterte Form des IS-LM Modells herangezogen werden, das von Bernanke und Blinder (1988) entwickelt wurde. Das Standardmodell, welches auf den Finanzmärkten nur zwischen Anleihen und Geld unterscheidet, wird um einen Markt für Bankkredite erweitert, wobei angenommen wird, dass Bankkredite und Anleihen unvollkommene Substitute der Finanzierung sind. Diese Erweiterung ermöglicht die Analyse von Schocks auf Kreditmärkten in einem vertrauten Modellrahmen. Zur Modellspezifikation sei hier nur erwähnt, dass die IS-Kurve nicht nur ein Gütermarktgleichgewicht repräsentiert, sondern ein simultanes Gleichgewicht am Güter- und Kreditmarkt; entsprechend führen Schocks auf den Kreditmärkten zu Verschiebungen der IS-Kurve und damit zu neuen makroökonomischen Gleichgewichten.

Abbildung 2. Auswirkung einer Kreditklemme im erweiterten IS-LM Modell



Die in Abbildung 2 dargestellten Zusammenhänge sind intuitiv: Ausgangspunkt bildet ein simultanes Gleichgewicht am Güter, Kredit-, und Anleihenmarkt (A_1) mit einem gleichgewichtigen BIP in Höhe von Y_1 und einem Gleichgewichtszins (auf sichere Anleihen) in Höhe von i_1 ; der zugehörige Gleichgewichtszinssatz am Kreditmarkt (der nicht aus der Abbildung ersichtlich ist) in Höhe von ρ_1 ist infolge der Kosten für die Finanzintermediation höher. Ein negativer Angebotschock auf den Kreditmärkten (Kreditklemme im weiteren Sinne), zum Beispiel infolge mangelnder Verfügbarkeit von Eigenkapital, einer Verschlechterung der Bonitätseinschätzung von Schuldern, einer Zunahme der Risikoaversion der Banken, einer höheren Präferenz für liquide Mittel bei Banken aus Angst vor einem Bank-Run, etc., führt dazu, dass von den bankabhängigen Kreditnehmern (die keine anderen Finanzierungsquellen zur Verfügung haben), ein Teil völlig vom Kreditmarkt

abgeschnitten wird, und für den anderen Teil die Kreditkosten (ρ) steigen. Damit sinkt die Vorteilhaftigkeit von Investitionen, die sowohl von deren Nettoerträgen, als auch von den Kreditkosten abhängt und vormals rentable Investitionsprojekte werden nicht mehr realisiert oder in die Zukunft verschoben. In der Folge fällt die Nachfrage nach Investitionen (und in weiterer Folge über den Multiplikatoreffekt auch der Konsum), die IS-Kurve verschiebt sich nach links (IS_2), und es kommt zu neuen Gleichgewicht mit einem niedrigeren BIP bzw. zu einer Wachstumsverlangsamung (A_2). Gleichzeitig sinkt der Zinssatz auf sicher Anleihen (i_2) und damit die Spanne zwischen Kreditzinsen und Anleihen.²⁹

Bezieht man auch noch die Auswirkungen von Kreditklemmen auf Erwartungen und Unsicherheit ein, so können sich weiter direkte Effekte auf die Lage der IS-Kurve und somit weitere negative Auswirkungen auf das BIP ergeben (vgl. Blanchard, 2009a, Kap. 16 und 17). In einem deterministischen Modellrahmen lassen sich die Effekte dieser Schocks theoretisch mittels Geldpolitik (Verschiebung der LM-Kurve) oder Fiskalpolitik (Verschiebung der IS-Kurve) abmildern bzw. neutralisieren. Entscheidend für die Effektivität der wirtschaftspolitischen Maßnahmen ist jedoch auch, inwieweit es damit gelingt, die Erwartungshaltung der Wirtschaftssubjekte zu beeinflussen und die Unsicherheit zu reduzieren.³⁰ In dem folgenden Abschnitt wird auf ausgewählte empirische Evidenz über die Entstehung von Kreditklemmen und deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft eingegangen.

Realwirtschaftliche Auswirkungen von Kreditklemmen: Historische Erfahrungen

Die Abschätzung der ceteris-paribus-Effekte von Kreditklemmen wird erheblich durch die Tatsache erschwert, dass Kreditklemmen in der Regel mit einer Vielzahl weiterer Faktoren einhergehen, welche die Realwirtschaft beeinflussen. So steht häufig eine unerwartete Rezession bzw. das Platzen spekulativer Blasen am Beginn einer Kreditklemme, die oft auch noch durch strukturelle Probleme und Fehlmanagement im Bankensektor begleitet werden. Im folgenden werden einleitend zwei historische Beispiele für Kreditklemmen aus der jüngeren Vergangenheit kurz diskutiert. Im Anschluss daran wird anhand der bestehenden Literatur untersucht, ob sich verallgemeinerbare Schlussfolgerungen über die Rolle von Kreditklemmen bei der Verstärkung realwirtschaftlicher Krisen ziehen lassen.

Der Credit Crunch in den USA 1990

Anfang der 1990er Jahre kam es in den USA zu einer Rezession; in drei aufeinanderfolgenden Quartalen kam es zu einem Rückgang des BIP und die anschließende Erholung fand relativ langsam statt. Als wesentliche Ursachen werden die restriktive Geldpolitik Ende der 1980er Jahre gesehen sowie ein Abfall der aggregierten Nachfrage, insbesondere des Konsums, infolge eines Rückgangs des Verbrauchervertrauens (Kriegsangst, Ölpreisanstieg nach Kuwait Besetzung).³¹ Verglichen mit anderen Rezessionen war das Kreditwachstum in den USA im Jahr 1990 deutlich geringer (-3.6%). Im Gegensatz zu früheren Rezessionen kam es also zu einem Rückgang der aushaftenden Kredite. Als wesentliche Ursache für diese Kreditklemme führen Bernake und Lown (1991) den Rückgang des Eigenkapitals bei den Banken an, der auf die Abschreibung vieler Kredite durch das Platzen lokaler Immobilienblasen und die Nachwirkungen der Sparkassenkrise in den 1980er

²⁹ Aufgrund der unvollkommenen Substituierbarkeit zwischen Bankkrediten und Anleihen ist der Gesamteffekt auf die Investitionen negativ.

³⁰ Ähnlich argumentiert Blanchard (2009b) bezugnehmend auf die aktuelle Krise.

³¹ Vgl. Walsh (1993).

Jahren zurückzuführen ist. Bernake und Lown (1991) untersuchen anhand einfacher ökonometrischer Schätzungen, inwieweit die Kreditklemme zu einer Verstärkung der Rezession (Arbeitslosigkeit) beigetragen hat. Ihre zentrale Schlussfolgerung ist, dass es zwar episodische Evidenz für Probleme kleinerer Unternehmen bei der Kreditbeschaffung gab, die Kreditklemme insgesamt jedoch zu keiner wesentlichen Verstärkung der Rezession geführt hat, sondern dass der Rückgang des Kreditwachstums (auch) auf eine in Rezessionen „normale“ Reduktion der Kreditnachfrage zurückzuführen ist. Dies wird auch durch die Tatsache gestützt, dass die Kreditzinsen in dieser Periode konstant geblieben bzw. sogar gefallen sind.

Die Japankrise der 1990er Jahre³²

Der Wachstumsboom in Japan seit den 1950er Jahren kam Anfang der 1990er Jahre zu einem abrupten Halt. In der Periode von 1973-1991 betrug das durchschnittliche jährliche Wachstum noch 4%, in der Periode von 1992-2002 hingegen nur mehr 1%; die Arbeitslosenrate hat sich in dieser Zeit mehr von 2.1% auf 5.4% mehr als verdoppelt. Auslöser dieser langanhaltenden Rezession war das Platzen einer spekulativen Blase an der Tokioter Börse; nach einer Verfünffachung des Nikkei-Index in den 1980er Jahren von 7000 auf 35000 Punkte brach sein Wert Anfang der 1990er stark ein. Infolge dieser Vermögensvernichtung und des Anstiegs der Unsicherheit kam es zu einem deutlichen Rückgang von Konsum und insbesondere den Investitionen. Verschärft und prolongiert wurde dieser wirtschaftliche Abschwung durch strukturelle Probleme des Bankensektors. Im Zuge des wirtschaftlichen Booms wurden in den 1980er Jahren viele „faule“ Kredite vergeben. Anstatt diese faulen Kredite abzuschreiben, wurden diese jedoch verlängert bzw. erneuert, mit der Konsequenz, dass für Unternehmen mit vielversprechenden neuen Investitionsprojekten keine ausreichenden Kredite zur Verfügung standen.³³ Diese durch Strukturprobleme und Fehlmanagement im Bankenbereich induzierte Kreditklemme wird in der Literatur als wesentlicher Faktor für die schwache Investitionstätigkeit über die 1990er Jahre identifiziert, was zur Folge hatte, dass trotz beträchtlicher fiskalpolitischer und geldpolitischer Impulse keine Beschleunigung des Wachstums erzielt werden konnte. Erst in den letzten Jahren konnte mit der Strukturbereinigung im Bankensektor und der Abschreibung fauler Kredite eine Wiederbelebung erreicht werden. Die Kreditklemme war zwar nicht der Auslöser der Depression der japanischen Wirtschaft, hat diese aber sicher verschärft und verlängert. Die volkswirtschaftlichen Kosten dieser wirtschaftlichen Depression waren enorm: Hätte Japan in den 1990er Jahren sein Wachstum der 1980er Jahre fortsetzen können, wäre das japanische BIP 2002 um etwa 30 Prozent höher gewesen.

Kreditklemmen und Rezessionen in OECD-Ländern

Im folgenden werden einige Ergebnisse einer aktuellen IWF Studie dargestellt, bei der es sich um die erste systematische Einschätzung der Auswirkungen von Kreditklemmen und des Platzens spekulativer Blasen auf die Realwirtschaft handeln dürfte (Claessens, Kose, und Terrones, 2008). Die Stichprobe der Studie umfasst 21 OECD Länder über den Zeitraum 1960-2007. Rezessionsepisoden werden in Anlehnung an die Methode des National Bureau of Economic Research (NBER) als signifikanter Rückgang wirtschaftlicher Aktivität über mehrere Monaten definiert, wobei die Dauer der Rezession auf die Zeitspanne vom Hoch zum Tief der wirtschaftlichen Aktivität datiert wird. Nach dieser Definition sind in den untersuchten Ländern in der Zeit von 1960-2007 insgesamt 122 Rezessionen aufgetreten.

³² Vgl. dazu Blanchard (2009, Kapitel 22-3).

³³ Ähnliche Gründe dürften (mit) für die Dauer der großen Depression 1929-1932 verantwortlich sein; Bernanke (1993) führt eine Kreditklemme infolge des erhöhten Risikos bei Krediten und stärkerer Liquiditätspräferenz bei den Banken aus Furcht vor Bank-Runs ins Treffen.

Die Studie untersucht nun, inwieweit sich Kreditklemmen und Einbrüche von Immobilienpreisen oder Aktienkursen auf die Dauer und Schwere der Rezessionen ausgewirkt haben. Als Gesamtmaß, welches sowohl die Schwere als auch Dauer der Rezession erfasst und wirtschaftspolitisch besonders relevant ist, wird der kumulierte BIP-Verlust über die Rezessionsepisode herangezogen.

Kreditklemmen werden definiert als Rückgänge des Kreditvolumens, konkret der Forderungen an den privaten Sektor von Banken, welche in das obere Quartil aller Kreditrückgänge (insgesamt 112) fallen. Anders ausgedrückt: Jene 28 Episoden, die das Viertel der Episoden mit den stärksten Kreditrückgängen darstellen, werden als Kreditklemmen (credit crunches) bezeichnet. Immobilienpreiseinbrüche (house price busts) und Aktienkurseinbrüche (equity price busts) werden auf analoge Weise definiert. Kreditklemmen und Kurseinbrüche werden weiters in normale und „schwere“ Episoden untergliedert, wobei letztere als die stärker ausgeprägte Hälfte aller Episoden definiert werden.

Die Studie von Claessens, Kose, und Terrones (2008) liefert eine Reihe interessanter Ergebnisse:

- Die durchschnittliche Rezession der untersuchten Stichprobe dauert vier Quartale und weist einen BIP-Rückgang von etwa 2 Prozent auf. Während die Ausprägung der Rezessionen im Zeitablauf schwächer geworden ist, bleiben diese über die Länder hinweg stark synchronisiert.
- Episoden von Kreditklemmen und Kurseinbrüchen dauern im Durchschnitt wesentlich länger als Rezessionen. Kreditklemmen dauern im Schnitt zweieinhalb Jahre und weisen einen 20-prozentigen Rückgang des Kreditvolumens auf. Einbrüche der Immobilienpreise haben ein durchschnittliches Ausmaß von etwa 30 Prozent und ziehen sich etwa über viereinhalb Jahre. Aktienkurseinbrüche dauern etwa zweieinhalb Jahre und sind im Schnitt mit einer Halbierung der Kurswerte verbunden.
- Rezessionen gehen häufig mit Kreditklemmen und Kurseinbrüchen auf dem Aktien- bzw. Immobilienmarkt einher. Nur 46 der insgesamt 122 Rezessionen sind „isoliert“ aufgetreten. In etwa einem Sechstel der Rezessionen war auch eine Kreditklemme zu beobachten, in einem Viertel ein Einbruch der Immobilienpreise, in einem Drittel der Episoden ein Einbruch der Aktienkurse.
- Das wichtigste Ergebnis der Studie ist jedoch, dass Rezessionen mit Kreditklemmen und Kurseinbrüchen länger dauern und stärker ausgeprägt sind. Rezessionen mit schweren Kreditklemmen und schweren Kurseinbrüchen, dauern um drei Monate länger und der kumulierte BIP-Verlust ist zwei- bis dreimal so groß. Weitere Indikatoren weisen ein in der Regel ein prozyklisches Verhalten auf, d.h. Rezessionen mit Kreditklemmen und Kurseinbrüchen weisen einen stärkeren Rückgang in Konsum, Investitionen, Industrieproduktion, Beschäftigung, Exporten und Importen auf.
- Die negativen Auswirkungen von Kreditklemmen sind geringfügig stärker als jene von Immobilienpreiseinbrüchen; Aktienkurseinbrüchen haben einen geringeren Effekt, was auf die bedeutende Rolle des Bankensektors für die Verflechtung von Realwirtschaft und Finanzwirtschaft hinweist.

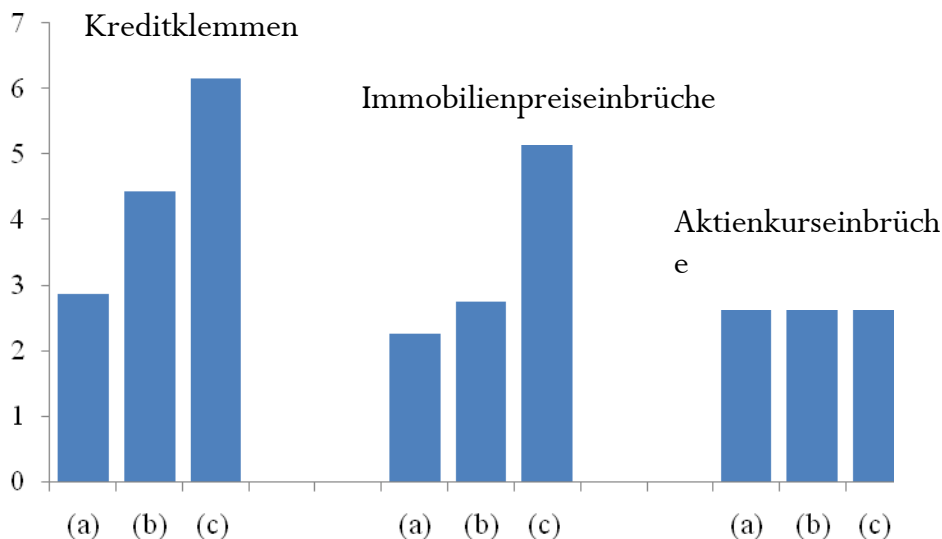
Table 1. Auswirkung von Kreditklemmen auf Rezessionen

	Ohne Kreditklemme	Mit Kreditklemme	Mit schwerer Kreditklemme
Bruttoinlandsprodukt (BIP)			
Dauer ¹⁾	3.00	3.00	3.00
Amplitude	-1.82	-2.19	-2.70*
Kumulierter Verlust	-2.87	-4.44**	-6.15**
BIP-Komponenten			
Konsum	-0.04	-0.41	-0.58
Investitionen	-3.98	-4.97	-3.83
Hausbau	-3.72	-7.42	-8.16
Andere	-3.58	-4.25	-1.66
Exporte	-0.53	-1.82	-1.13
Importe	-3.64	-4.53	-5.23
Nettoexporte (in % des BIP) ²⁾	0.48	1.06	1.17
Leistungsbilanz (in % des BIP) ²⁾	0.45	0.88	1.39
Andere makroökonomische Variablen			
Industrieproduktion	-4.02	-5.68	-6.48**
Arbeitslosenrate ²⁾	0.55	0.90	1.00
Inflationsrate ²⁾	-0.31	-0.33	0.53
Finanzielle Variablen			
Immobilienpreise	-1.82	-4.04**	-4.88
Aktienpreise	-6.28	-2.47	7.88**
Kredite	1.54	-4.25***	-4.85***

Quelle: Claessens, Kose, und Terrones (2008, S. 66). Werte sind Differenzen zwischen dem Median der entsprechenden Variable in Episoden ohne Kreditklemme und Episoden mit Kreditklemme. Die Symbole *, **, *** verweisen auf statistische Signifikanz dieser Differenz am 10-, 5-, und 1-Prozentsniveau. Sofern nicht anders angegeben handelt es sich bei den Einträgen um relative Änderungen in Prozent. ¹⁾ Anzahl der Quartale. ²⁾ Änderungen im Niveau.

Tabelle 1 gibt nochmals einen Überblick einiger quantitativen Ergebnisse der Studie, was die Rolle von Kreditklemmen betrifft. In Abbildung 2 werden die zentralen Ergebnisse in Form des kumulierten BIP-Verlustes für alle drei Typen von Episoden veranschaulicht.

Abbildung 2. Kreditklemmen, Immobilienpreis-, Aktienkurseinbrüche und Rezessionen: Kumulierter BIP-Verlust in Prozent.



Anmerkung:

- (a): ohne Kreditklemme (Immobilienpreiseinbruch, Aktienkurseinbruch),
 - (b): mit Kreditklemme (Immobilienpreiseinbruch, Aktienkurseinbruch),
 - (c): mit schwerer Kreditklemme (schwerem Immobilienpreiseinbruch, schwerem Aktienkurseinbruch).
- Quelle: Claessens, Kose, und Terrones (2008, S. 69).

Zusammenfassung

Kreditklemmen sind keine „Ereignisse sui generis“. Ihnen geht häufig ein Kreditboom voran, der sich infolge realwirtschaftlicher und/oder finanzwirtschaftlicher Schocks ins Gegenteil verkehrt. Begleitet und verschärft werden diese Entwicklungen häufig auch von Fehlmanagement und strukturellen Problemen im Bankensektor.

Rezessionen, die von Kreditklemmen begleitet werden, dauern im Durchschnitt länger und sind stärker ausgeprägt. Einzelne Beispiele, wie die Erfahrung der USA Anfang der 1990er Jahre zeigen jedoch, dass Kreditklemmen nicht zwangsläufig mit signifikanten Auswirkungen auf die Realwirtschaft verbunden sein müssen, und ihre negativen Effekte wirtschaftspolitisch abgemildert werden können. Von entscheidender Bedeutung für die Effektivität der wirtschaftspolitischen Maßnahmen ist, inwieweit es dadurch gelingt die Unsicherheit zu reduzieren und die Zukunftserwartungen positiv zu beeinflussen.

Literaturverzeichnis

- Bell, A.R., Brooks, C. und Moore, T. (2009).** The credit crunch of 1294: causes, consequences and the aftermath. Published online, 13 May, 2009. www.VoxEU.org.
- Bernanke, B.S. (1993).** Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression. *American Economic Review*, 73, 257-76.
- Bernanke, B.S. und Blinder, A.S. (1988).** Credit, money, and aggregate demand. *American Economic Review, Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association*, 78(2), 435-439.
- Bernanke, B.S. und Lown, C.S. (1991).** The credit crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991(2), 205-239.
- Blanchard, O. (2009a).** *Macroeconomics*, 5th international edition, Pearson: London.
- Blanchard, O. (2009b).** (Nearly) nothing to fear but fear itself. *The Economist*, 29 January, 2009.
- Claessens, S., Kose, M.A. und Terrones, M.E. (2008).** What happens during recessions, crunches, and busts. *IMF Working Paper*, 08/274, December 2008.
- Davis, E.P. (1995).** *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*. Oxford University Press: Oxford.
- Friedman, B. (1991).** Comment on Bernanke and Lown (1991). *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991(2), 240-244.
- Greenbaum, S.I. und Thakor, A.V. (1995).** *Contemporary Financial Intermediation*. The Dryden Press: Orlando.
- Stiglitz, J. E. und Weiss, A. (1981).** Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71 (3), 393-410.
- Walsh, C.E. (1993).** What caused the 1990-1991 recession? *Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco*, 93(2), 33-48.

