

Editorial

Realwirtschaftliche Auswirkungen der Krise in Österreich – Außergewöhnliche Faktoren als analytische Herausforderungen

Die im Sommer 2007 manifest gewordene Finanzkrise hat sich im vierten Quartal 2008 nochmals akut verschärft. Von den USA ausgehend hat sie zunächst auf die internationalen Finanzmärkte und in der Folge global auf die Realwirtschaft übergegriffen. Mit einiger Verzögerung zeigen sich nun auch deutliche Auswirkungen auf die Konjunkturentwicklung in Österreich; nationale und internationale Prognoseinstitutionen gehen derzeit von leicht negativen Wachstumsraten für das Jahr 2009 aus. Dabei gehört zu den prägenden Charakteristika der aktuellen Situation eine ungewöhnliche Geschwindigkeit der Entwicklung, die selbst ihre Beobachtung und datenmäßige Erfassung zu einem Problem werden lässt. Sowohl die über die letzten Jahrzehnte markant gewachsene weltweite Verflechtung des Wirtschaftsgeschehens als auch der Ausgangspunkt der Krise in den Strukturen der Finanzmärkte dürften dafür ausschlaggebend sein. Insgesamt erscheint die spezielle Entwicklung der Jahre 2008/2009 jedenfalls von einer ganzen Reihe außergewöhnlicher Faktoren bestimmt und geprägt, die in „normalen“ Konjunkturzyklen kaum von Bedeutung sind.

Für die übliche ökonomische Analyse und insbesondere für realwirtschaftliche Prognosen ergibt sich daraus eine nur schwierig zu bewältigende Ausnahmesituation, weil diese singulären Faktoren in den traditionellen makroökonomischen Prognosemodellen nicht erfasst sind und – zumindest in den meisten Fällen – auch nicht sinnvoll erfasst und vollständig abgebildet sein können, weil es sich eben nur um

in bestimmten seltenen Situationen auftretende und nicht um systematische Effekte handelt. Diese Sonderfaktoren und ihre Wirkungskanäle auf die traditionellen makroökonomischen Variablen gilt es deswegen auf Grundlage getrennter Analysen – zusätzlich zu den für Normalsituationen passenden Modellstrukturen – adäquat im Prognoseprozess zu berücksichtigen. So beinhaltet beispielsweise die aktuelle OeNB-Prognose vom Dezember 2008, die in diesem Heft dokumentiert ist, als derartige zusätzliche Faktoren erhöhte Risikoprämien bei Unternehmens- und Konsumkrediten, eine zusätzliche Dämpfung der Unternehmensinvestitionen, wie sie sich etwa durch eine angebotsseitige Kreditverknappung ergeben könnte, Vermögenspreiseffekte auf den Konsum aufgrund direkter Bewertungsverluste im Vermögen der privaten Haushalte, Außenhandelseffekte über ein verschlechtertes internationales Umfeld sowie Vertrauenseffekte über die Entwicklung der Sparquote und deutlich verschlechterte Exporterwartungen. Damit wird versucht, einigen wichtigen spezifischen Einflussfaktoren, die in der gegenwärtigen außergewöhnlichen Konjunktursituation von besonderer Bedeutung sind, im Prognosezusammenhang speziell Rechnung zu tragen.

Tatsächlich sind zahlreiche Wirkungskanäle denkbar und werden in der wissenschaftlichen Literatur diskutiert, die für die Analyse des derzeitigen spezifischen ökonomischen Umfelds relevant sein können. Einige der wichtigsten davon sollen hier kurz dargestellt werden.

Ernest Gnan,
Peter Mooslechner

Eigenkapital und Liquidität der Finanzinstitute

Erhöhter Abschreibungsbedarf, eine verschlechterte Risikostruktur der Bankaktiva und/oder eine veränderte Risikoeinschätzung auf den Finanzmärkten können zur Notwendigkeit einer Erhöhung der erforderlichen Eigenkapitalunterlegung des Bankensystems führen. Das kann in der Folge bewirken, dass die Kreditvergabe der Banken restriktiver wird oder – im Extremfall – zum Erliegen kommt („credit crunch“). Dies zu vermeiden ist eine wesentliche Motivation für die Bereitstellung von Eigenkapital oder Eigenkapital ähnlichen Finanzmitteln im Rahmen der Bankenhilfspakete vieler Länder. Kann eine solche Situation nicht völlig vermieden werden, sind Finanzierungsengpässe für fremdfinanzierte Nachfragekomponenten die Folge, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum.

Kurzfristig können derartige Kreditrestriktionen aber auch durch Liquiditätsengpässe der Banken entstehen, wenn z. B. – wie dies seit mehreren Monaten international der Fall ist – der Interbankengeldmarkt „eingefroren“ ist, die Banken einander daher nicht oder nur sehr eingeschränkt kurzfristig unbesicherte Kredite geben. Um einer liquiditätsbedingten Kreditverknappung entgegenzuwirken, haben die Zentralbanken weltweit in den letzten Monaten den Bankensystemen großzügige Liquiditätsfazilitäten zur Verfügung gestellt.

Geringerer Unternehmenswert und verschlechterte Bonität der Kreditnehmer

Ein weiterer Kanal, über den eine Kreditrestriktion ausgelöst werden kann, ist eine verschlechterte Bonität der

Kreditnehmer. Zum einen leidet in Zeiten einer Rezession oder Wirtschaftskrise die (erwartete) Zahlungsfähigkeit der Unternehmen und privaten Haushalte. Zum anderen bewirken verschlechterte Absatz- und Ertragsaussichten eine Reduktion des Unternehmenswerts, der sich bei börsennotierten Aktiengesellschaften auch in einer geringeren Börsenkapitalisierung niederschlägt. Beide Effekte bewirken, dass die Banken bei der Kreditvergabe vorsichtiger werden. Dies kann zu höheren Risikoprämien bei Kreditkonditionen, das heißt zu einer Verteuerung der Verschuldung führen, aber auch eine mengenmäßige Restriktion der Kreditvergabe nach sich ziehen.

Konsumdämpfung durch Vermögensverluste

Vermögensverluste privater Haushalte – beispielsweise durch sinkende Aktienkurse oder Immobilienpreise – können den privaten Konsum negativ beeinflussen. Insbesondere wenn sie als permanent angesehen werden, verringern sie das in der Zukunft zur Verfügung stehende Einkommen oder erhöhen die Sparquote, wenn ein bestimmtes Vermögensniveau angestrebt wird. Zusätzlich können sie – ähnlich wie im Fall des zuvor dargestellten verringerten Unternehmenswerts – die Sicherheiten verringern, die privaten Haushalten zur Kreditbesicherung zur Verfügung stehen und so die Finanzierungskosten verteuern oder den Finanzierungsumfang einschränken.

Vertrauenseffekte

Zusätzlich kann eine (erwartete) Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten auf verschiedenen Ebenen – bei Verbrauchern und Unternehmern – das „Vertrauen“ beeinträchtigen. Verschlechterte Gewinnerwartungen kön-

nen die Investitionsbereitschaft zusätzlich dämpfen, ebenso kann die Angst vor dem Verlust des Arbeitsplatzes zu einer Erhöhung der Sparquote führen. Die massiven weltweiten Aktienkurseinbrüche im Verbund mit der Serie von Krisenmeldungen können selbst bei privaten Haushalten, die nicht direkt von Vermögenspreisverlusten betroffen sind, „indirekt“ zu Kaufzurückhaltung führen.

Anhand von vier Studien soll im vorliegenden Heft illustriert werden, wie derartige Wirkungskanäle, auch wenn sie im für die Prognose verwendeten Modell selbst nicht direkt abgebildet sind, über partielle Analysen schlussendlich im Prognosezusammenhang indirekt berücksichtigt werden können. Ziel dieser Beiträge ist es vor allem, die der Berücksichtigung dieser Effekte zugrunde liegenden Faktoren analytisch zu fundieren und quantitativ einzuschätzen.

Die Studie von *Waschiczek* untersucht dabei die vorhandene statistische Evidenz für Anzeichen einer angebotsseitigen Verknappung bei Unternehmenskrediten in Österreich. Wie die österreichischen Ergebnisse der Umfrage über das Kreditgeschäft zeigen, hat seit Beginn der Krise im Sommer 2007 die Kreditvergabe unter den verschlechterten Refinanzierungsbedingungen auf dem Interbankenmarkt gelitten und wurde restriktiver. Die Bonität der Unternehmen dürfte sich in nächster Zeit konjunkturbedingt vermindern, was zusätzlich zu einer Verlangsamung der Kreditdynamik beitragen würde. Die Entstehung einer Kreditklemme in Österreich ist daher nicht auszuschließen.

Jobst und *Kwapil* untersuchen, ob die Turbulenzen auf den Finanzmärkten und die dadurch erschwerte bzw. verteuerte Mittelaufnahme der Banken auf Geld- und Kapitalmärkten zu einer

Veränderung im Mechanismus der Zinsweitergabe vom Geldmarkt zu den Kundenzinsen geführt haben. Die Studie findet, dass – entgegen der weit verbreiteten Meinung – seit Ausbruch der Krise die Kreditzinsen (für Unternehmen und Wohnbaukredite mit Zinsbindungen zwischen ein und fünf Jahren) weniger stark angehoben wurden, als das der historische Zusammenhang hätte vermuten lassen. Eine mögliche Erklärung dafür ist die große Bedeutung des Hausbankprinzips in Österreich, das Kunden vor zu großen Zinsschwankungen schützt. Weiters weist die Studie darauf hin, dass Banken deutlich zwischen den einzelnen Kundengruppen unterscheiden. Während die Übertragung bei einigen Kreditnehmern wie in der Vergangenheit verläuft, werden die Veränderungen in den Marktzinsen bei Unternehmen und Kreditnehmern von Wohnbaukrediten mit langer Zinsbindung nur teilweise weitergegeben.

Die Studie von *Fenz* und *Fessler* geht davon aus, dass die österreichischen privaten Haushalte und selbstständig Erwerbstätigen seit Beginn der Krise Mitte 2007 Bewertungsverluste in Höhe von rund 17 Mrd EUR erlitten haben. Simulationen mit dem makroökonomischen Modell der OeNB ergeben relativ geringe Effekte dieser Vermögensverluste auf den privaten Konsum und auf das Wirtschaftswachstum in Österreich. Über einen Zeitraum von fünf Jahren liegen sie bei $-0,3\%$ bzw. $-0,1\%$. Sie treten darüber hinaus mit einer nicht unerheblichen zeitlichen Verzögerung auf. Allerdings könnte der weitreichende Charakter der aktuellen Krise über Vertrauenseffekte stärkere Effekte nach sich ziehen.

Schließlich zeigt *Summer*, dass in den letzten Jahren zwar eine reichhaltige Literatur zu Finanzkrisen und

ihren Mechanismen entstanden ist, dass deren Integration in den Mainstream der ökonomischen Literatur aber noch aussteht. Ohne Zweifel verleiht die aktuelle Krise diesen Bemühungen mehr Gewicht und Aufmerksamkeit; die Krisenforschung ist vor diesem Hintergrund sicherlich eine zukünftige „Wachstumsbranche“ in der Ökonomie.

In Summe soll mit diesen Studien ein erster Beitrag zum besseren Ver-

ständnis der aktuellen Krise und insbesondere zu einigen der spezifischen Mechanismen und Effekte geleistet werden, die in der derzeitigen Situation besonders relevant sind. Auch wenn wir sicherlich erst am Beginn der Bemühungen stehen, die aktuelle Lage zu verstehen, kann dadurch hoffentlich auch ein kleiner Beitrag zu ihrer besseren Bewältigung geleistet werden.

Schwerpunkt:

Finanz- und Wirtschaftskrise