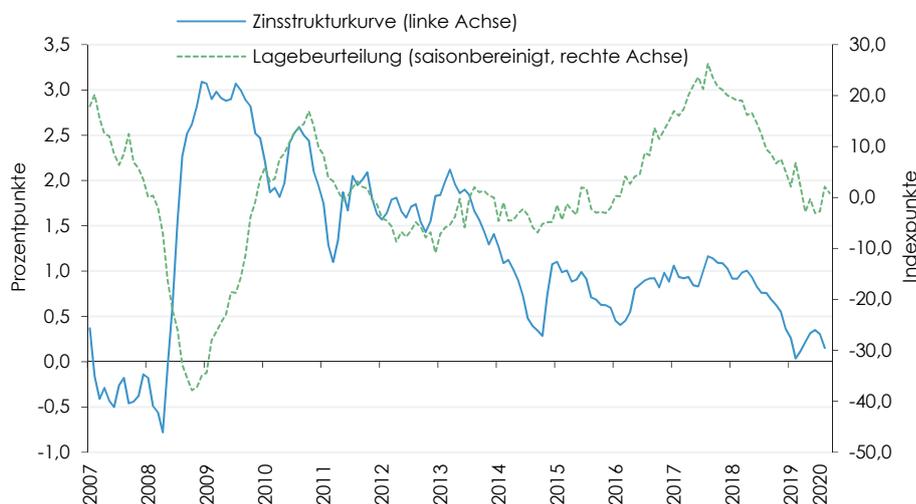


Finanzmärkte 2019 durch anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen geprägt

Thomas Url

- Im Herbst 2019 setzte die Europäische Zentralbank weitere expansive Impulse.
- Private Haushalte bevorzugten liquide Veranlagungsformen, verlängerten aber die durchschnittliche Laufzeit ihrer Kredite. Die nichtfinanziellen Unternehmen erhöhten insgesamt den Fremdkapitalanteil an ihrer Finanzierung.
- Die Ertragslage des Kreditwesens verschlechterte sich 2019.
- Der IWF bescheinigte Österreich eine relativ hohe Stabilität des Finanzmarktes.
- Im Herbst schwenkte die Geldpolitik auf einen expansiven Kurs ein; dies beflügelte die Aktienmärkte.
- Die Pensionskassen erzielten einen überdurchschnittlich hohen Veranlagungsertrag.
- Im Jahresdurchschnitt 2019 wurde die real-effektive Aufwertung aus den Vorjahren teilweise korrigiert.

Zinsstrukturkurve und Index der aktuellen Lagebeurteilung durch die österreichischen Sachgüterproduzenten



Zinsstrukturkurve: Differenz zwischen Sekundärmarktrendite und Euribor-Dreimonatssatz. Index der aktuellen Lagebeurteilung in der Sachgütererzeugung (produzierende Industrie und Gewerbe; Wertebereich +100 bis -100 Indexpunkte): Werte über 0 zeigen eine insgesamt positive Einschätzung, Werte unter 0 eine negative Einschätzung (Q: WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond; WIFO-Konjunkturtest).

"Die Zinsstrukturkurve konvergierte seit Anfang 2019 rasch gegen Null und signalisierte gemeinsam mit der Lagebeurteilung in der Sachgüterproduktion einen bevorstehenden Konjunkturabschwung. Mit der Wiederaufnahme des Anleiheankaufsprogrammes im Herbst konnte die EZB eine Trendwende beider Vorlaufindikatoren erzielen. Die negativen Effekte der COVID-19-Pandemie beeinträchtigen 2020 auch die Wertschöpfung im Finanzsektor."

Finanzmärkte 2019 durch anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen geprägt

Thomas Url

Finanzmärkte 2019 durch anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen geprägt

Die Zentralbanken schwenkten im Jahresverlauf 2019 wieder auf einen expansiven geldpolitischen Kurs ein. Die daraus folgenden günstigen Finanzierungsbedingungen veranlassten die nichtfinanziellen Unternehmen zur verstärkten Nutzung von Fremdkapital. Zugleich bauten die privaten Haushalte ihre Einlagen im Kreditwesen und den Bestand an börsennotierten Aktien aus. Bei nur leicht steigenden Erlösen verschlechterte sich die Ertragslage im Kreditwesen vorwiegend durch die kräftige Kostensteigerung. Die expansivere Geldpolitik gab auch den Aktienkursen weltweit positive Impulse und stärkte den Wechselkurs des Dollars. Für Österreich folgte daraus eine nominell- und real-effektive Abwertung.

JEL-Codes: E52, G21, G32, G52 • **Keywords:** Geldpolitik, Kreditwesen, Unternehmensfinanzierung, Sparen der privaten Haushalte

Begutachtung: Andreas Reinstaller • **Wissenschaftliche Assistenz:** Nathalie Fischer (nathalie.fischer@wifo.ac.at) • Abgeschlossen am 6. 4. 2020

Kontakt: Dr. Thomas Url (thomas.url@wifo.ac.at)

Financial Markets in 2019 Characterised by Continued Favourable Financing Conditions

The central banks returned to an expansive monetary policy in the course of 2019. The resulting favourable financing conditions prompted non-financial companies to make greater use of borrowing. At the same time, private households increased their deposits in the credit system and their holdings of listed shares. With earnings rising only slightly, the earnings situation in the banking sector deteriorated, mainly due to the strong increase in costs. The more expansive monetary policy also gave positive impulses to share prices worldwide and strengthened the dollar exchange rate. For Austria this resulted in a nominal and real effective devaluation.

1. Europäische Zentralbank setzt im Herbst weitere expansive Impulse

Im Jahresverlauf 2019 gestaltete die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldpolitik immer expansiver. Nachdem sie ihr Anleiheankaufprogramm mit Jahresende 2018 eingestellt hatte, verhielt sie sich in der ersten Jahreshälfte 2019 noch abwartend und beschränkte sich darauf, abreifende Anleihen aus dem abgelaufenen Wertpapierankaufprogramm durch Ankäufe zu ersetzen. Der Hauptrefinanzierungssatz verblieb auf 0%, die Verzinsung der Einlagenfazilität auf –0,4% und die der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 0,25%. In ihren geldpolitischen Leitlinien verankerte die EZB diese niedrigen Sätze für die erste Jahreshälfte 2020 auf ihren Ausgangswerten und kündigte für die Zeit danach stabile Leitzinssätze an, solange die Inflationsrate nicht zum Zielniveau von 2% konvergieren würde. Mitte März 2019 kündigte die EZB dann ein drittes gezieltes langfristiges Refinanzierungsprogramm (TLTRO III) an, das der Kreditwirtschaft ab September zusätzliche Liquidität zu günstigen Konditionen verspricht. Die Verzinsung dieser Refinanzierungsoperationen wurde mit dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz über die Laufzeit der Mittelaufnahme plus 0,1 Prozentpunkt festgelegt. Institute mit einer posi-

tiven Nettokreditvergabe zwischen April 2020 und März 2021 können sogar günstigere Finanzierungskosten erzielen. Die Laufzeit der TLTRO-III-Mittel wurde allerdings mit zwei Jahren kürzer angesetzt als in den Programmen TLTRO I und II.

Im Jahresverlauf 2019 verstärkte die Regierung der USA den Druck im handelspolitischen Streit mit China und anderen Handelspartnern. Das veranlasste die Zentralbank der USA im Juli zur Trendwende in diesem vergleichsweise kurzen Zinssteigerungszyklus. Da sich im Euro-Raum im Laufe des Jahres die Erwartungen verdichteten, dass die Inflationsrate deutlich unter dem Zielwert von 2% bleiben würde, folgte die EZB im September dem Beispiel der USA und senkte den Zinssatz auf die Einlagenfazilität geringfügig um 0,1 Prozentpunkt auf –0,5%. Gleichzeitig wurde ein Teil der Einlagen der Kreditwirtschaft bei der Zentralbank von der negativen Verzinsung ausgenommen, sodass sich die Ertragslage der österreichischen Kreditwirtschaft insgesamt verbesserte. Die Laufzeit der TLTRO-III-Refinanzierungsoperationen wurde auf drei Jahre verlängert und der

Die Federal Reserve Bank leitete im Juli 2019 eine Wende in der Zinspolitik ein.

oben erwähnte Zinsaufschlag von 0,1 Prozentpunkt erlassen. Im September kündigte die EZB schließlich die Wiederaufnahme des

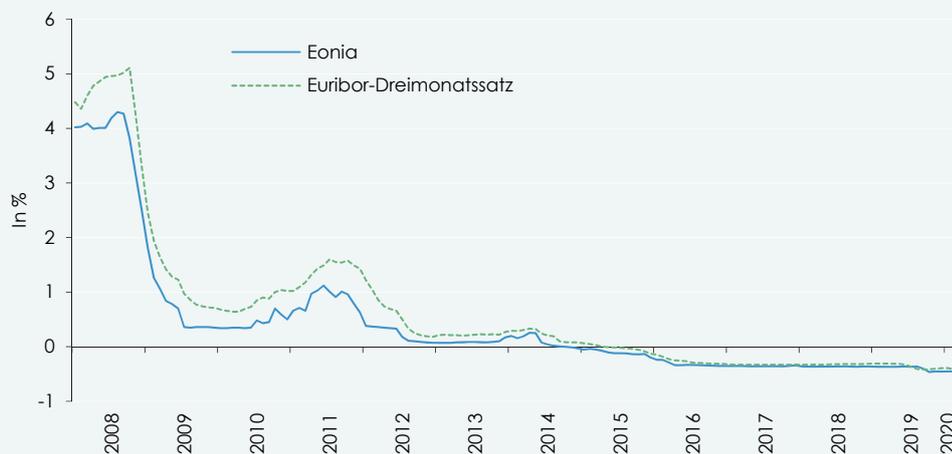
Wertpapierankaufprogrammes mit Anfang November 2019 im Ausmaß von monatlich 20 Mrd. € an.

2. Geldmarktzinssätze weiterhin auf Tiefstständen

Die Berechnung der Geldmarktzinssätze wurde 2019 an neue Leitlinien der EZB angepasst, die die in der Vergangenheit beobachteten Verabredungen von Kreditinstituten in der Erhebung der Geldmarktsätze durch das European Money Markets Institute (EMMI) unterbinden sollen. Im Jänner 2019 veröffentlichte die EZB dazu Grundsätze, die im November in Empfehlungen mündeten (*Working Group on Euro Risk-Free Rates*, 2019A, 2019B). Im Oktober begann die EZB mit der Publikation der neuen Euro Short-term Rate (€STR), die in Zukunft den umstrittenen Vorgänger Eonia ablösen wird. Die Berechnung der €STR beruht vollständig auf den am Vortag getätigten Transaktionen auf dem Taggeldmarkt. Bis Anfang 2022 wird der Eonia vom EMMI weitergeführt, weil sich viele Vertragswerke auf diesen risikolosen Zinssatz beziehen und die EZB einen schrittweisen Umstieg auf den neuen Referenzwert vorzieht. Der Eonia weicht aber in der Be-

rechnung durch das EMMI vom €STR nur durch einen fixen Aufschlag von 0,085% ab. Für den Euribor empfahl die Working Group eine andere Vorgangsweise: Die Euribor-Zinssätze beziehen sich auf Geldmarktgeschäfte zwischen Kreditinstituten und sind für mehrere Laufzeiten (von einer Woche bis zu 12 Monaten) definiert. Ab dem IV. Quartal 2019 werden sie vom EMMI mit einem hybriden Verfahren ermittelt, in dem rein auf Transaktionen beruhende Werte (Level 1) mit aus Transaktionen abgeleiteten Werten (Level 2) und mit Befragungsdaten von Kreditinstituten (Level 3) kombiniert werden (EMMI, 2019). Mit steigender Laufzeit nimmt die Bedeutung von Level-1-Informationen in der Berechnung des veröffentlichten Euribor-Wertes ab, sie werden mangels Transaktionsdaten vor allem durch abgeleitete Informationen (Level 2) und Befragungsdaten ersetzt.

Abbildung 1: **Geldmarktzinssätze in Österreich**



Q: EZB.

Seit die EZB den Zinssatz für die Einlagenfazilität auf einen negativen Wert setzte, orientieren sich die kurzfristigen Zinssätze an dieser Zielgröße und gerieten ebenfalls in den negativen Bereich (Abbildung 1). Da die Teilnehmer am Geldmarkt im Jahresverlauf 2019 keine Anhebung der Leitzinssätze erwarteten, wichen die Zinssätze für unterschiedliche Fälligkeiten kaum voneinander ab. Der Taggeldsatz bewegte sich in den ersten drei Quartalen um $-0,4\%$ und konvergierte bis zum Oktober zum neuen Zielwert von $-0,5\%$. Der Dreimonats-Euribor unterschied sich davon um etwa $+0,1$ Prozent-

punkt und nahm die Zinssenkung vorweg, indem er bereits im Sommer leicht zurückging.

Die Renditen von festverzinslichen österreichischen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren bewegten sich 2019 in einem engen Korridor um 0% , wobei zum Jahresanfang Werte knapp unter $0,5\%$ zu verzeichnen waren, die sich gegen Ende des II. Quartals rasch verringerten und in der Folge negativ blieben. Dieses Phänomen war in mehreren Euro-Ländern zu beobachten: Die Rendite auf Benchmark-Anleihen

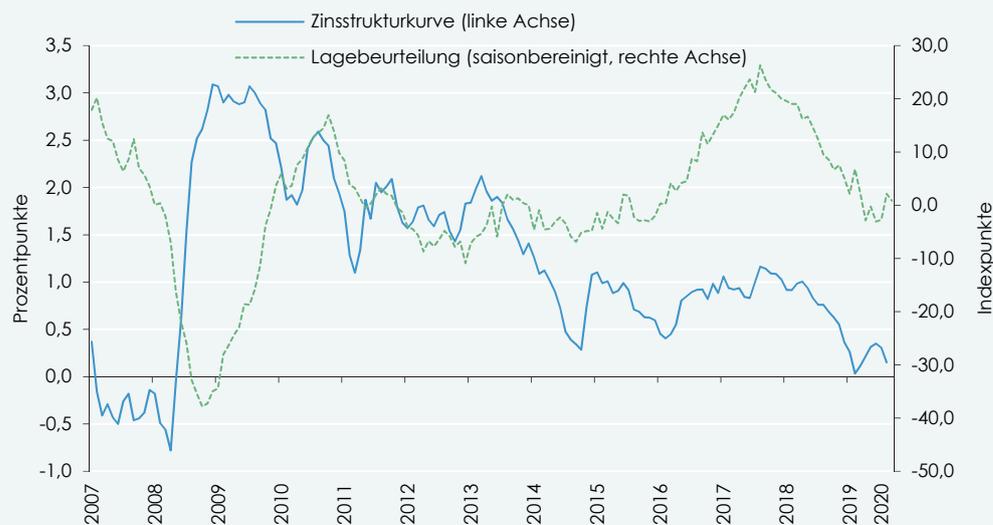
Die Geldmarktzinssätze nahmen bereits Mitte 2019 die Zinssenkung durch die EZB vorweg.

Ab dem Sommer waren die Sekundärmarkrenditen auf Benchmark-Staatsanleihen negativ.

aus Frankreich, Irland, den Niederlanden, Luxemburg und Finnland entwickelten sich ähnlich; in Deutschland setzte diese Bewegung bereits im April ein, und Schweizer Staatsanleihen verzeichneten schon seit Jahresbeginn negative Renditen. Die Rendi-

ten dänischer und schwedischer Staatsanleihen waren ab Juni ebenfalls negativ. Als Teil dieser Entwicklung schrumpften auch die Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen europäischer Länder und der deutschen Benchmark-Anleihe im Jahresverlauf.

Abbildung 2: Zinsstrukturkurve und Index der aktuellen Lagebeurteilung durch die österreichischen Sachgüterproduzenten



Q: WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond; WIFO-Konjunkturtest. Zinsstrukturkurve: Differenz zwischen Sekundärmarktrendite und Euribor-Dreimonatssatz. Index der aktuellen Lagebeurteilung in der Sachgütererzeugung (produzierende Industrie und Gewerbe; Wertebereich +100 bis -100 Indexpunkte): Werte über 0 zeigen eine insgesamt positive Einschätzung, Werte unter 0 eine negative Einschätzung.

Trotz negativer Renditen nahm die Nachfrage institutioneller Investoren nach Staatsanleihen zu.

Wie das Beispiel Frankreichs zeigt, war diese Entwicklung nicht notwendigerweise auf eine Verbesserung der öffentlichen Finanzen bzw. des Schuldenstandes zurückzuführen, sondern dürfte aus der starken Nachfrage institutioneller Investoren und ab November auch der Wiederaufnahme des Wertpapierankaufsprogrammes der EZB entstanden sein. Zumindest in Österreich drehte sich die Nachfrage der finanziellen Kapitalgesellschaften nach langfristigen festverzinslichen Wertpapieren von -1 Mrd. € im I. Quartal 2019 auf insgesamt +1,9 Mrd. € im II. und III. Quartal.

Die Zinsstrukturkurve verflachte im Jahresverlauf.

Angesichts historisch niedriger langfristiger Renditen verflachte die Zinsstrukturkurve in

Österreich bis zum August auf Null und erhöhte sich auch bis zum Jahresende nur auf 0,4 Prozentpunkte. Im Jahresdurchschnitt ergab sich ein Wert von 0,4 Prozentpunkten (2018: 1 Prozentpunkt). Ein negativer Wert der Zinsstrukturkurve signalisiert in der Regel einen Konjunkturabschwung in naher Zukunft. Die Konjunktüreinschätzung österreichischer Sachgüterproduzenten verschlechterte sich im IV. Quartal 2019 erheblich (*Hözl – Bachtrögler – Kügler, 2020*) und gab mit negativen Werten ein Signal für eine bevorstehende Rezession (Abbildung 2). Der Gleichlauf monetärer und realwirtschaftlicher Vorlaufindikatoren unterstützte die EZB-Entscheidung für eine weitere Runde expansiver Maßnahmen im Herbst.

3. Dynamische Entwicklung der Einlagen ohne Bindungsfrist

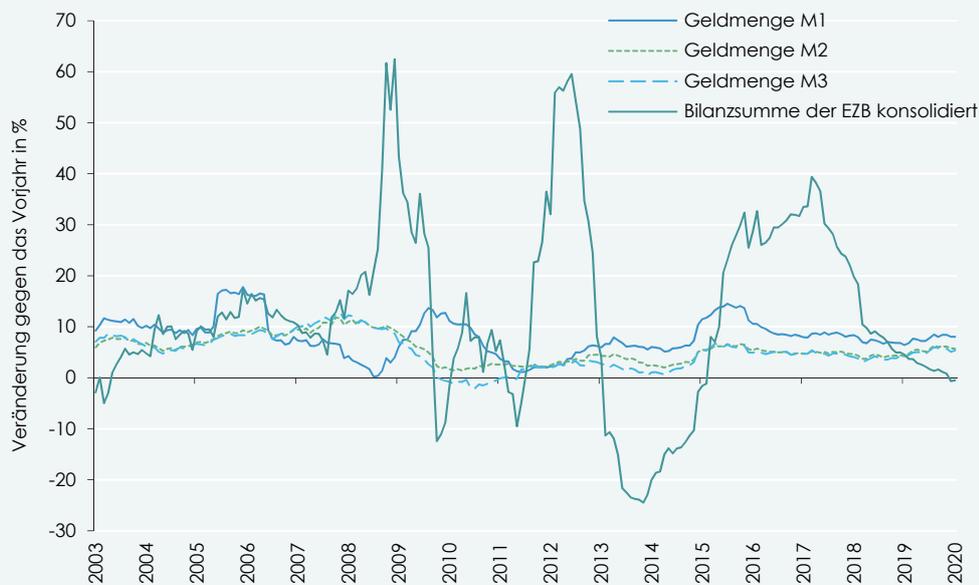
Die Wiederaufnahme des Wertpapierankaufsprogrammes im November 2019 wirkte sich kaum auf die konsolidierte Bilanzsumme der EZB aus: Sie blieb im Jahresverlauf 2019 nahezu konstant und lag am Jahresende 2019 nur leicht unter dem Anfangswert (Abbildung 3). Im Gegensatz dazu beschleunigte sich das vom Publikum stärker beeinflusste Wachstum der Geldmengenaggregate zwischen Jänner und Dezember etwas.

Davon profitierten die liquideren Formen mehr als die illiquiden. Die engste Definition M1 nahm am deutlichsten zu (+8,1%), die Aggregate, in denen auch Komponenten mit Bindungsfristen enthalten sind, wesentlich schwächer (M3 z. B. +5,1%). Diese Entwicklung wurde vor allem durch den Liquiditätshunger des Publikums und die gleichzeitig zögerliche Aufnahme zusätzlicher Sparguthaben durch die Kreditwirtschaft getrie-

ben. Während die Nichtbanken ihre Einlagen ohne Bindungsfrist im Vorjahresvergleich um 6,4% ausweiteten, schränkten sie ihre Einlagen mit zeitlicher Bindung um knapp 2% ein. Dafür waren überwiegend die Privaten

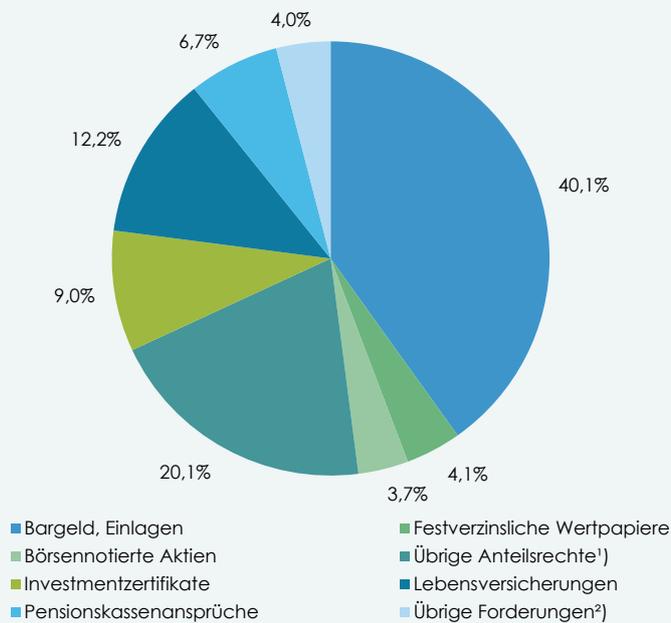
Haushalte bestimmend, die im Niedrigzinsumfeld des Jahres 2019 ihre bindungsfreien Einlagen um 13,4 Mrd. € vergrößerten und gleichzeitig ihre gebundenen Einlagen um 2,4 Mrd. € verringerten.

Abbildung 3: **Geldmengenwachstum im Euro-System**



Q: EZB, Geldmengen saisonbereinigt.

Abbildung 4: **Struktur des Finanzvermögens der Privaten Haushalte 2019**



Q: OeNB, Stand Ende III. Quartal 2019. Das Geldvermögen der Privaten Haushalte betrug insgesamt 705 Mrd. €. – ¹⁾ Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²⁾ Kredite, Nicht-Lebensversicherungsansprüche, kapitalgedeckte Pensionsansprüche, Ansprüche auf andere Leistungen als Altersversicherungsleistungen, übrige Forderungen einschließlich Finanzderivate.

Die Privaten Haushalte bevorzugten 2019 liquide Veranlagungsformen, verlängerten aber die durchschnittliche Laufzeit ihrer Kredite.

Gegenüber dem Vorjahr veränderte sich die Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte kaum.

Auch gemäß den vorläufigen Werten der Finanzierungsrechnung bis zum III. Quartal 2019 bevorzugten die Privaten Haushalte 2019 liquide Anlageformen: Sie stießen festverzinsliche Wertpapiere im Ausmaß von 670 Mio. € ab und zogen netto Mittel aus Lebensversicherungen ab (64 Mio. €). Das Ausmaß dieser Umschichtung verringerte sich aber im Vorjahresvergleich deutlich. Neben den Einlagen in Kreditinstituten investierten die Privaten Haushalte ihre Ersparnisse hauptsächlich in börsennotierte Aktien (Transaktionen). Die Bereitschaft zu zusätzlicher Verschuldung nahm unter den privaten Haushalten 2019 etwas zu und hatte bis zum Jahresende eine Ausweitung des Kreditvolumens um 4,6% zur Folge (2018 +4,3%). Angesichts niedriger Zinssätze und der hohen Nachfrage nach Hypothekarkrediten erfolgte auch eine Umschichtung von kurz- zu langfristigen Krediten. Während die privaten Haushalte in den ersten drei Quartalen 2019 kurzfristige Kredite um 310 Mio. € abbauten, nahmen sie langfristige Kredite im Ausmaß von 5 Mrd. € auf. Insgesamt investierten die privaten Haushalte bis zum Ende des

III. Quartals 7,2 Mrd. € in Finanztitel (+9,7 Mrd. € gegenüber dem Vergleichszeitraum 2018).

Da die geldpolitischen Rahmenbedingungen im Jahr 2019 kaum angepasst wurden, änderte sich auch die Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte kaum gegenüber dem Vorjahr (Abbildung 4). Weiterhin dominierten die Einlagen vor den übrigen Anteilsrechten. Die übrigen Anteilswerte fassen den Wert direkter Unternehmensbeteiligungen von Selbständigen und freiberuflich Tätigen an Unternehmen zusammen, die nicht als Aktiengesellschaft firmieren, und ergänzen ihn um den Wert der nicht börsennotierten Aktien. Die Forderungen an Lebensversicherungen umfassen in Österreich auch die Forderungen an private Krankenversicherungen, weil diese Versicherungsverträge eine große Sparkomponente enthalten, mit der hohe Gesundheitsausgaben im Alter finanziert werden. Insgesamt bildete die altersbezogene Vorsorge knapp ein Fünftel des Geldvermögens.

4. Anhaltendes Kreditwachstum bei stagnierendem Nettozinsergebnis

Die Kreditnachfrage blieb 2019 dank des Niedrigzinsumfeldes bei nominell weiterhin wachsenden Bruttoanlageinvestitionen (+5%) sehr dynamisch. Zum Jahresende 2019 war das Kreditvolumen der österreichischen Kreditinstitute an österreichische Kreditnehmer (ohne Interbankkredite) mit insgesamt 372 Mrd. € um 4,3% höher als im Vorjahr. Mit 45% ging knapp die Hälfte dieser Summe an die privaten Haushalte einschließlich der freiberuflich Tätigen, der Selbständigen und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (+4,2%). 40% nahmen die nichtfinanziellen Unternehmen auf (+6,3%) und rund ein Zehntel die öffentliche Hand (-4%) und die sonstigen Finanzintermediäre (+0,9%). Auf dem Interbankenmarkt blieb das ausstehende Kreditvolumen mit 143 Mrd. € gegenüber dem Vorjahr unverändert. Im gesamten Euro-Raum übertrafen die Kredite ohne Interbankkredite mit 12.580 Mrd. € das Vorjahresniveau um 2,9%.

Die Kredite an österreichische private Haushalte dienen überwiegend der Wohnraumfinanzierung. Der Kapitalbedarf für diesen Zweck steigt sowohl aufgrund des Bevölkerungswachstums als auch wegen der ungünstigen Verzinsung von Einlagen im Kreditwesen bereits seit mehreren Jahren besonders dynamisch. Ende 2019 standen 117 Mrd. € an Wohnbaukrediten aus (+5,7%). Zur Finanzierung des Kaufes dauerhafter Konsumgüter wurden hingegen nur 18 Mrd. € verwendet, etwa gleich viel wie im Vorjahr (+0,6%).

Eine weitere Konsequenz niedriger Zinssätze war die Umschichtung der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen.

Die Neuaufnahme von Krediten machte laut Finanzierungsrechnung in den ersten drei Quartalen 2019 7 Mrd. € aus, zusätzlich wurden festverzinsliche Wertpapiere mit einem Volumen von 3,2 Mrd. € emittiert. Dem stand ein Aufbau von Eigenkapital durch Aktien und sonstige Anteilspapiere von nur 3,1 Mrd. € gegenüber. 2019 dehnten die nichtfinanziellen Unternehmen auch die Fristigkeit ihrer Fremdfinanzierung aus: Während sie die Kredite mit einer Laufzeit unter einem Jahr um 5,1% auf 26 Mrd. € verringerten, weiteten sie die Kredite mit einer Laufzeit von einem bis fünf Jahren um 13,7% auf 33 Mrd. € und jene mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren um 7,4% auf 104 Mrd. € aus.

Trotz der Umschichtung zu einem höheren Grad an Fremdfinanzierung bestanden die Passiva der nichtfinanziellen Unternehmen weiterhin zum größten Teil aus Eigenkapital (Abbildung 5). Auf nicht an der Börse gehandelte Formen des Eigenkapitals entfiel mit knapp 40% der Passiva der größte Anteil; 10% der Passiva bestanden aus Eigenkapital in Form von börsennotierten Aktien; sie gehen mit dem Wert zum Quartalsultimo in die Finanzierungsrechnung ein und reagieren daher auf die Kursbewegungen an der Börse. Das Fremdkapital bestand überwiegend aus Krediten der Finanzinstitute und zu einem deutlich geringeren Teil aus Handelskrediten zwischen nichtfinanziellen Unternehmen. Handelskredite haben allerdings nur eine Zwischenfinanzierungsfunktion, weil sie durch annähernd gleich große Forderungen auf der Aktivseite der Bilanz ausgeglichen werden. Die im internationalen Vergleich geringe Bedeutung des Kapitalmarktes für die Fremdfinanzierung österreichischer

Wohnraumfinanzierung ist der wichtigste Grund für die Verschuldung der privaten Haushalte.

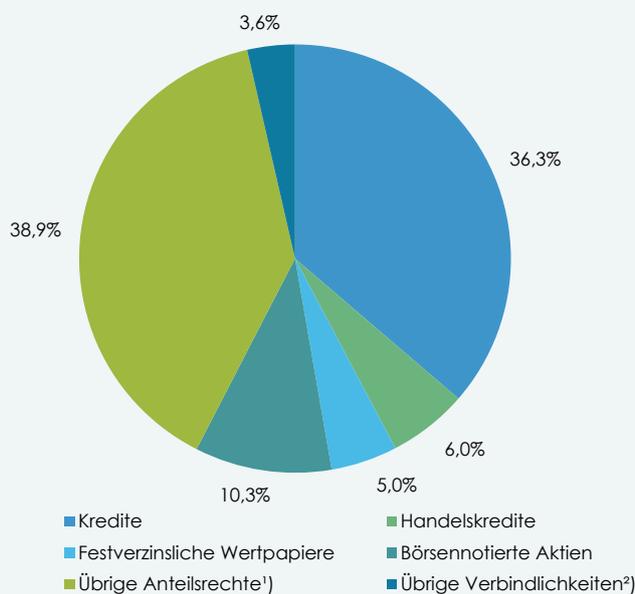
2019 weiteten die nichtfinanziellen Unternehmen den Fremdkapitalanteil an ihrer Finanzierung aus.

Zur Hälfte erfolgte die Unternehmensfinanzierung durch Eigenkapital.

Unternehmen spiegelt sich im kleinen Anteil festverzinslicher Wertpapiere an den Passiva. Österreichs Finanzsystem gehört deshalb zur Gruppe der bankbasierten Systeme (Saillard – Url, 2011). Die enge Beziehung zwischen Kreditinstituten und nichtfinanziellen Unternehmen senkt bei einer überraschenden Liquiditätskrise – wie etwa im Fall der Betriebs-schließungen anlässlich der COVID-19-Pandemie – die Insolvenzhäufigkeit, weil das Ausmaß der Informationsasymmetrie

zwischen Kreditinstitut und Unternehmenslei-tung kurzfristig deutlich geringer ist als zwi-schen den Teilnehmern am Kapitalmarkt. Darüber hinaus ist die Mehrzahl der österrei-chischen Unternehmen zu klein für eine kos-tengünstige Mittelaufnahme über den Kapi-talmarkt: Von den 340.000 in der aktuellen Leistungs- und Strukturhebung erfassten Unternehmen verzeichneten 290.000 einen Umsatz von jährlich weniger als 1 Mio. € (2017).

Abbildung 5: **Struktur der Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen**
2019



Q: OeNB, Stand Ende III. Quartal 2019. Die Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen betragen insgesamt 862 Mrd. €. – ¹) Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²) Kapitalgedeckte Pensionsansprüche und übrige Verbindlichkeiten einschließlich Finanzderivate.

Die Ertragslage der österreichischen Kreditwirtschaft litt 2019 unter dem negativen Zinssatz auf die Einlagenfazilität der EZB. Die Niedrigzinspolitik hat zwar den Vorteil, dass die Einlagen der Kunden nur geringe Kosten verursachen. Andererseits müssen die heimischen Kreditinstitute für ihre Einlagen bei der EZB Zinsen zahlen, und gleichzeitig schrumpft die Zinsmarge bei einem niedrigen Geldmarktzinssatz. Dementsprechend blieb das Nettozinsergebnis trotz der lebhaften Kreditnachfrage gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 8,6 Mrd. €. 2020 wird die weitgehende Entlastung von Zinszahlungen für Einlagen bei der EZB das Zinsergebnis verbessern.

Die Nettoprovisionserträge sind die zweitwichtigste Ertragskomponente im Kreditwesen. Mit 4,6 Mrd. € waren sie um 1,9% höher als im Vorjahr. Die Möglichkeiten zur Umschichtung des Kundengeschäftes in Bereiche mit höheren Provisionen könnte an Grenzen gestoßen sein, nicht zuletzt weil die

Digitalisierung eine vermehrte Konkurrenz von Fintech-Unternehmen mit sich bringt, die die Preise von Bankdienstleistungen ohne die Kosten aus Altlasten kalkulieren können. Angesichts der fortschreitenden Digitalisierung im konventionellen Bankgeschäft reagiert die Kreditwirtschaft einerseits mit der Ausweitung digitaler Angebote und andererseits mit der Ausdünnung des Filialnetzes. Im Jahr 2019 waren 573 Hauptanstalten und 3.521 Zweigstellen in Betrieb, gegenüber 2008 hat sich damit die Zahl der Hauptanstalten um 294 und die der Zweigstellen um 730 verringert. Im Gegensatz dazu ging der Beschäftigungsabbau im Kreditwesen 2019 zu Ende; mit 60.470 Vollzeitäquivalenten war der Beschäftigtenstand etwas höher als im Vorjahr (+0,3%). Trotz einer deutlichen Steigerung der sonstigen Erträge auf 3,2 Mrd. € dürfte der Jahresüberschuss der Kreditwirtschaft 2019 nach Steuern um 15,5% auf 4,8 Mrd. € gesunken sein. Ein deutlicher Anstieg der Betriebsaufwendungen um 6,9% – bedingt vor allem durch zusätzliche

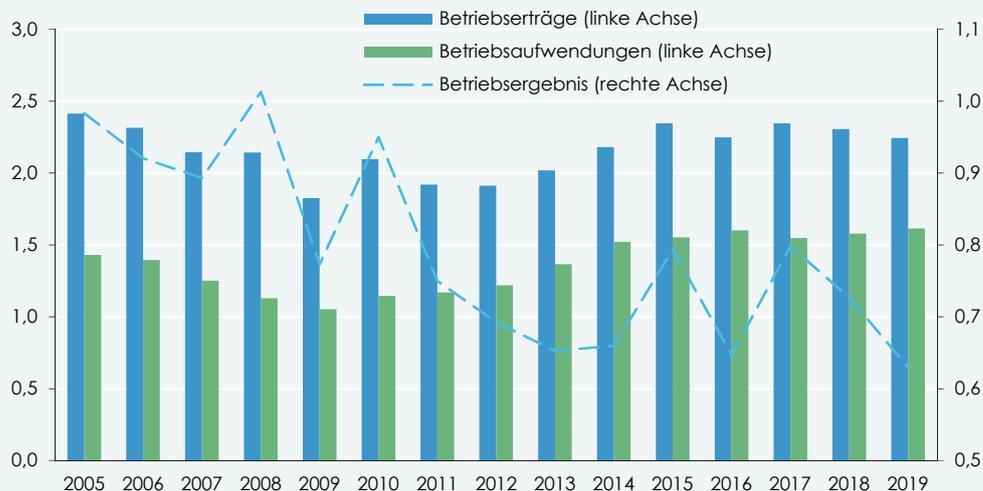
Die Ertragslage des Kreditwesens verschlechterte sich 2019.

Ausgaben für die betriebliche Altersvorsorge und höhere sonstige betriebliche Aufwendungen – sorgte für eine hohe Kostendynamik. Die Cost-Income-Ratio stieg von 68,5%

(2018) auf 71,9% (2019), und der erwartete Return on Equity sank auf 6,2% (2018: 7,6%).

Abbildung 6: Ertragslage des Bankensystems

In % der durchschnittlichen Bilanzsumme



Q: OeNB.

Der IWF bescheinigt Österreich eine relativ hohe Finanzmarktstabilität.

5. Regulatorische Kennzahlen signalisieren keine Überhitzung

Von den Indikatoren zur Stabilität des Finanzsektors ist der Anteil der notleidenden Kredite am gesamten Kreditbestand von nur 1,7% am Ende des III. Quartals erwähnenswert. Dieser Wert spiegelt die gute Beschäftigungs- und Konjunkturlage der letzten Jahre ebenso wider wie die vorsichtige, stark an der Bonität orientierte Kreditvergabepolitik. Mit 15,6% der risikogewichteten Aktiva blieb das Tier-1-Eigenkapital im Kreditwesen (DCCB) am Ende des III. Quartals 2019 auf dem Wert vom Jahresende 2018. Die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnete Lücke im Kredit-BIP-Verhältnis verringerte sich von 8,7% Ende 2018 auf 9,7% im III. Quartal 2019 und signalisiert damit ein unterdurchschnittliches Kreditwachstum. Insgesamt boten die Kennzahlen keinen Anlass für makroprudenzielle Eingriffe. Dementsprechend behielt das Finanzmarktstabilitätsgremium die Vorgabe für den anti-zyklischen Eigenkapitalpuffer auf 0%.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) untersuchte 2019 eingehend die Stabilität des österreichischen Finanzsektors im Rahmen des Financial Sector Assessment Program (FSAP). Im Zentrum der Analyse standen wesentliche Risiken für die makrofinanzielle Stabilität, die Wirkung der bestehenden rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen auf die Finanzmarktstabilität und die Kapazität der nationalen Institutionen zur Bewältigung einer Finanzkrise. Der IWF schätzt sowohl die Teilnehmer am österreichischen Finanzmarkt als auch die Aufsicht und nationalen Sicherungssysteme als krisenfest ein und bestätigt Fortschritte in der Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung. Gruppenweite Risiken österreichischer Finanzdienstleister, so die Empfehlung, und potentielle Risiken aus der starken Preissteigerung von Wohnimmobilien sind genau zu beobachten.

6. Positiver Jahresausklang auf den Aktienmärkten

Ausgehend von relativ niedrigen Werten zu Jahresbeginn bewegten sich die Kurse an der Wiener Börse bis zum Spätsommer 2019 kaum. Auf den internationalen Aktienmärkten (Abbildung 7) verlief die Entwicklung nur in Japan ähnlich. In Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den USA stiegen die Kurse hingegen schon seit dem Jahresbeginn sehr dynamisch, obwohl die Konjunktur-

erwartungen in der europäischen Industrie stark nach unten gerichtet waren (Europäische Kommission, 2020). Die Vertrauensindikatoren lagen in der EU und im Euro-Raum seit Mitte 2019 im negativen Bereich und signalisierten damit einen bevorstehenden Rückgang der Industrieproduktion.

Einen positiven Impuls erhielten die Aktienmärkte im Herbst durch die Kehrtwende der geldpolitischen Strategie wichtiger Notenbanken. Die Notenbank der USA setzte ab dem Herbst eine Reihe von Zinssenkungsschritten, und die EZB senkte in einer eher symbolischen Maßnahme den Leitzinssatz für ihre Einlagenfazilität um 0,1 Prozentpunkt. Dennoch verlängerte dieser Stimulus im Herbst die Kursrallye bis zum Jahresende 2019 und riss schließlich auch die Wiener Börse mit. Der ATX schloss Ende 2019 um 9,8% über dem Stand zu Jahresbeginn ab, blieb damit aber deutlich hinter der Steigerung des DAX (+21,8%) und des Standard & Poors 500 für die USA (+23,7%) zurück. Die gute Stimmung an den internationalen Börsen spiegelt auch die Preisentwicklung des MSCI-Weltindex wider, er stieg auf Dollarbasis um 25,2% und ermöglichte Investoren aus dem Euro-Raum wegen der Dollaraufwertung nach der Umrechnung in Euro sogar zusätzliche Kursgewinne (+27,5%); einschließlich der Dividendenausschüttungen brachte ein internationales Portfolio entsprechend dem MSCI in Euro umgerechnet einen Wertgewinn von 30,8%. Die Volatilität – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Aktien der Chicago Board Options Exchange (VIX) – lag im Jahresdurchschnitt unverändert bei 15,4% und damit unter dem Durchschnitt seit der Einführung dieses Index im Jahr 1986 (19,7%).

Angesichts der guten Kursentwicklung vergrößerte sich die Marktkapitalisierung der Wiener Börse auf 118,7 Mrd. € oder 29,8% des nominellen Bruttoinlandsproduktes. Der durchschnittliche Umsatz je Monat lag 2019 wieder deutlich unter dem Vorjahreswert (5,2 Mrd. €), vor allem weil die Umsätze inländischer Aktien um 13,4% und der Optionshandel um 45,3% geringer waren. Mit 97 emittierten Unternehmensanleihen wurde der Höchstwert aus dem Vorjahr übertroffen und ein Finanzierungsvolumen von insgesamt 11,7 Mrd. € eingenommen. 2,8 Mrd. € oder 24% des Gesamtvolumens gingen an österreichische Unternehmen.

Hohe Wertsteigerungen an den internationalen Börsen und Kursgewinne festverzinslicher Staatsanleihen, die mit dem leichten Rückgang der Renditen verbunden waren, ermöglichten den österreichischen Pensionskassen 2019 ein gutes Veranlagungsergebnis von durchschnittlich 11,6%. Dabei erzielten die überbetrieblichen Pensionskassen 2019 – entgegen dem langjährigen Trend – ein etwas besseres Ergebnis (11,8%) als die betrieblichen Pensionskassen (9,6%). Das verwaltete Kapital in den Pensionskassen machte Ende 2019 24,3 Mrd. € aus, das entspricht 6,1% des nominellen Bruttoinlandsproduktes.

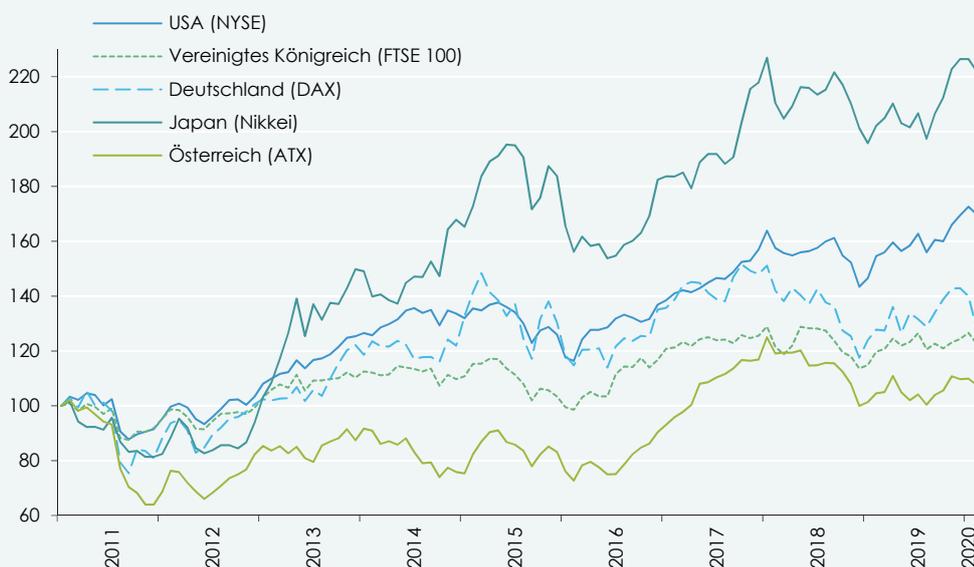
Die Kurswende der Geldpolitik zu einer expansiven Haltung beflügelte die Aktienmärkte.

2019 erreichte die Marktkapitalisierung der Wiener Börse knapp 30% des BIP.

Die Pensionskassen erzielten einen überdurchschnittlich hohen Veranlagungsertrag.

Abbildung 7: **Internationale Börsenindizes**

Jänner 2011 = 100



Q: Deutsche Bundesbank, OECD, Wiener Börse.

7. Nominell- und real-effektive Aufwertung

Erwartungsgemäß setzte die Federal Reserve Bank der USA ihre Rückkehr zum neutralen Kurs der Geldpolitik Anfang 2019 fort, wäh-

rend die EZB die Folgen der Beendigung des Wertpapierankaufprogrammes abwartend beobachtete. Die divergierende geldpoli-

2019 wurde die real-effektive Aufwertung aus den Vorjahren teilweise korrigiert.

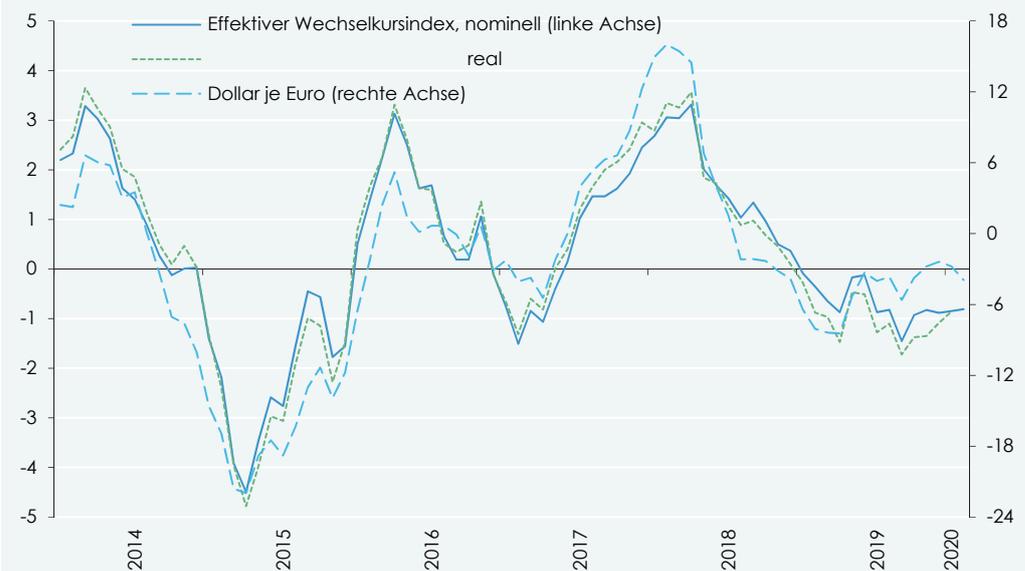
tische Strategie und der Wachstumsvorsprung der USA unterstützten den Dollar, der im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Euro aufwertete (+5,2%). Diese Kursbewegung war in Verbindung mit den Bewegungen der am Dollar mehr oder weniger stark angelegenen Währungen die Hauptursache für die nominell-effektive Abwertung um 0,7% (Abbildung 8). Zum Rückgang des effektiven Wechselkursindex trugen zudem der Schweizer Franken, der japanische Yen und – nach dem Abklingen der Bürgerkriegswirren – auch die ukrainische Hrywnja bei. Eine unzureichende Korrekturbewegung kam vom anhaltenden Verfall der türkischen Lira (2019: 12,3%), des ungarischen Forint und der schwedischen Krone.

Der real-effektive Wechselkursindex auf Grundlage der Verbraucherpreisindizes gibt

ein besseres Bild der Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Österreichs. Dabei wird die Wechselkursänderung um die Entwicklung der Verbraucherpreisindizes in Österreich und dem jeweiligen Handelspartner korrigiert. Im Vergleich mit den Handelspartnern war die Steigerung der Verbraucherpreise in Österreich verhalten, und die reale Abwertung fiel mit –1,1% etwas stärker aus. Allerdings stieg der real-effektive Wechselkursindex zwischen 2015 und 2018 um 3,9%, sodass mit der Abwertung des Jahres 2019 nur ein Teil der verlorenen Wettbewerbsfähigkeit wieder aufgeholt wurde. Eine leicht modifizierte Gewichtung des effektiven Wechselkursindex mit den Industriewaren ergab 2019 nur kleine Abweichungen gegenüber der Berechnung anhand der Standardgewichtung.

Abbildung 8: **Effektiver Wechselkursindex und Dollar-Euro-Kurs**

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: OeNB, WIFO.

8. Ausblick

Die rasche Ausbreitung der COVID-19-Pandemie brachte weltweit einen Nachfrageeinbruch und angebotsseitige Einschränkungen mit sich. Im gesamtwirtschaftlichen Kreislauf wirkt sich diese Krise vor allem als Liquiditätsengpass der Unternehmen aus. Deshalb konzentrieren sich die wirtschaftspolitischen Maßnahmen national und international auf die Stabilisierung der Einkommen, den Erhalt der Liquidität in den Unternehmen und die Vermeidung einer Insolvenzwelle. Die EZB lockerte bereits Anfang März 2020 die Liquiditätsversorgung der Kreditwirtschaft und sorgte mit dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) für eine Verlängerung der Niedrigzinsphase trotz

der starken Zunahme der öffentlichen Budgetdefizite im Euro-Raum. Das Volumen des PEPP entspricht mit 750 Mrd. € rund 5,5% des Bruttoinlandsproduktes im Euro-Raum. Staatliche Garantie- und Haftungsprogramme für Überbrückungskredite werden das Neugeschäft im Kreditwesen 2020 beflügeln, gleichzeitig ist jedoch ein Einbruch der Investitionstätigkeit zu erwarten, sodass das großvolumige und längerfristige Kreditgeschäft abrupt abbrechen wird. Angesichts der ungewissen Erholung der Wirtschaft wird auch die Bereitschaft der privaten Haushalte zur Neuverschuldung niedriger ausfallen. Dynamik und Profitabilität des Kreditgeschäftes hängen erheblich vom Erfolg der liquiditäts-

sichernden Maßnahmen ab. Nach dem kräftigen Wachstum der Wertschöpfung im Finanz- und Versicherungswesen 2019

(+3,5%) wird für das laufende Jahr ein leichter Rückgang um 2,5% erwartet.

9. Literaturhinweise

European Money Markets Institute (EMMI), Update on the hybrid Euribor methodology, Euro RFR Working Group, Frankfurt am Main, 2019, https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk_free_rates/shared/pdf/20181018/2018-10-18_WG_on_euro_RFR_meeting_Item_4_1_Update_on_the_Euribor_hybrid_methodology.pdf.

Europäische Kommission, "European Business Cycle Indicators 4th quarter 2019", European Economy, Technical Paper, 2020, (037), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/tp037_en.pdf.

Hözl, W., Bachtrögl, J., Kügler, A., Konjunkturbeurteilung verbessert sich trotz anhaltender Unterschiede. Ergebnisse des WIFO-Konjunkturtests vom Februar 2020, WIFO, Wien, 2020, <https://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/65771>.

Saillard, A., Uri, Th., "Venture Capital in Bank- and Market-Based Economies", WIFO Working Papers, 2011, (389), <https://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/41250>.

Working Group on Euro Risk-Free Rates (2019A), Guiding principles for fallback provisions in new contracts for euro-denominated cash products, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 2019, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.sq3guidingprinciples201901.en.pdf>.

Working Group on Euro Risk-Free Rates (2019B), High level recommendations for fallback provisions in contracts for cash products and derivatives transactions referencing EURIBOR, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 2019, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.wqeurofr_highlevelrecommendationseuribor_fallbacks-abc6ca6268.en.pdf.