ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)"

Article

Finanzkrise und Konjunkturaussichten

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:
Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)" (2008) : Finanzkrise und Konjunkturaussichten, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 34, Iss. 4, pp. 443-450

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/332768

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Editorial

Finanzkrise und Konjunkturaussichten

Nachdem im ersten Halbjahr 2008 eine gewisse Beruhigung auf den Finanzmärkten eingetreten war, war der Bankrott der New Yorker Investmentbank Lehman Brothers Mitte September der Auslöser für die neuerliche, diesmal wesentlich dramatischere Zuspitzung der Krise. Es hat sich gezeigt, dass das Ausmaß an Luft, sprich von Wertzuwächsen in den Bilanzen von Banken und anderen Finanzinstitutionen aufgrund von überzogenen bzw. hochmanipulierten Gewinnerwartungen noch erheblich größer war als ohnehin schon zuvor angenommen. Der Großteil dieser – in Wirklichkeit nie vorhandenen – Wertzuwächse sind aber ausgeschüttet bzw. anderweitig realisiert worden, der letzte Rest an Reserven für Rückschläge war längst aufgebraucht.

Die Realwirtschaft hat unbarmherzig zurückgeschlagen. Was die Ideologen des Finanzmarktkapitalismus als veraltetes Denken beiseite geschoben hatten, hat sich nun mit sehr schmerzlichen Folgen als das richtige Denken erwiesen: dass die Möglichkeit Gewinne zu machen langfristig durch die Wachstumsrate der realen Produktion von Gütern und Dienstleistungen begrenzt ist. Was an exzessiven Profiten darüber hinausgeht, erweist sich als Nullsummenspiel. Die mirakulösen Extrarenditen gehen entweder zu Lasten der Lohnquote – aber auch in dieser Richtung sind die Grenzen ziemlich eng; oder sie entstehen durch Aufblähung der Wertansätze in den Bilanzen der Unternehmungen, die sich eine Zeit lang gegenseitig verstärken und aufschaukeln. Nach einiger Zeit kommt es aber an irgend einer Stelle zu Problemen mit der Erfüllung der Verbindlichkeiten aus den (Luft-)Geschäften, im konkreten Fall war es die Bedienung der Hypothekarschulden durch eine wachsende Zahl von Hauskäufern, die sich diese Objekte bei ihrem Einkommen nicht leisten konnten, die aber aufgrund von – wie sich nun erwiesen hat – unrealistischen Erwartungen auf immer weitere Wertzuwächse glaubten, oder besser gesagt: dazu verleitet wurden, sich auf das Investment einzulassen. Die Kettenreaktion im gesamten Finanzsektor war die Folge. Die Werte schrumpfen nun abrupt auf das ursprüngliche Niveau, oder meist zunächst auf ein tieferes Niveau zurück. Die früher erzielten Extragewinne werden nun zu Verlusten, die nun zum Teil andere treffen als diejenigen, bei denen die Gewinne angefallen sind.

Wenn sich noch vor kurzem viele zeitgeistige Ökonomie-Optimisten über eine Unterscheidung zwischen der „so genannten“ Realwirtschaft

und der Finanzsphäre mokierten, so zeigt sich nun mit aller Härte die Realität dieser Dichotomie. Darauf zu insistieren bedeutet nicht, dass der Finanzsektor überhaupt nichts produziert und daher nur parasitär auf der Realwirtschaft lastet. Der Finanzsektor hat selbstverständlich eine nützliche und unabdingbare Funktion bei der Finanzierung der Aktivitäten in der Realwirtschaft. Völlig zu recht hat er nach den Konventionen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung auch eine eigene Wertschöpfung, die allerdings dem Beschäftigungsanteil des Wirtschaftszweiges in der Gesamtwirtschaft entsprechend klein ist. Bloß bilanziell inflationierten Vermögenswerten steht keine reale Wertschöpfung gegenüber. Die Anpassung des einen an das andere erfolgte entweder durch eine starke Steigerung der Güterpreise oder durch Kollaps der bilanziellen Wertansätze. Die Frage, was das kleinere Übel ist, lässt sich alles andere als einfach beantworten, sie stellt sich aber heute gar nicht mehr.

Die neuerliche Zuspitzung der Krise ging wiederum von den USA aus. Aber diesmal wurde Europa viel gravierender von der Ansteckung erfasst, sodass sich die Europäische Union nur wenige Wochen später zu einer konzertierten Rettungsaktion für Banken und Finanzinstitutionen entschließen musste, die vom Garantievolumen her gesehen kaum hinter der dramatischen US-Aktion zurückbleibt. Dass nun auch die europäischen Banken zu wanken begonnen haben und entsprechend gestützt werden mussten, ist nur zum geringeren Teil auf direkte Betroffenheit europäischer Institute durch Verluste aus der Hypothekenbankkrise zurückzuführen, sondern ergibt sich daraus, dass die Operationsebene des Banken- und Finanzsystems die Welt in ihrer Gesamtheit ist. Die Vertrauenskrise hat eine Lawine von Transaktionen ausgelöst, die das Banksystem in seiner Gesamtheit erschüttern. So ist z. B. die massenhafte Abrufung von kurzfristigen Veranlagungen in ostmittel- und osteuropäischen Ländern nicht auf eine plötzliche Veränderung der Wirtschaftslage in diesen Ländern zurückzuführen. Dass es irgendwann dazu kommen würde, war nach den Erfahrungen diverser Ostasien-, Russland- und Lateinamerikakrisen klar, es hat auch nicht an ernsthaften Stimmen gefehlt, die seit längerem auf dieses Risiko hingewiesen haben. Was die warnenden Stimmen nicht sagen konnten war, welche Ereignisse konkret zum Auslöser des Rückstromes werden. Die von blindem Optimismus dominierte Finanzindustrie hat aber diese Risken nicht wahrgenommen. Der Umschwung fiel daher umso heftiger aus.

Die krisenhafte Ansteckung des österreichische Banken- und Finanzsystems ergibt sich vor allem aus dem starken Engagement in den neuen EU-Mitgliedsländern und in Osteuropa. Diese Orientierung hat es zwar vor größeren Schäden durch die US-Hypothekenbankkrise be-

wahrt. Auch die Verluste aus den leichtsinnigen Island-Engagements wären ohne größere Schwierigkeiten verkraftbar, wenn die bisher bekannt gewordenen Volumina stimmen. Aber über den weltweiten Systemzusammenhang wird Österreichs Finanzsystem von der Finanzkrise eingeholt. Die Ostexpansion der österreichischen Banken und Versicherungen deswegen als Fehler zu bezeichnen, wäre eigentlich nur dann zulässig, wenn überlegene Alternativen zu dieser Strategie erkennbar wären. Dies ist aber auch im Nachhinein nicht der Fall, und eine Konzentration ausschließlich auf das Inlandsgeschäft kann man schwerlich als erfolgsträchtig betrachten.

Ob Europa am Ende weniger von der Krise betroffen sein wird, wird nach einigen Jahren daran gemessen werden können, in welchem Ausmaß die finanziellen Hilfestellungen tatsächlich in Anspruch genommen werden. In den USA ist heute schon absehbar, dass das Hilfspaket von 700 Mrd. Dollar zu einem erheblichen Teil Zahlungen nach sich ziehen wird, welche die Staatsschuld vergrößern und damit die Zinsbelastung des Budgets erhöhen. In Europa wird von den Regierungen betont, dass davon ausgegangen wird, dass die Haftungen nicht oder nur zu einem sehr geringen Teil schlagend werden. Wenn diese Annahme hält, wird die Finanzkrise auch nicht zu einer fühlbaren Erhöhung der Staatsschuld führen. Der Druck zur Erhöhung von Steuern wäre dann in den USA ungleich größer als in Europa, wodurch sich die Bedingungen für die mittel- und langfristige Wirtschaftsentwicklung für Europa relativ verbessern.

Seit dem Sommer ist auch klar geworden, dass die kurzfristigen Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft sowohl in den USA als auch in Europa empfindlich sein werden. Zweifellos wäre es auch ohne die Finanzkrise zu einer Abschwächung der Konjunktur gekommen. Doch die Heftigkeit und vor allem das Tempo, mit dem es letztlich dazu kam, überraschte und überforderte auch all jene, die Konjunkturprognosen zu erstellen haben. Ein Revisionsbedarf, wie er sich üblicherweise in halbjährlichem Rhythmus oder schlimmstenfalls quartalsweise ergibt, trat seit Mitte September in wöchentlicher Abfolge auf.

Eindrucksvoll abzulesen war dies an der Entwicklung des vom US-Department of Commerce zusammengestellten *„consensus outlook“* für das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft, einem Durchschnitt aus 25 aktuellen Prognosen. Noch in der 39. Kalenderwoche wurde das reale BIP-Wachstum im 4. Quartal 2008 mit 0,0 Prozent angenommen, eine Woche später mit -0,7 Prozent, in der 42. Kalenderwoche mit -1,4 Prozent und in der 43. Kalenderwoche mit -1,7 Prozent. Die entsprechenden Werte für die Wachstumsprognose für das Gesamtjahr 2009 beliefen sich auf 1,2/0,7/0,2 und 0,1 Prozent. Innerhalb eines Monats musste also die Wachstumsprognose für das aktuelle Quartal

scheibchenweise um über 1,5 Prozentpunkte und für das bevorstehende Jahr um über 1 Prozentpunkt abgesenkt werden.

Dass die BIP-Prognosen in ähnlichem Tempo absackten wie die Börsenkurse – im Übrigen auch die Rohstoffpreise – führte zu seltsamen Ereignissen, wie etwa bei der Erarbeitung der Herbstprognose der OECD. Dort mussten die vom Sekretariat für die Expertensitzung wenige Tage zuvor vorbereiteten Prognosezahlen noch während (!) der Sitzung revidiert werden, um sie schließlich eine Woche später erneut herabzusetzen. Die auch schon in weniger bewegten Zeiten nicht unumstrittene Übung der Wachstumsprognose verliert bei einer Halbwertszeit von einigen Wochen oder gar Tagen natürlich enorm an Wert für die Nutzer, also die Wirtschaftspolitik und die Wirtschaftssubjekte.

Damit wird neuerlich die Erfahrung bestätigt, dass Prognosen bei scharfen Wendungen in der Konjunkturentwicklung immer erheblich daneben liegen. Beim letzten gravierenden Einbruch der Konjunktur wurde das Herankommen der Rezession 1975 bis Ende 1974 nicht wahrgenommen, erst danach erfolgten die entsprechenden Prognoserevisionen. Auch markantere Beschleunigungen des Wirtschaftswachstums werden immer verzögert prognostiziert, allerdings wird in diesem Fall die Steigerung des Tempos weit weniger dramatisch empfunden. In einer starken Rezession verschlechtern sich die Erwartungen in rasantem Tempo, während im Aufschwung der Pegelstand der Erwartungen kaum sprunghaft ansteigt.

Doch das Datenproblem beschränkt sich nicht alleine auf die Zukunft, auf die Wirtschaftsprognosen. Es betrifft ebenso die Gegenwart wie auch die Vergangenheit. Was die Gegenwart betrifft, so verfügen wir nur über unzureichende Informationen über den aktuellen Zustand der Wirtschaft. Zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Editorials (Mitte November 2008) liegen harte Daten (Produktion, Investitionen, Exporte etc.) höchstens für die ersten drei Quartale des Jahres, in manchen Fällen nur für das erste Halbjahr vor, als sich Wachstum und Beschäftigung noch relativ kräftig und zum Teil über den Erwartungen liegend entwickelten. Die radikale Änderung der Lage trat aber erst in den beiden letzten Wochen des dritten Quartals ein und fand somit in die harten Wirtschaftsdaten noch kaum Eingang. Die wesentlichen Informationen über den gegenwärtigen Status stammen also von vorauseilenden Indikatoren (wie etwa Auftragseingänge), zumeist weichen Daten aus Umfragen, etwa über Stimmung, Erwartungen sowie Investitions- oder Konsumabsichten.

Jedenfalls kann die Tatsache, dass sich ein Abschwung oder eine Rezession wochen- bis monatelang nur in Gefühlen und Erwartungen manifestiert, auch zu der Frage führen, ob es vielleicht möglich ist, eine Krise herbeizureden bzw. -schreiben. Ein Indiz dafür ist der im Herbst

praktisch von einem Tag zum anderen eingebrochene Automobilmarkt. Denn es gibt keine Anzeichen dafür, dass eine Kreditklemme oder sonstige Erschwernisse auf der Finanzierungsseite dafür Ausschlag gebend waren. Vielmehr dürften die Entwicklungen seit Beginn des vierten Quartals als massenpsychologischer Effekt eine solche Rezessionsangst ausgelöst haben, dass es plötzlich kaum noch jemand wagte, ein neues Automobil zu ordern.

Aber nicht nur der Mangel an Aktualität der Daten macht Einschätzungen und vor allem Prognosen so problematisch, sondern auch ganz generell die unzureichende Erfassung von tatsächlichen Vorgängen auf Finanzmärkten, auch in der Vergangenheit. Beispielsweise finden der Zustand von Bankbilanzen und insbesondere Risken, die in die Bilanzen gar nicht Eingang finden, die Kreditvergabekonditionen bzw. die Kreditklemme, Vertrauenseffekte und die Risikoträchtigkeit von Aktivitäten so gut wie keinen Eingang in makroökonomische Modelle bzw. Prognosen. Durch diese unzureichende Einbeziehung entscheidender Übertragungskanäle der Finanzmarktkrise liefern diese Modelle realitätsferne Ergebnisse, aus welchen dann zwangsläufig eine Fehlleitung von Erklärungen und Handlungsanleitungen resultiert.

Dass der Arbeitsmarkt der Entwicklung der Realwirtschaft mit etwa drei Quartalen Verzögerung folgt, kann in Zeiten eines raschen Umschwunges zu besonders bizarren Phänomenen führen, wenn nämlich am selben Tag, an dem verkündet wird, die Rezession sei nun tatsächlich eingetreten, Beschäftigungszuwächse bejubelt werden.

Doch unabhängig von allen Datenspielereien und Unvollkommenheiten von Statistiken und Modellen muss realistischerweise konstatiert werden, dass sich die USA, Japan sowie die Eurozone und damit auch die Summe der OECD-Staaten in einer Rezession befinden. Wie tief und wie lange diese ausfallen wird, kann zur Zeit niemand wirklich abschätzen. Sie wird mit Sicherheit weit in das Jahr 2009 hinein andauern. Damit einher geht ein massiver Anstieg der Arbeitslosigkeit. Die OECD rechnet derzeit in den USA und in der Eurozone mit einem Anstieg der Arbeitslosenquoten um jeweils rund 1,5 Prozentpunkte. Sollten sich die derzeitigen Prognosen bewahrheiten, so wird erst Mitte 2010 wieder mit realen BIP-Wachstumsraten um 2 Prozent, also einem Wert, der eine Stabilisierung am Arbeitsmarkt zulässt, zu rechnen sein – und auch das nur dann, falls keines der weiterhin beträchtlichen Risken schlagend wird. Es ist aber auch nicht auszuschließen, dass das Wirtschaftswachstum für mehr als ein Jahr zum Erliegen kommt – mit entsprechend dramatischeren Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt.

Die Wirtschaftspolitik steht somit vor Herausforderungen in einer Dimension, wie sie seit Jahrzehnten nicht mehr auf der Tagesordnung waren. Die wichtigste kurzfristige Notwendigkeit besteht darin, das Ver-

trauen der Wirtschaftssubjekte soweit zu stärken, dass die Kreditblockade der Banken überwunden werden kann. Dazu muss viel Geld in die Hand genommen werden – einerseits, um angeschlagene Finanzinstitute zu stützen, und andererseits um die Realwirtschaft zu beleben, damit die allgemeine Zuversicht steigt und zusätzliche Nachfrage entsteht. Es besteht weitestgehend Übereinstimmung darüber, dass es sich derzeit um eine dermaßen außerordentliche Situation handelt, sodass ein Überschreiten der im Stabilitätspakt festgeschriebenen Grenzen der Neuverschuldung gerechtfertigt ist.

Gleichzeitig muss aber schon jetzt bedacht werden, welche budgetären Belastungen dadurch mittelfristig, wenn die Krise wieder überwunden sein wird, entstehen und wie damit umgegangen wird. Will man Defizite und Staatsquoten wieder zurückfahren, so wird dies sowohl auf der Einnahmen- als auch auf der Ausgabenseite schmerzhafte Maßnahmen erfordern. Folglich wäre es hilfreich, würde sich im öffentlichen Diskurs, aber auch unter Ökonomen und Politikern sowie bei Medien, die Erkenntnis durchsetzen, dass ein Anstieg der Staatsquote nicht grundsätzlich ein Übel sein muss, insbesondere in alternden Gesellschaften mit hoch entwickelten Sozialsystemen. Wer also – wie auch oft von eher neoliberaler Seite – ein Konzept der *Flexicurity* predigt, sollte einen Blick auf die Staatsquoten jener Länder werfen, die als Musterfälle der *Flexicurity* gelten und deren Wettbewerbsfähigkeit auch nicht schlechter zu sein scheint als in Ländern mit niedrigeren Staatsquoten.

Ein weiteres Problem der europäischen Wirtschaftspolitik liegt darin, dass isoliert nationales Handeln in seiner Wirkung ziemlich begrenzt ist. Es bedarf eines gemeinsamen, raschen, entschlossenen europäischen Kraftaktes, um die Rezession möglichst bald zu überwinden, wobei sich die Europäische Union bzw. die Eurozone die durch ihre angewachsene kritische Masse gewachsenen Handlungsspielräume zunutze machen müsste. Die Zeichen dafür stehen allerdings nicht sehr günstig. Das Ausscheren Deutschlands beim Gipfel in Paris oder die unkoordinierten und zur Lizitation führenden Schritte zur Erhöhung der nationalen Einlagensicherungen geben wenig Anlass zu Hoffnung. Dabei sollte man annehmen, dass die europäische Wirtschaftspolitik aus ihren Erfahrungen nach dem Platzen der IT-Blase zu Beginn des Jahrzehnts gelernt hat. Während in den USA damals das beherzte und massive Eingreifen von Geld- und Fiskalpolitik zu einer raschen Stabilisierung und zum Wiederaufschwung führte, musste die Eurozone mit ihrer inaktiven Wirtschaftspolitik vier Jahre auf eine Überwindung der Krise warten.

Nicht zuletzt besteht eine globale Herausforderung in der Etablierung eines neuen Systems von Marktregulierungen. Die nach dem Zusam-

menbruch des Realsozialismus und damit dem Ende der Systemkonkurrenz von den USA ausgehende Alleinherrschaft des Glaubens an den Markt als bestem Allokationsmechanismus sollte nun endlich überwunden sein. Mittlerweile sollte klar sein, dass unregulierte Finanzmärkte nicht als Korrektor für vermeintlich überregulierte andere Märkte funktionieren, sondern selbst systematisch Fehlinformationen liefern, da sie zum Überschießen neigen und permanent Ungleichgewichte produzieren. Auch dabei muss Europa sein Gewicht in die Waagschale werfen. Denn die in den letzten Jahren verstärkt vollzogene Übernahme amerikanischer Praktiken im europäischen Finanzsystem, von Bilanzierungsvorschriften bis zur allgemeinen Kapitalmarktorientierung, erwies sich nicht gerade als förderlich für die Stabilität in Europa.

Einige unverbesserliche Marktfundamentalisten vertreten die Ansicht, dass die Immobilien- und Finanzkrise nicht auf zu wenig, sondern auf zu viel Regulierung zurückzuführen sei, also ein Fall von Regulierungsversagen vorliege. Tatsächlich kann man es als eine Art von Regulierungsversagen bezeichnen, dass es finanzkräftigen Lobbyisten gelungen ist, das Regulierungssystem so zu durchlöchern, dass hochriskante und -spekulative Produkte an allen Überwachungsinstanzen vorbei geschleust werden konnten. Dabei handelt es sich aber um kein neues Phänomen. Die Geschichte der sich in den USA seit 150 Jahren periodisch wiederholenden Krisen im Finanzsystem zeigt, dass nach jeder Krise der Gesetzgeber um strengere Auflagen und Kontrollen bemüht war. Doch die Abhängigkeiten und Verfilzungen im komplexen US-Gesetzwerdungsprozess führten regelmäßig zu unausgewogenen und inkonsistenten Regelungen, welche Lücken offen ließen, später auch wieder zu Lockerungen, die den Weg in die nächste Krise wiesen. Dies gilt für die Große Depression ebenso wie für die S&L-Krise, die *Junk-Bond*-Manie oder die IT-Blase.

Dreist und unverschämt ist der Vorwurf des Staatsversagens dann, wenn er von der Finanzmarktlobby und ihren publizistischen Apologeten kommt, welche durch ihre Lobbyingaktivitäten wirksamere Regulierungen und ein rechtzeitiges Einschreiten gegen Missbräuche und Fehlentwicklungen verhindert haben. Dazu muss allerdings angemerkt werden, dass diese Mechanismen nicht auf die USA beschränkt sind.

Momentan sieht es so aus, dass Österreich etwas weniger von der globalen Krise abbekommen könnte als etwa der Durchschnitt der Eurozone oder die USA. In überdurchschnittlichem Maße negativ betroffen sind diejenigen Länder, in welchen in den vorangegangenen Jahren auch die größten Übertreibungen auf Immobilien- oder Finanzmärkten stattfanden, etwa in den USA, Irland, Spanien oder Island. Den explodierenden Spekulationsgewinnen folgt dort auch der heftigste Rückschlag. Österreichische Unternehmen, insbesondere Banken, zeigten

in den letzten Jahren ein überaus expansives und gewinnträchtiges Engagement in Osteuropa. Es ist zu hoffen, dass dies nicht als Indiz für die Heftigkeit einer zu erwartenden Korrektur gewertet werden kann.