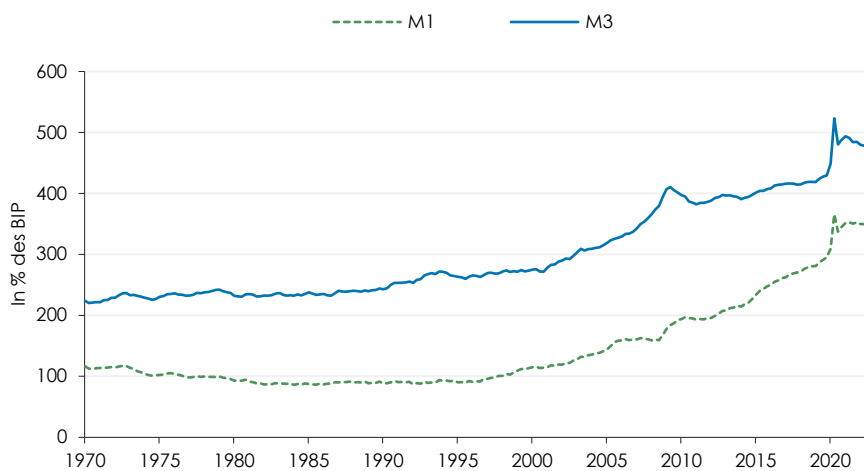


Hohe Inflation führt zu Kurswechsel in der Geldpolitik

Thomas Url

- Die Europäische Zentralbank beendete 2022 die lange Phase expansiver Geldpolitik.
- Die privaten Haushalte senkten 2022 ihre Sparquote und milderten damit Realeinkommensverluste.
- Höhere Wertberichtigungen für Kreditrisiken und Kursverluste bei Wertpapieren und Beteiligungen schmälerten den Jahresüberschuss der Kreditwirtschaft.
- Das Finanzmarktstabilitätsgremium verschärfte die Vorgaben für das Mindesteigenkapital systemrelevanter Kreditinstitute.
- Boykottmaßnahmen der EU gegen Russland führten zur Abwicklung der Sberbank Europe.
- Die Marktkapitalisierung der Wiener Börse sank von 35% (2021) auf 26% des BIP (2022).
- Österreichs real-effektiver Wechselkurs wertete 2022 um 2% ab.

Geldmengenaggregate im Euro-Raum



"Im Euro-Raum ist die Geldmenge M3 seit 2007 um 130 Prozentpunkte des nominellen BIP angewachsen. Die Rückführung auf ein niedrigeres Niveau wird für längere Zeit eine restriktive Geldpolitik erfordern."

Das Verhältnis der Geldmenge zum nominellen BIP wird als inverse Umlaufgeschwindigkeit des Geldes interpretiert. Wenn dieses Verhältnis steigt, nimmt die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ab, d. h. für die Summe aller Bezahlvorgänge in der Wirtschaft wird mehr Geld gehalten (Q: WIFO-Berechnungen, OECD. Geldmengen saisonbereinigt. Euro-Raum: 19 Euro-Länder).

Hohe Inflation führt zu Kurswechsel in der Geldpolitik

Thomas Url

Hohe Inflation führt zu Kurswechsel in der Geldpolitik

Die Zentralbanken der USA und des Euro-Raums beendeten 2022 ihre Wertpapierankaufprogramme und begannen im März bzw. Juli mit der Anhebung ihrer Leitzinssätze. Sie reagierten damit auf den Inflationsanstieg, der im Jahresverlauf auch zu einer Beschleunigung der Kerninflation führte. Das Kreditvolumen legte im 1. Halbjahr 2022 noch deutlich zu, die Eintrübung der Konjunkturaussichten, der abflauende Lageraufbau nach der Wiederherstellung der Lieferketten und der scharfe Zinsanstieg dämpften jedoch gegen Jahresende die Kreditnachfrage. Gleichzeitig verschärften die Kreditinstitute ihre Vergaberichtlinien. Sie entsprachen damit auch den strengeren makroprudenziellen Anforderungen für die Neuvergabe von Immobiliendarlehen, die die Finanzmarktaufsicht ab August 2022 verordnet hatte. Der Jahresüberschuss der Kreditwirtschaft schrumpfte 2022 wegen höherer Vorsorgen für Kreditrisiken und Wertberichtigungen für Wertpapiere und Beteiligungen. Ausgeprägte Kursverluste an den Börsen dämpften nicht nur das Provisionsergebnis der Kreditinstitute, sondern auch die Marktkapitalisierung der Wiener Börse (2022: 26% des BIP). Kursverluste des Euro gegenüber dem Dollar, den daran gebundenen Währungen sowie dem Rubel führten zu einer nominell-effektiven Abwertung um 1,5%. Die im Vergleich zu den Handelspartnern niedrigere Inflationsrate in Österreich verstärkte die Abwertung auf 2%.

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

Begutachtung: Stefan Schiman-Vukan • **Wissenschaftliche Assistenz:** Nathalie Fischer (nathalie.fischer@wifo.ac.at), Ursula Glauninger (ursula.glauninger@wifo.ac.at), Cornelia Schobert (cornelia.schobert@wifo.ac.at) • Abgeschlossen am 12. 4. 2022

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

High Inflation Rates Trigger Monetary Policy Turnaround

The Federal Reserve Bank and the ECB ended their securities purchase programmes in 2022 and began to raise their key interest rates in March and July, respectively. This was in response to a wave of inflation triggered by the Ukraine war, which carried over into higher core inflation. Credit volume in Austria increased significantly in the first half of 2022, but the worsening economic outlook and the slow-down in inventory build-up dampened demand for credit towards year end. At the same time, banks tightened their lending guidelines, also complying with stricter macroprudential requirements for new real estate lending imposed from August 2022 onwards. The operating income of the banking industry deteriorated in 2022 due to higher provisions for credit risks and valuation allowances for securities and holdings. Pronounced price losses on stock exchanges not only lowered banking income from fees and commissions, but also reduced the market capitalisation of the Vienna Stock Exchange to 26 percent of GDP. Exchange rate losses of the euro against the dollar, the currencies tied to it, and the ruble led to a nominal effective depreciation of 1.5 percent. The relative to its trading partners lower inflation rate in Austria reinforced the devaluation to 2 percent.

Die EZB begann ihre geldpolitische Kurswende mit der Einstellung der Wertpapierankaufprogramme.

1. Europäische Zentralbank beendet ihren expansiven Kurs

Nach der Revision ihrer geldpolitischen Strategie im Jahr 2021 strebt die Europäische Zentralbank (EZB) nunmehr eine Inflationsrate von durchschnittlich 2% in der mittleren Frist an. Gemessen an dieser Zielsetzung konnte der Anstieg der Inflationsrate im Jahresverlauf 2021 als eine willkommene Annäherung an den Zielwert interpretiert werden. Zusätzlich war die Inflationsdynamik zur Jahreswende 2021/22 überwiegend durch Energiepreissteigerungen geprägt, sodass kein unmittelbarer geldpolitischer Handlungsbedarf abgeleitet wurde. Diese Interpretation wurde auch durch die Entwicklung der Kerninflationsrate (ohne Energie, unbearbeitete Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) bestätigt, die im I. Quartal 2022 mit 2,7% nahe am Zielwert blieb.

Angesichts der zunehmenden Inflationsdynamik bestätigte die EZB in der Sitzung am 10. März 2022 ihren langsamen Schwenk in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik. Nach der bereits 2021 angekündigten Beendigung der Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) mit Ende März 2022 wurden mit Juli 2022 auch die Ankäufe im Rahmen der herkömmlichen Wertpapierankaufprogramme eingestellt. Im Juni verschärfte die EZB ihre Rhetorik und bereitete den Markt auf eine Kehrtwende in der Zinspolitik vor; gleichzeitig ließ sie die Sonderbedingungen für die zielgerichteten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO III) mit Ende Juni 2022

auslaufen. In der Sitzung Ende Juli wurden die Leitzinssätze um 0,5 Prozentpunkte angehoben. Danach setzte die EZB zu jedem

Sitzungstermin weitere Zinsschritte, sodass der Hauptrefinanzierungssatz zu Jahresende bei 2,5% lag (Übersicht 1).

Übersicht 1: Änderungen der Zinssätze des Eurosystems und der OeNB

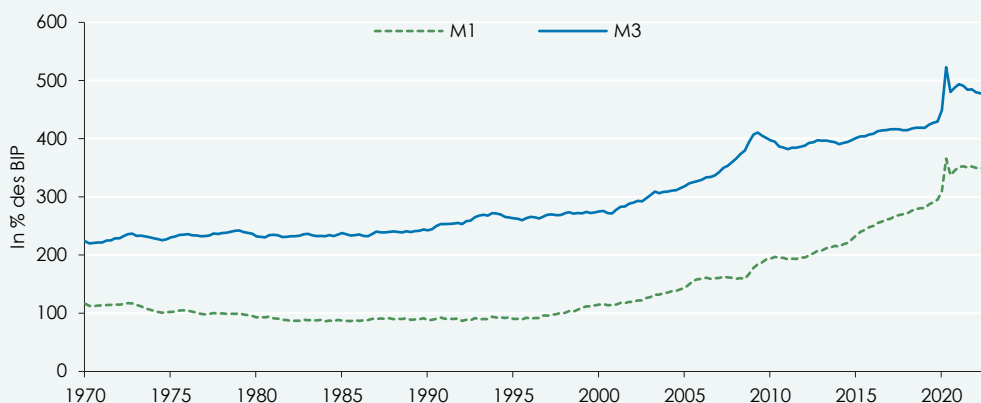
	Einlagefazilität	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Hauptrefinanzierungsgeschäft In %	Basiszinssatz	Referenzzinssatz
27. Juli 2022	0,00	0,75	0,50	- 0,12	0,65
14. September 2022	0,75	1,50	1,25	0,63	1,75
2. November 2022	1,50	2,25	2,00	1,38	2,50
21. Dezember 2022	2,00	2,75	2,50	1,88	3,00
8. Februar 2023	2,50	3,25	3,00	2,38	3,50
16. März 2023	3,00	3,75	3,50	2,88	4,00

Q: EZB, OeNB.

Abbildung 1 zeigt das Verhältnis der Geldmengenaggregate M1 und M3 zum nominalen BIP vom Beginn der 1970er-Jahre bis Ende 2022¹⁾. Es kann als eine vereinfachte Darstellung einer langfristigen Gleichgewichtsbeziehung zwischen Geldvolumen und wirtschaftlicher Aktivität interpretiert werden. Dreger und Wolters (2010) konnten z. B. für die Periode 1983 bis 2004 eine stabile langfristige Beziehung zwischen der realen Geldmenge und dem realen Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums nachweisen, wenn zusätzlich Opportunitätskosten der Geldhaltung in Form von Inflation und Zinsen berücksichtigt werden. Bis zur Gründung der Währungsunion blieben beide Quoten in Abbildung 1 stabil. Mit der Einführung des Euro-Bargeldes im Jänner 2002 stiegen sie leicht an, weil der Euro als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel auch in den umliegenden Ländern verstärkt genutzt wurde. Bereits im

Vorfeld der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise legten beide Quoten wegen der hohen Liquiditätsnachfrage stärker zu. Zuletzt verursachte die breitflächige Einstellung der wirtschaftlichen Aktivität zu Beginn der COVID-19-Pandemie in Europa eine deutlich sichtbare Spitze. Dreger und Wolters (2010) schätzen die Reaktion der realen Geldnachfrage auf Abweichungen vom langfristigen Gleichgewicht als sehr schwach ein; sie ist auch abhängig vom Abstand zum damals noch von der EZB angestrebten Geldmengenwachstum von 4,5% jährlich. Die reale Geldnachfrage reagiert bei konstanten Opportunitätskosten auf einen monetären Überhang mit einem Rückgang von rund 4% jährlich. Ende 2022 lag das Verhältnis beider Geldmengenaggregate zum nominalen BIP noch um rund 230 Prozentpunkte über dem Durchschnitt vor Einführung des Euro-Bargeldes (1970/2001).

Abbildung 1: Geldmengenaggregate im Euro-Raum



Q: WIFO-Berechnungen, OECD. Geldmengen saisonbereinigt. Euro-Raum: 19 Euro-Länder.

¹⁾ Die aggregierten Werte für den Euro-Raum für die Jahre vor 1995 stammen von der OECD.

Die EZB will mit dem neuen "Transmission Protection Instrument (TPI)" die Ausweitung der Zinsabstände zwischen den Euro-Ländern dämpfen.

Während die Kerninflation nach wie vor steigt, erreichte die allgemeine Inflationsrate bereits im Oktober 2022 einen Höchstwert.

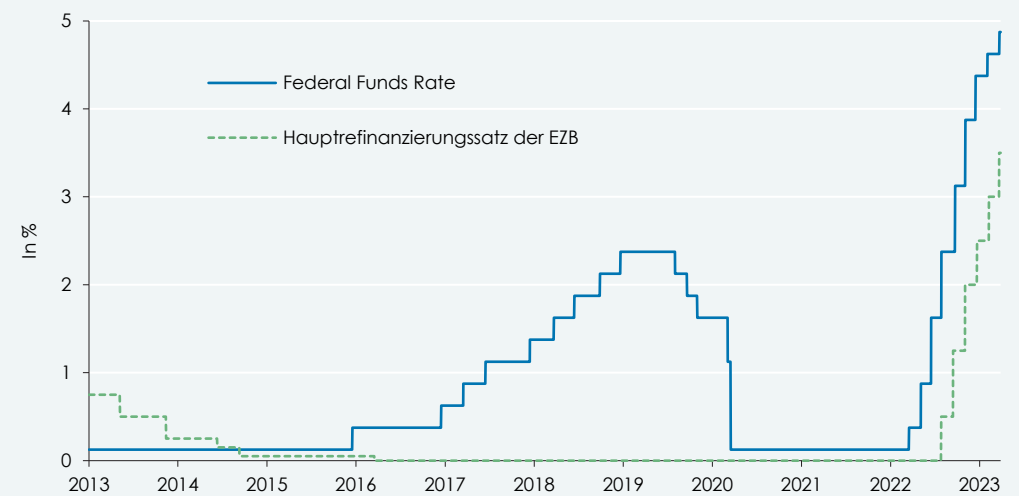
Mit dem geldpolitischen Kurswechsel der EZB waren Befürchtungen über eine Ausweitung der Renditeabstände staatlicher Anleihen innerhalb des Euro-Raums entstanden. Steigende Renditen auf Staatsanleihen erhöhen die Finanzierungskosten bei der Aufnahme von Neuschulden und in Kreditverträgen mit variabler Verzinsung. Risikoaufschläge hätten die geldpolitische Straffung regional verstärken können und damit den geldpolitischen Transformationsmechanismus innerhalb der Währungsunion verzerrt. Deshalb führte die EZB gleichzeitig mit der ersten Anhebung der Leitzinssätze Ende Juli 2022 das Transmission Protection Instrument (TPI) ein. Es sieht vor, dass Abflüsse von Portfolioinvestitionen aus einzelnen Mitgliedsländern durch entsprechende Wertpapierankäufe der EZB kompensiert werden können. Die Ankäufe der EZB im Rahmen des TPI sind jedoch auf Perioden beschränkt, in denen eine un gerechtfertigte und ungeordnete Marktdynamik die Wirkung der Geldpolitik im gesamten Euro-Raum gefährdet. Die Entscheidung über die Aktivierung des TPI liegt beim EZB-Rat und stützt sich auf vier Kriterien der wirtschaftspolitischen Stabilität des betreffenden Mitgliedslandes (EZB-Pressemeldung vom 21. 7. 2022)²⁾. Dazu zählen:

- die Einhaltung des finanzpolitischen Rahmens der EU,

- das Fehlen eines schwerwiegenden makroökonomischen Ungleichgewichts,
- die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, sowie
- eine solide und nachhaltige Wirtschaftspolitik.

Die Inflationsrate für den Euro-Raum legte im Jahresverlauf 2022 deutlich zu und lag im Dezember bei 9,2% (laut HVPI). Der Spitzenwert von 10,6% wurde bereits im Oktober verzeichnet, danach dämpfte der Rückgang der Energiepreise den Verbraucherpreisindex. Im Gegensatz dazu hielt der Anstieg der Kerninflation auch über die Jahreswende hinaus unvermindert an; den unterjährigen Höchstwert wies der Euro-Raum im Dezember 2022 mit +5,2% aus. Wie die Konvergenz der beiden Kennzahlen zeigt, wurde der Preisauftrieb bei energetischen Vorleistungen und Agrarrohstoffen nach dem Abflauen der Energiepreise langsam auf die Konsumentenpreise überwältigt. Dementsprechend erhöhte sich im Jahresverlauf der Beitrag von Nahrungsmitteln, Dienstleistungen und Industriegütern (ohne Energie) zur Gesamtinflation; er bildet nunmehr die bestimmende Komponente der Inflation. In Österreich führte die Geldentwertung 2022 zu deutlich höheren Kollektivvertragsabschlüssen³⁾, die Steigerung der Stundenlöhne im Euro-Raum blieb im IV. Quartal 2022 mit 5,7% noch klar unter der Inflationsrate.

Abbildung 2: Leitzinssätze im Euro-Raum und in den USA



Q: EZB, Federal Reserve Board (Mittelwert der Bandbreite).

²⁾ Europäische Zentralbank (2022). Geldpolitische Beschlüsse. Pressemitteilung. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.de.html> (abgerufen am 17. 3. 2023).

³⁾ Der Abschluss für Handwerk und Gewerbe vom 6. Dezember 2022 sieht z. B. für die meisten Verwen-

dungsgruppen eine Erhöhung um 8% ab 1. Jänner 2023 vor (https://www.kollektivvertrag.at/cms/KV/KV_2.a/1342670258281/news/abschluss-handwerk-und-gewerbe).

Die USA konnten sich als wichtiger Produzent von Flüssiggas von der Gaspreisentwicklung in Europa abkoppeln und litten auch kaum unter dem mit hohen Energiepreisen verbundenen Kaufkraftabfluss ins Ausland. Die Verschiebung der europäischen Gasnachfrage von Russland auf den Weltmarkt machte sich aber auch in den USA in Gaspreissteigerungen bemerkbar. Insgesamt werden jedoch die Ursachen des Inflationsschubs in den USA stärker auf der Nachfrageseite (Blanchard et al., 2022; Giovanni et al., 2023) als auf der Angebotsseite (Ball et al., 2023) verortet. Für den kräftigen Preisauftrieb waren vor allem die umfangreichen staatlichen Transfers an private Haushalte verantwortlich. Um die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie abzumildern, gewährte die Re-

gierung der USA Steuererleichterungen und Beihilfen im Ausmaß von rund 22,2% des BIP – der höchste Wert unter den G20-Ländern⁴⁾.

Als Reaktion auf den Preisauftrieb hatte die Federal Reserve Bank bereits 2021 einen geldpolitischen Kurswechsel angekündigt und mit dem Verkauf von Unternehmensanleihen aus ihrem Wertpapierankaufprogramm begonnen, setzte aber erst im März 2022 ihre erste Zinsanhebung um. Damit begann eine der intensivsten Episoden geldpolitischer Straffung in der jüngeren Geschichte (Abbildung 2). Zu jedem Sitzungstermin bis einschließlich 22. März 2023 erhöhte die Federal Reserve Bank ihre Leitzinssätze um ¼ bis ¾ Prozentpunkte.

Da die hohe Teuerung in den USA binnenwirtschaftliche Ursachen hatte, reagierte die dortige Geldpolitik früher auf den Inflationsdruck.

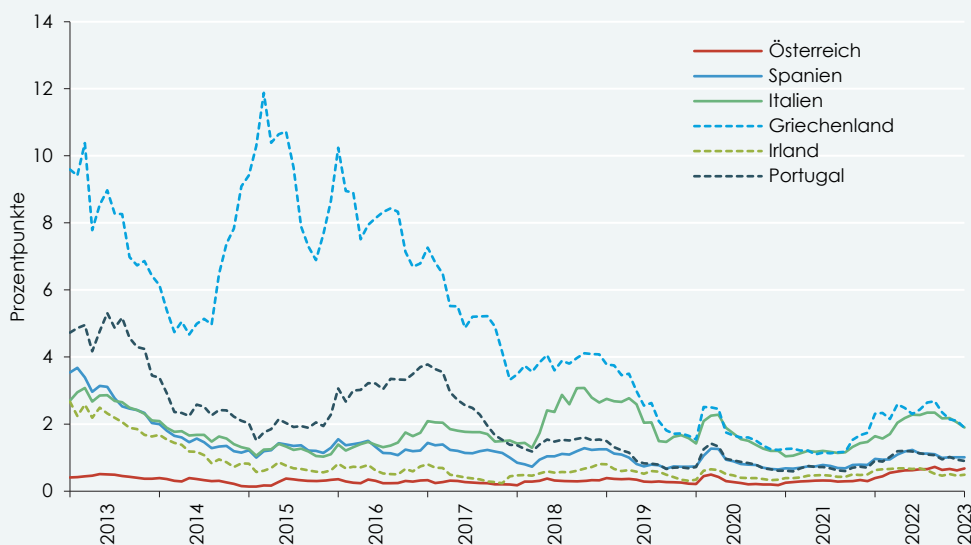
Die Federal Reserve Bank begann im März 2022 mit der Anhebung der Leitzinssätze.

2. Kurswechsel in der Geldpolitik steigert die Geldmarktzinssätze

In der ersten Jahreshälfte 2022 war der Geldmarkt im Euro-Raum noch von der Nullzinspolitik der EZB geprägt. Sowohl der Taggeldsatz als auch der Dreimonatssinssatz verharrten im negativen Bereich – nahe am Zinssatz für die Einlagenfazilität, weil die Kreditwirtschaft ihre Überschussliquidität nur zum negativen Einlagenzinssatz bei der EZB deponieren konnte (Hartmann & Smets, 2018). Bis

kurz vor der ersten Zinsanhebung am 27. Juli 2022 reagierte der Dreimonatssinssatz kaum auf den Stopp der Ankaufprogramme; erst danach drifteten der Dreimonats- und der Taggeldsatz auseinander. Bis Februar 2023 lag der Dreimonatssinssatz noch unter dem Hauptrefinanzierungssatz, was darauf hindeutet, dass der Geldmarkt weiterhin reichlich mit Liquidität ausgestattet ist.

Abbildung 3: Zinsabstand 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder zu deutschen Staatsanleihen



Q: OeNB.

Auf dem Anleihenmarkt war bereits im Jänner 2022 ein leichter Renditeanstieg zu beobachten. Die Renditen auf festverzinsliche österreichische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren bewegten sich aus dem negativen Bereich und legten im Jahresverlauf um 2,6 Prozentpunkte zu. In

den anderen Euro-Ländern lag der Zinsanstieg bei 1,5 bis 3 Prozentpunkten, womit die Renditen auf österreichische Papiere überdurchschnittlich stiegen. Dementsprechend weitete sich auch der Zinsabstand zwischen österreichischen und deutschen Bundesanleihen bis zum Jahresende auf 0,7 Prozent-

Die Renditen auf österreichische Benchmark-Anleihen stiegen 2022 überdurchschnittlich.

⁴⁾ IMF Fiscal Monitor: Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic.

punkte aus (Abbildung 3). Mit ein Grund für die starke Reaktion der Renditen in ganz Europa war der Rückgang der Nettozukäufe von Wertpapieren durch die EZB. 2022 kaufte sie im Rahmen des PEPP nur mehr 116 Mrd. € an Staatsanleihen an, innerhalb des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) waren es 147 Mrd. €. In Summe entsprach dies 2% des nominellen BIP des Euro-Raums, nach 8,8% 2021.

Ratingagenturen stufen die Kreditwürdigkeit Österreichs herab.

Nach den COVID-19-bedingten temporären Ausgabenspitzen sank das Budgetdefizit des österreichischen Gesamtstaates 2022 merklich von 5,9% auf 2,5% des BIP. Die Neuverschuldung der Republik Österreich legte trotzdem auf 71,8 Mrd. € zu (2021: 61,9 Mrd. €); sie war mit einer durchschnittlichen Verzinsung von 1% ausgestattet, sodass die Effektivverzinsung im gesamten Schuldenbestand leicht auf 1,2% anstieg. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Gesamtschulden erstreckte sich Ende 2022 auf 10,9 Jahre (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur, 2023). Trotz dieser günstigen Entwicklung stufen Standard & Poors (August) und Fitch (Oktober) die Aussichten für das Rating österreichischer Bundesanleihen herab. Der Grund waren neu eingeführte VPI-Indexierungen im österreichischen Einkommensteuerrecht sowie von Sozialleistungen.

Negative ex-post Realzinsen erzeugten 2022 für Investoren Kaufkraftverluste.

Der Anstieg der Renditen auf Benchmark-Anleihen reichte nicht aus, um die hohen Inflationsraten auszugleichen. Für Veranlagungen in festverzinsliche Staatsanleihen brachte das Jahr 2022 daher neuerlich einen Kaufkraftverlust mit sich. In Österreich verringerte sich die Realverzinsung von

Das Geldmengenwachstum im Euro-Raum flachte trotz hoher Unsicherheit ab.

Benchmark-Anleihen bis Dezember 2022 auf -7,5% (Dezember 2021 -4,3%).

Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Unterschied zwischen den Renditen auf Benchmark-Anleihen und den Geldmarktzinssätzen für Dreimonatspapiere. Sie spiegelt einerseits die aktuelle geldpolitische Ausrichtung der Zentralbank und ist andererseits ein Vorlaufindikator für wirtschaftliche Abschwünge (Rudebusch & Williams, 2009; Chinn & Kucko, 2015). Ein Anstieg der Leitzinssätze drückt die Zinsstrukturkurve häufig in den negativen Bereich, weil die Erhöhung der Finanzierungskosten in der Regel eine Konjunkturabschwächung einleitet. In ihrer mehrstufig gestalteten geldpolitischen Wende setzte die EZB zuerst den Stopp der Wertpapierankaufprogramme ("Quantitative Easing") und erst danach die Anhebung der Leitzinssätze um. Dadurch erreichte die Zinsstrukturkurve zur Jahresmitte 2022 einen Höchstwert von 2,3 Prozentpunkten. Dieser Anstieg wurde aber bis zum Jahresende wieder vollständig ausgeglichen.

Der Ukraine-Krieg führte im Euro-Raum zu einer hohen Unsicherheit über die künftige Wirtschaftsentwicklung. Dennoch flachte das Geldmengenwachstum des M3-Aggregates bis Dezember auf +4,1% ab (Dezember 2021 +7%). Diese Wachstumsabschwächung verdeckte eine deutliche Verschiebung von den täglich fälligen Sichteinlagen zu kurzfristig gebundenen Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Handelbare Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu zwei Jahren profitierten ebenfalls vom Interesse an höheren nominellen Renditen, spielen aber wegen ihres geringen Volumens nur eine kleine Rolle für die Entwicklung der Geldmenge M3.

3. Private Haushalte kompensieren den Rückgang der Realeinkommen durch reduziertes Sparen

Ausgehend von 12% im Vorjahr fiel die Sparquote (einschließlich betrieblicher Versorgungsansprüche) 2022 auf 7,3% des verfügbaren Einkommens, weil die privaten Haushalte einen Teil des realen Einkommensverlustes durch verminderte Spartätigkeit ausglich. Die finanziellen Aktiva lagen nach drei Quartalen knapp unter dem Vorjahresniveau (-1,5%) bei 778 Mrd. €; Kursverluste von Wertpapieren im Bestand überkompensierten den Zufluss ins Geldvermögen von 12 Mrd. €. Die hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten verursachte eine leichte Verschiebung im Portfolio zu Bargeld und Einlagen, die am Ende des III. Quartals 42% des Geldvermögens ausmachten (Abbildung 4).

Die Einlagenzinssätze für private Haushalte blieben 2022 unattraktiv.

Die privaten Haushalte stockten 2022 gebundene Einlagen und Anteile an Kapitalgesellschaften auf.

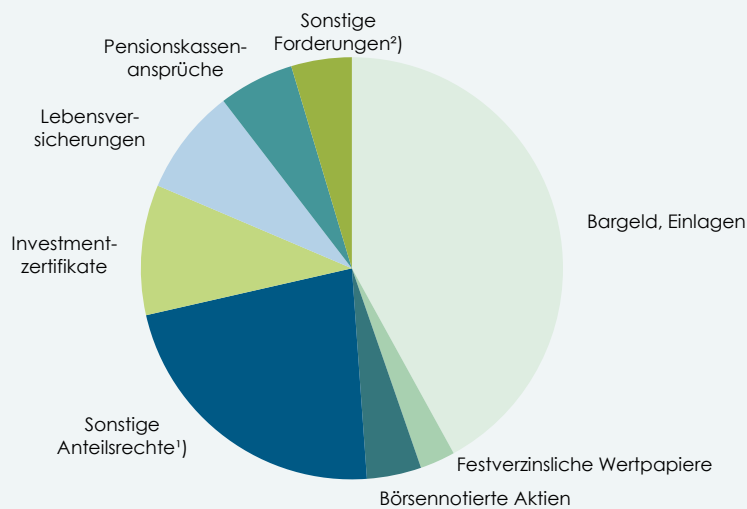
Die finanziellen Anreize zur Aufbewahrung von Geldvermögen in liquiden Einlagen blieben 2022 durch niedrige Einlagenzinssätze gering. Für kurzfristig gebundene Neueinlagen war die Verzinsung bis Mitte 2022

ähnlich unattraktiv wie zu Jahresbeginn (0,1%). Ab Juli reagierte sie dann zügig auf die Anhebung der Leitzinssätze. Im Dezember 2022 erzielten Neueinlagen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr eine Verzinsung von 1,7%, Neueinlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren erreichten mit 2% eine Verzinsung nahe am Dreimonatsgeld.

Mit Ausnahme der gebundenen Einlagen und der sonstigen Anteilsrechte (22,6%) verloren 2022 alle anderen Veranlagungsformen innerhalb des Geldvermögens der privaten Haushalte an Bedeutung. Die sonstigen Anteilsrechte, die alle Anteilsrechte an Kapitalgesellschaften mit Ausnahme der Aktiengesellschaften umfassen, profitierten von der günstigen Entwicklung des Betriebsüberschusses (2022 +7,8%, laut VGR) und den damit verbundenen Zuschreibungen zum Eigenkapital.

Abbildung 4: **Struktur des Finanzvermögens der privaten Haushalte**

III. Quartal 2022



Q: OeNB. Das Geldvermögen der privaten Haushalte belief sich im III. Quartal 2022 auf insgesamt 778 Mrd. €. –
¹⁾ Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²⁾ Kredite, Nicht-Lebensversicherungsansprüche, Ansprüche auf andere Leistungen als Altersversicherungsleistungen, sonstige Forderungen einschließlich Finanzderivate.

Die Neuveranlagung des Geldvermögens (Transaktionen) war 2022 stark von Vorsicht geprägt. In den ersten drei Quartalen flossen 4,8 Mrd. € in Bargeld und Einlagen; der Aufbau von Investmentfonds verlangsamte sich auf 4,5 Mrd. €. Gleichzeitig unterbrachen die privaten Haushalte den langjährigen Prozess des Abschmelzens von Anleihebeständen und investierten 0,5 Mrd. € in festverzinsliche Wertpapiere. Die Neuveranlagung in Kapitalgesellschaften (ohne Aktiengesellschaften) blieb annähernd gleich (0,8 Mrd. €), während sich die Investitionen in Aktiengesellschaften gegenüber 2021 mehr als ver-

doppelten (1,7 Mrd. €). Die vorläufigen Daten zu den Einzahlungen in die betriebliche Altersvorsorge über Pensionskassen deuten auf einen starken Rückgang der entsprechenden Prämieinnahmen (–23,5% auf 0,2 Mrd. €). Als einziger Sektor verzeichneten die Lebensversicherungen bis zum III. Quartal 2022 Abflüsse aus dem Bestand (–0,6 Mrd. €). Insgesamt wurden in den ersten drei Quartalen 12 Mrd. € an Geldvermögen aufgebaut, nur etwas weniger als im Vergleichszeitraum des Vorjahres (12,2 Mrd. €).

Der Aufbau des Geldvermögens konzentrierte sich auf Einlagen und Investmentfonds.

4. Fremdfinanzierung gewinnt für nichtfinanzielle Unternehmen wieder an Bedeutung

Die Finanzschulden der privaten Haushalte stiegen in den ersten drei Quartalen 2022 um 7,3 Mrd. €. Davon entfielen 0,6 Mrd. € auf höhere Konsumkredite; die langfristigen Finanzierungen für Wohnraum wurden um 5,6 Mrd. € aufgebaut. Dieses Muster passt nur bedingt zum Konjunkturumfeld 2022, mit einem Nachfragerückgang nach dauerhaften Konsumgütern bei weiterhin hohen Bauinvestitionen. Hohe Immobilienpreise, steigende Kreditzinsen und die schwache Einkommensentwicklung beschränkten die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte. Regulatorische Vorgaben verknappten zusätzlich das Kreditangebot. Dennoch zeigten die Immobilienpreise 2022 noch keine Reaktion auf diese Entwicklungen und legten österreichweit um 10,4% zu (2021 +11,8%).

Gemäß den bisher vorliegenden Daten brauchen die neu eingegangenen Wohnbaukredite (Transaktionen in der Finanzierungsrechnung) der privaten Haushalte zwischen dem II. und III. Quartal 2022 um 855 Mio. € oder ein Drittel ein. Da mit Beginn des III. Quartals 2022 erstmals die neuen makroprudenziellen Beschränkungen für die Neuvergabe von Wohnbaudarlehen wirksam wurden (vgl. Url, 2022), könnte dieser Rückgang als Erfolg für das neue wirtschaftspolitische Instrument interpretiert werden. Diese Interpretation ist jedoch nur bedingt zulässig, weil Kreditaufnahmen ins II. Quartal 2022 vorgezogen wurden; damit entstand für den Quartalsvergleich ein überhöhter Basiswert. Gleichzeitig zogen mit dem Einsatz der makroprudenziellen Instrumente die Kreditzinssätze deutlich an. Über alle Konditionen hinweg stieg der Zinssatz für neu vergebene Wohnbaukredite ausgehend von 1,2% im I. Quartal auf 2,1%

Die Wirksamkeit der makroprudenziellen Einschränkungen lässt sich aufgrund von Vorzieheffekten und der gleichzeitigen Anhebung der Leitzinssätze nur schwer abschätzen.

Der Lageraufbau erforderte eine höhere Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen.

Kredite bildeten 2022 erneut die wichtigste Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Unternehmen.

im September und auf 2,9% im Dezember 2022; höhere aktuelle und erwartete Zinsen dämpfen auch ohne regulatorische Vorgaben die Immobiliennachfrage.

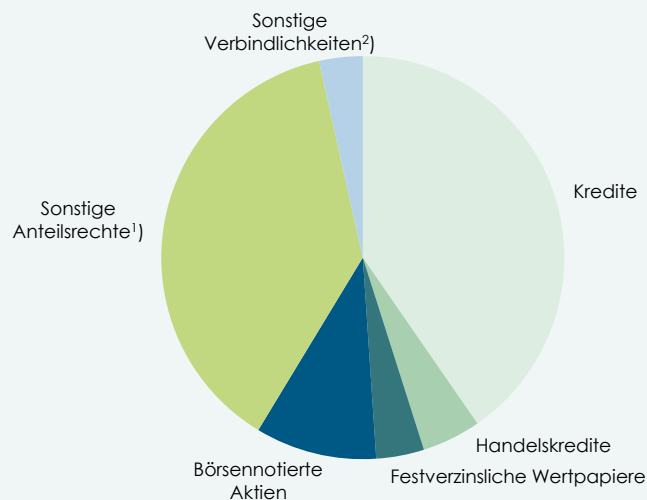
Die nichtfinanziellen Unternehmen sahen sich 2022 einem weiteren Schock ausgesetzt: Während die Störungen der Lieferketten im Zuge von COVID-19-Betriebs- und Hafensperren allmählich ausklangen, entfachte der Angriff Russlands auf die Ukraine in Europa eine Energiekrise mit scharf anziehenden Preisen für Erdöl, Gas und Strom. Eine Strategie zur Vermeidung von Produktionsausfällen im Falle von Lieferunterbrechungen besteht im Aufbau höherer Lagerbestände an Vorprodukten. Diese Strategie wurde z. B. von französischen Unternehmen erfolgreich eingesetzt (Lafrogne-Joussier et al., 2023). Im Laufe des Jahres 2022 erforderte die Verknappung von Erdgas in Verbindung mit der unsicheren Versorgungslage zusätzlich eine Einlagerung von Gas durch Großverbraucher und die Republik Österreich.

Die mit dem Lageraufbau verbundene Finanzierung belebte bereits ab dem II. Quartal 2021 die Kreditnachfrage der nichtfinanziellen Unternehmen. Das Ende des Lageraufbaus im IV. Quartal 2022 und die im Jahresvergleich leicht rückläufigen nominalen Ausrüstungsinvestitionen (-0,8%) dämpf-

ten jedoch Ende 2022 die Kreditnachfrage (Hubmann, 2023). Auf der Angebotsseite setzte um die Jahreswende 2021/22 eine Verschärfung der Kreditbedingungen und eine Ausweitung der Zinsmargen ein. Die Zinssätze für Neukredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr und einem Volumen von über 1 Mio. € kletterten im Jahresverlauf 2022 von rund 1,4% (Jänner) auf 3,1% im Dezember. Die Kreditrichtlinien wurden ab Mitte 2022 verbreitet strenger gefasst. Die Kreditwirtschaft begründete diese Richtungsänderung mit der Konjunkturertrübung und ihrer negativen Rückwirkung auf die Kreditwürdigkeit der Unternehmen. Trotzdem weiteten die nichtfinanziellen Unternehmen 2022 ihr Kreditvolumen im Jahresvergleich um 9,2% aus (2021 +8,6%).

Die kräftige Ausweitung des Kreditvolumens machte sich auch in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen bemerkbar. Im Gegensatz zum angelsächsischen Raum beruht die Unternehmensfinanzierung in Österreich traditionell stark auf Finanzintermediären, wodurch der Anteil von Krediten an den Passiva hoch ist. Im Jahr 2022 bildeten Kredite mit 40% der Passiva erneut die wichtigste Finanzierungsquelle, knapp vor den sonstigen Anteilsrechten (38%; Abbildung 5).

Abbildung 5: **Struktur der Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen**
III. Quartal 2022



Q: OeNB. Die Verpflichtungen der nichtfinanziellen Unternehmen beliefen sich im III. Quartal 2022 auf insgesamt 961 Mrd. €. – ¹⁾ Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²⁾ Kapitalgedeckte Pensionsansprüche und sonstige Verbindlichkeiten einschließlich Finanzderivate.

Die Zahl der Insolvenzen erreichte 2022 wieder das Niveau vor der COVID-19-Pandemie; die erwartete Insolvenzwelle blieb aus.

Von den verbleibenden Finanzierungsquellen blieb der Anteil börsennotierter Aktien mit 9,7% der Passiva deutlich hinter dem Jahreswert zurück. Dafür waren hauptsächlich hohe Kursverluste infolge des allgemein schlechten Börsenklimas verantwortlich, aber auch das geringe Volumen an Neu-

emissionen. Niedrige Kurse senken den Erlös durch Neuemissionen und machen damit die Außenfinanzierung über Aktienemissionen unattraktiver. Erstaunlicherweise nutzten die nichtfinanziellen Unternehmen die ausklingende Phase niedriger Zinssätze nicht für eine Ausweitung festverzinslicher Wertpa-

piere; auch Handelskredite wurden 2022 weniger intensiv genutzt. Trotzdem dürfte es im Jahr 2022 zu einer Verschiebung von der Eigen- zur Fremdfinanzierung gekommen sein; am Ende des III. Quartals lag der Fremdfinanzierungsanteil bereits bei 52,4%, während Eigenkapital 47,6% der Passiva ausmachte. Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen erreichte im Jahresverlauf 2022 wieder das Niveau vor der COVID-19-Pandemie. Mit rund 4.800 angemeldeten Insolvenzen (laut KSV 1870) blieb jedoch die allgemein erwartete Insolvenzrate nach dem Auslaufen der staatlichen COVID-19-Unterstützungen aus.

Aufgrund der lebhaften Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen verschob sich das Kundenspektrum der Kreditwirtschaft 2022 weiter in deren Richtung. Ihr Anteil am Kreditvolumen (ohne Interbankkredite) stieg

auf 47% (2021: 45%). Die privaten Haushalte weiteten ihre Kreditfinanzierung hingegen nur unterdurchschnittlich aus, sodass ihr Anteil auf 44% zurückging. Stark rückläufig war der Anteil von Krediten an die öffentliche Hand (2022: 5,3%, nach 6,2% 2021).

Das Kreditvolumen (ohne Interbankkredite) stieg 2022 um insgesamt 5,2%, womit Österreich nahe am Vergleichswert für den Euro-Raum lag (+4,8%). Auf dem österreichischen Interbankenmarkt beruhigte sich die Lage nach den Ausnahmejahren 2020 und 2021 wieder; das Kreditvolumen sank auf 212 Mrd. € (2021: 234 Mrd. €). Gleichzeitig reduzierten die österreichischen Kreditinstitute ihre Überschussreserven im System der Europäischen Zentralbanken substanziell von 125 Mrd. € Ende 2021 auf nur noch 1 Mrd. € im Dezember 2022.

Das Wachstum des Kreditvolumens in Österreich entsprach 2022 mit rund 5% jenem im Euro-Raum.

5. Ertragslage im Kreditwesen deutlich verbessert

Die Ertragslage im Kreditwesen verbesserte sich 2022 deutlich. Infolge der Nullzinspolitik und des "Quantitative Easing" durch die EZB waren die Zinssätze für Einlagen und Kredite spürbar gesunken. Der daraus entstehende Ertragsdruck im Kreditwesen wurde durch die ausgiebige Nutzung von Refinanzierungsmöglichkeiten der EZB, die vorsichtiger Zinspolitik auf der Einlagenseite und niedrige Geldmarktzinssätze aufgefangen. Dadurch konnte der Nettozinsertrag als wichtigste Ertragsquelle des Sektors stabilisiert werden. Die Kehrtwende in der Geldpolitik zur Jahresmitte 2022 führte zur Einstellung von Zinszahlungen der Kreditinstitute an die EZB. Gemeinsam mit der dynamischen Ausweitung des Kreditgeschäftes ermöglichte dies im Vorjahresvergleich eine Steigerung des Nettozinsertrags um 18%. Der Saldo aus dem Provisionsgeschäft litt unter der schwachen Kursentwicklung an den Börsen und gab um 8% nach, während die sonstigen betrieblichen Erträge mit +18% gleich stark zulegen wie das Zinsergebnis.

Filialschließungen ermöglichten einen Abbau des Personalaufwands um 6,7%; der Sachaufwand sank ebenfalls leicht (-2%), während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen deutlich um 10% zulegen. Das Aufwands-Ertrags-Verhältnis (Cost-Income-Ratio) konnte damit merklich auf 59% gesenkt werden (2021: 67,2%). Angesichts leicht rückläufiger Betriebsaufwendungen stieg das Betriebsergebnis 2022 um 40% auf 9,7 Mrd. € bzw. 11,4% des im Jahresdurchschnitt eingesetzten Eigenkapitals (2021: 8,4%).

Im Hinblick auf das gute operative Ergebnis und die Zunahme der Insolvenzfälle verdreifachte der Sektor die Vorsorgen für Kreditrisiken auf 1,8 Mrd. €. Die schwierige Entwicklung auf den Kapitalmärkten mit gleichzeitig sinkenden Kursen für Anleihen und Aktien

erforderte auch für diese Aktiva deutlich höhere Wertberichtigungen von 1,8 Mrd. €. Damit konnte ein Jahresüberschuss nach Steuern von voraussichtlich 5 Mrd. € erzielt werden, was einer Nettoeigenkapitalrendite (Return on Equity) von 5,9% entspräche (2021: 7,9%).

Finanzdienstleistungen sind von der fortschreitenden Digitalisierung und Automatisierung besonders stark betroffen. Das umfasst nicht nur die Verbuchung von Finanztransaktionen, sondern auch den Kundenkontakt. Transaktionen über digitale Handelsplattformen, Möglichkeiten des mobilen Datentransfers, Internetbanking und Foyerautomaten ersetzen zunehmend den persönlichen Kontakt. Dadurch rücken der Bedienungskomfort digitaler Kommunikationswege sowie die Höhe von Gebühren und Zinssätzen stärker ins Zentrum des Wettbewerbs um Kunden. Die Konkurrenz durch FinTech-Unternehmen führt derzeit noch nicht zu einem Margendruck, sondern es überwiegen Kooperationen zwischen Kreditinstituten und FinTechs, wobei vor allem zusätzliche Dienstleistungen und Produktinnovationen entwickelt werden. Rund 40% der heimischen Kreditinstitute kooperieren bereits mit FinTechs, weitere 20% planen eine Zusammenarbeit. Eine radikale Verschiebung der Geschäftstätigkeit zu neuen Anbietern ist derzeit noch nicht absehbar (Finanzmarkt-aufsicht, 2022).

Der mit der Digitalisierung verbundene leichtere Zugang zu Bankdienstleistungen erfordert auch eine entsprechende Anpassung des Filialnetzes. Im Jahr 2022 konzentrierte sich die Konsolidierung mit dem Abbau von 23 Hauptanstalten auf den Raiffeisensektor. Weiters zogen sich zwei Zweiganstalten ausländischer Bankinstitute vom österreichischen Markt zurück. Im Bereich der Nebenanstalten beschleunigte sich die Bereinigung

Die geringen Provisionserlöse schmälerten die Eigenkapitalrendite.

Die zunehmende Digitalisierung führt weiterhin zu einer Ausdünnung des Filialnetzes.

deutlich. Von den insgesamt 141 Schließungen entfiel der Großteil mit jeweils rund 50 Schließungen auf die Aktienbanken und die Raiffeisenkassen; auch der Sparkassen-sektor dünnte sein Filialnetz um 24 Standorte aus. Gegenüber dem ersten Jahr der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise (2008) hat sich die Zahl der Hauptanstalten damit um 374 bzw. 43%, jene der Zweigstellen um 954 bzw. 22% verringert.

Die Finanzmarktaufsicht erhöhte zu Jahresende die Eigenkapitalvorgaben für systemrelevante Kreditinstitute.

Die Sberbank Europe wurde kurz nach Verhängung von Boykottmaßnahmen gegen Russland abgewickelt.

Die von der BIZ errechnete negative Kreditlücke signalisiert eine Unterauslastung des heimischen Kreditmarkts.

Das Ausmaß der Kursverluste an der Wiener Börse entsprach 2022 dem internationalen Durchschnitt.

2022 verlor auch ein weltweit diversifiziertes Portfolio deutlich an Wert.

Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode gelang es der Kreditwirtschaft, den Anteil der notleidenden oder uneinbringlichen Forderungen am begebenen Kreditvolumen (Non-Performing Loan-Ratio) auf 1,4% zu senken (2021: 1,5%). Daten zu den aggregierten Eigenmitteln und Eigenmittelerfordernissen der in Österreich meldepflichtigen Kreditinstitutsgruppen und Einzelkreditinstitute liegen bisher nur bis zum III. Quartal 2022 vor. Der Eigenkapitalaufbau geriet 2022 wegen des niedrigeren Jahresüberschusses ins Stocken. Da aber gleichzeitig die Aktiva kräftig ausgeweitet wurden, gab die risikogewichtete Kernkapitalquote leicht auf 16,1% nach. Die Finanzmarktaufsicht (FMA) erhöhte zu Jahresende 2022 die Vorgaben für den Systemrisikopuffer und den Systemrelevante Institute-Puffer (O-SII-Puffer) um 0,25 bis 0,5 Prozentpunkte. Die Eigenkapitalzufuhr soll bis Ende 2023 abgeschlossen sein. Die FMA begründete die Erhöhung mit der gestiegenen Unsicherheit durch den Ukraine-Krieg und der hohen Inflation (Pressemitteilung vom 22. 12. 2022). Das Verhältnis liquider Mittel zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten gibt die Widerstandsfähigkeit des Kreditwesens gegenüber einem umfangreichen Abzug von Einlagen an. Es lag Ende des

III. Quartals 2022 mit 67,8% um knapp 11 Prozentpunkte unter dem Vorjahresniveau.

Die Finanzmarktaufsicht setzte in Österreich einen Teil des EU-Sanktionspaketes gegen russische Kreditinstitute um. Dieses untersagte der Sberbank Europe Anfang März 2022 die Fortführung der Geschäftstätigkeit. Das Institut hatte 3.800 Beschäftigte in acht Niederlassungen in Zentral-, Ost- und Südosteuropa und erwirtschaftete eine Bilanzsumme von 13,5 Mrd. €. Die Kund:innen der Sberbank in Österreich konnten vom heimischen Einlagensicherungsfonds die Auszahlung gesicherter Einlagen innerhalb von zehn Arbeitstagen beanspruchen; Kreditnehmer:innen waren durch diesen Schritt weder von der Schuldentilgung noch von der Zinszahlung befreit. Die Verwertung der Aktiva der Sberbank Europe dauerte bis zum Dezember 2022 und ermöglichte eine vollständige Kompensation des Aufwands der Einlagensicherung.

Die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnete Lücke im Verhältnis zwischen Kreditvolumen und BIP⁵⁾ zeigt bei negativen Werten eine Unterausnutzung von Kreditfinanzierungen. Ein positiver Wert würde hingegen eine Überhitzung des Kreditmarktes andeuten. Für das III. Quartal 2022 errechnete die BIZ einen Wert von -3,2% und signalisiert damit ein zusätzliches Potenzial zur Kreditvergabe in Österreich. Das Finanzmarktstabilitätsgremium (FMSG) teilte diese Schlussfolgerung in Bezug auf den Gesamtmarkt und setzte den antizyklischen Kapitalpuffer weiterhin mit null fest (FMSG, 5. 12. 2022)⁶⁾.

6. ATX fällt im internationalen Gleichklang

Die Entwicklung der Aktienmärkte war in der ersten Jahreshälfte 2022 durch die Zinswende in den USA gekennzeichnet. Nach der Ankündigung der Einstellung von Wertpapierankäufen im Dezember 2021 setzte die Federal Reserve Bank ab 16. März 2022 mehrere Zinsschritte, die die Finanzierungskosten für gehebelte Geschäfte am Aktienmarkt verteuerten. Zusätzlich setzte der Ausbruch des Ukraine-Krieges eine Talfahrt der Börsen in Gang, die den britischen und den japanischen Markt tendenziell schwächer traf als die Aktienmärkte in Kontinentaleuropa und den USA (Abbildung 6).

Die Wiener Börse schloss das Jahr mit einem Kursverlust von 17% gegenüber dem Endstand 2021 ab. Der ATX entwickelte sich damit in etwa im Gleichklang mit dem deutschen DAX (-15%) bzw. dem Standard & Poors 500 der USA (-16%). Die intensiveren

Handelsverflechtungen österreichischer Unternehmen mit Russland machten sich 2022 nicht in Form eines zusätzlichen Abschlags bemerkbar. In den USA war der Kursverfall je nach Unternehmensgröße unterschiedlich ausgeprägt. Indizes mit einem Schwerpunkt auf Großkonzerne litten weniger unter der allgemeinen Stimmungseintrübung; so schloss z. B. der Dow Jones nur um 6% unter dem Schlusswert des Vorjahres.

Der MSCI-Weltindex sackte 2022 auf Dollarbasis um rund 20% ab; in Euro waren es 14% gegenüber dem Vorjahr. Unter Berücksichtigung der Dividendenausschüttungen und umgerechnet in Euro verlor ein internationales MSCI-gewichtetes Portfolio 2022 12% an Wert. Die Unsicherheit auf den Aktienmärkten nahm 2022 deutlich zu. Die implizite Volatilität von Optionen auf Aktien der Chicago Board Options Exchange (VIX) lag im

⁵⁾ Die Lücke ergibt sich aus dem Unterschied zwischen dem aktuellen und dem über die Zeit mittels Hodrick- Prescott-Filtern geglätteten Kredit-BIP-Verhältnis.

⁶⁾ <https://www.fmsg.at/publikationen/presseaussendungen/2022/34te-sitzung.html>.

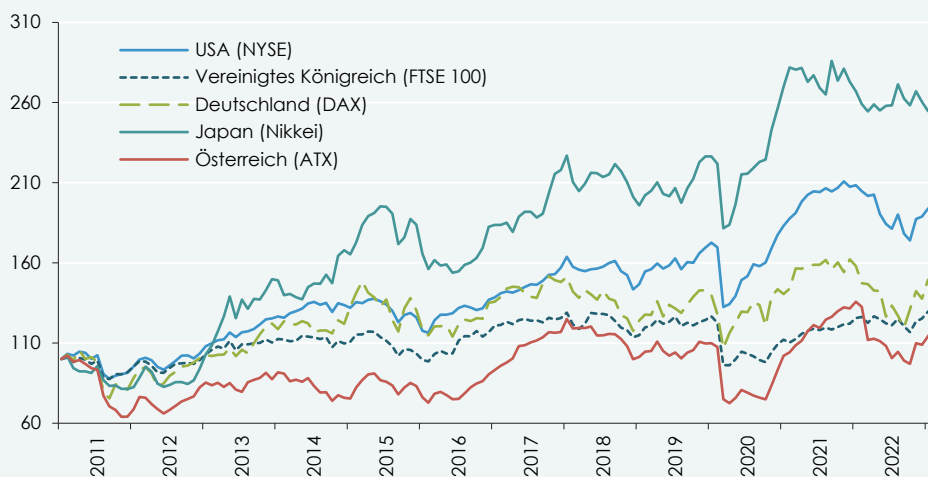
Jahresdurchschnitt bei 25,6% und damit über dem langfristigen Mittel seit der Index-Einführung im Jahr 1986 (20,1%).

Die Marktkapitalisierung der Wiener Börse sank wegen des Kursverfalls auf 114,9 Mrd. € oder 26% des nominellen BIP (2021: 35,4%). Der durchschnittliche Umsatz je Monat erhöhte sich 2022 hingegen leicht auf

5,9 Mrd. € (2021: 5,7 Mrd. €). Dies lag vor allem am gestiegenen Interesse an inländischen Aktien und Zertifikaten, während sich das Umsatzvolumen ausländischer Aktien abermals verringerte. Weiterhin stark präsentierte sich die Wiener Börse als Emissionsplatz für ausländische Anleihen. Mit 5.700 Emissionen wurde der hohe Vorjahreswert nur wenig unterschritten (2021: 6.700).

Abbildung 6: **Internationale Börsenindizes**

Jänner 2011 = 100



Q: Deutsche Bundesbank, OECD, Wiener Börse.

Im Jahr 2022 fielen sinkende Kurse auf den Aktienmärkten mit Wertverlusten für festverzinsliche Wertpapiere zusammen. Die außergewöhnlich hohe Korrelation erzeugte für institutionelle Investoren schwierige Rahmenbedingungen in der Veranlagung. Die österreichischen Pensionskassen erwirtschafteten 2022 eine Rendite von -9,7% und lagen damit deutlich unter dem durchschnittlichen Ertrag seit der Einführung im Jahr 1997 (+4% p. a.). Die betrieblichen Pensionskassen

konnten ihre Verluste durch einen höheren Anteil von Immobilien im Portfolio etwas geringer halten (-8,8%), während die überbetrieblichen Pensionskassen mit -9,8% ein überdurchschnittlich schwaches Ergebnis erzielten. In den Pensionskassen wurde Ende 2022 ein Vermögen von insgesamt 24,8 Mrd. € oder 5,5% des BIP veranlagt; die Vorsorgekassen verwalteten Ersparnisse im Wert von 16,6 Mrd. € bzw. 3,7% des BIP.

Die Kapitalveranlagung der Pensionskassen schrieb 2022 Verluste, da die Kurse auf den Anleihe- und Aktienmärkten gleichzeitig sanken.

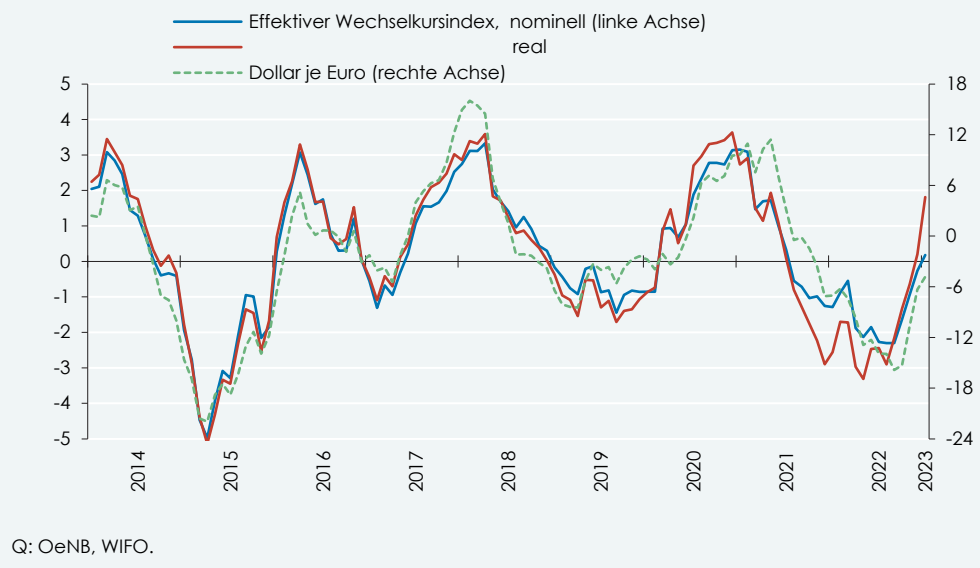
7. Nominell- und real-effektive Abwertung verbessert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Die Entwicklung des effektiven Wechselkursindex wird kurzfristig von Bewegungen des Dollar dominiert, weil es innerhalb der Europäischen Währungsunion keine Wechselkurschwankungen gibt und einige Währungen im asiatischen Raum an den Dollar gebunden sind. Bis zum Herbst 2022 hielt die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar an; danach setzte im November eine Korrekturbewegung ein, die bis ins I. Quartal 2023 andauerte. Der Dollar wurde durch die zeitlich vorgelagerte und intensivere Straffung der Geldpolitik in den USA sowie durch fehlende Aufwendungen für teure Energieimporte gestärkt. Die wirtschaftspolitische Grundströmung des "America First" und umfangreiche

Subventionen von Betriebsansiedelungen durch die Regierung verstärkten ebenso den Kapitalzufluss in die USA. Trotz Anhebung der Leitzinssätze durch die EZB ab Mitte 2022 begann der Euro erst im November mit einer Korrekturbewegung. Insgesamt ergab sich im Jahresdurchschnitt 2022 im Vergleich zum Vorjahr eine nominell-effektive Abwertung um 1,5% (Abbildung 7), die überwiegend durch die Kursverluste des Euro gegenüber dem Dollar geprägt war. Abwertungen gegenüber dem Rubel, dem Renminbi und dem Schweizer Franken verstärkten den Trend, während Aufwertungen gegenüber der türkischen Lira und dem Forint dämpfend wirkten.

Abbildung 7: **Effektiver Wechselkursindex und Dollar-Euro-Kurs**

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Die niedrigeren Inflationsraten in Österreich verstärkten 2022 die nominell-effektive Abwertung.

Die Verknüpfung von Veränderungen der relativen Preise zwischen Österreich und seinen Handelspartnern mit dem jeweiligen Wechselkurs liefert ein umfassenderes Bild der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Österreichs. Die Entwicklung der relativen Preise lässt sich näherungsweise ermitteln, indem man den Verbraucherpreisindex in Österreich mit jenem des jeweiligen Handelspartners vergleicht. Mittel- bis langfristig sollten nominelle Wechselkursschwankungen durch

eine gegenläufige Entwicklung der Inflationsraten ausgeglichen werden (Kaufkraftparitätentheorie); allerdings ändern sich Wechselkurse täglich, während der Verbraucherpreisindex nur monatlich erfasst und publiziert wird. Darüber hinaus erfolgen Preisadjustierungen wesentlich langsamer. Da 2022 die Inflation in Österreich schwächer war als bei den Handelspartnern, wurde die nominell-effektive Abwertung noch einmal verstärkt und lag real-effektiv bei 2%.

8. Ausblick

Die Geldpolitik wird bis Ende 2024 sowohl in den USA als auch im Euro-Raum auf die Senkung der Inflationsrate ausgerichtet bleiben. Im Februar 2023 lag der Preisauftrieb mit 8,5% (Euro-Raum) bzw. 6,4% (USA) deutlich über dem angestrebten Zielwert von mittelfristig durchschnittlich 2%. Noch wichtiger für die Einschätzung des kurzfristigen geldpolitischen Kurses ist die nach wie vor hohe Dynamik der Kerninflation. Sie lässt auf eine ausgeprägte Übertragung importierter Rohstoffpreissteigerungen auf die Löhne und Preise im Inland schließen. Der Arbeitsmarkt ist in beiden Regionen angespannt – ablesbar an den sehr niedrigen Arbeitslosenquoten. Das derzeit hohe Volumen des Geldmengenaggregates M3 deutet auch für die nähere Zukunft ein beträchtliches Inflationspotenzial an. Die EZB und die Federal Reserve Bank setzen dementsprechend ihren Kurs regelmäßiger Zinserhöhungen bis zum März 2023 fort; weitere Anhebungen zu den nächsten Sitzungsterminen sind wahrscheinlich. Die scharfe Zinswende im Euro-Raum wurde auch durch das Auseinanderdriften der Inflationsraten zwischen den einzelnen Mitgliedsländern der Währungsunion notwendig. Im Oktober 2022 betrug der Ab-

stand zwischen dem Land mit der niedrigsten (Frankreich) und jenem mit der höchsten Inflationsrate (Estland) innerhalb des Euro-Raums 18,6 Prozentpunkte. Bis Februar 2023 hat sich der Abstand nur wenig auf 15,3 Prozentpunkte verringert (Baumgartner et al., 2023).

Das hohe Volumen von M3 wurde seit 2007 aufgebaut, wobei die COVID-19-Pandemie 2020 für einen weiteren Schub sorgte. Zusätzlich zur Ausweitung der Geldmenge verlängerte die EZB durch Wertpapierankäufe auch ihre Bilanzsumme und hielt von 2009 bis Ende 2022 die Leitzinssätze niedrig. Laut Grimm et al. (2023) erhöhen lange Perioden expansiver Geldpolitik durch übermäßiges Kreditwachstum und steigende Wertpapier- bzw. Immobilienpreise die Wahrscheinlichkeit für eine Finanzmarktkrise innerhalb der nächsten fünf bis neun Jahre. Jiang et al. (2023) zeigen umgekehrt das Verlustpotenzial einer zinspolitischen Wende für Kreditinstitute mit hoher Fristentransformation, d. h. mit einer sehr kurzfristigen Finanzierung durch täglich fällige Einlagen oder Geldmarktpapiere bei gleichzeitiger Investition dieser Mittel in Veranlagungen mit langer Restlaufzeit.

Im März 2023 zeigten sich erstmals die von Jiang et al. (2023) vorhergesagten Folgen der Zinswende. Neben mehreren mittelgroßen Banken in den USA litt auch die Credit Suisse unter einem Vertrauensverlust und war starken Abflüssen an Sicht- und Spareinlagen ausgesetzt. Durch erfolgreiche Auffangaktionen konnten die jeweiligen Regierungen und Zentralbanken eine großflächige Ausbreitung der Unsicherheit verhindern. Eine umfassende Übertragung auf den Euro-Raum ist auch wegen des niedrigen direkten Veranlagungsvolumens in den insolventen Banken unwahrscheinlich. Indirekte Effekte der Zinswende durch Wertverluste im Anleiheportfolio der Kreditwirtschaft sind hingegen möglich. Die regulatorischen Vorgaben in Basel III geben allerdings einen ausreichenden Bestand an kurzfristigen liquiden Anlagen auf der Aktivseite und eine längere Bindungszeit für die Mittelbeschaffung auf der Passivseite vor, womit sie die Übertragungsfahrgefahr dämpfen.

Während die Aktienkurse im I. Quartal 2023 ihren Anstieg vom Jahresende 2022 fortsetzten, sind die Immobilienpreise in mehreren Euro-Ländern rückläufig. Die restriktive Geldpolitik wirkt sich demnach bereits dämpfend auf die Vermögenspreise aus. Laut Scoreboard der Europäischen Kommission⁷⁾ wurden im III. Quartal 2021 noch in 16 Mitgliedsländern überhöhte Preisanstiege bei Immobilien (mehr als +6% gegenüber dem Vorjahr) beobachtet, im III. Quartal 2022 dagegen nur mehr in Portugal.

Das Geschäftsvolumen der österreichischen Kreditwirtschaft wird 2023 wegen der abflauenden Kreditnachfrage schwächer zulegen als im Vorjahr. Zusätzlich dürfte sich die zuletzt verhaltene Kursentwicklung an den Börsen dämpfend auf die Gebühreneinnahmen der Finanzintermediäre auswirken. Trotzdem rechnet das WIFO für 2023 mit einem weiteren Wachstum der realen Wertschöpfung in den Finanzdienstleistungen.

9. Literaturhinweise

- Ball, L. M., Leigh, D., & Mishra, P. (2023). Understanding U.S. Inflation During the COVID Era. *NBER Working Paper*, (30613).
- Baumgartner, J., Scheiblecker, M., & Url, T. (2023). *Maintaining credibility is currently the top priority*. European Parliament, Monetary Dialogue Papers. [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/258100/Maintaining credibility is currently the top priority.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/258100/Maintaining%20credibility%20is%20currently%20the%20top%20priority.pdf).
- Blanchard, O., Domash, A., & Summers, L. (2022). Bad News for the Fed from the Beveridge Space. *Peterson Institute for International Economics, PIIE Policy Briefs*, (22-7).
- Chinn, M., & Kucko, K. (2015). The Predictive Power of the Yield Curve Across Countries and Time. *International Finance*, 18(2), 129-156. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/inf.12064>.
- Dreger, C., & Wolters, J. (2010). Investigating M3 Money Demand in the Euro Area. *Journal of International Money and Finance*, 29(1), 111-122. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.02.002>.
- Finanzmarktaufsicht Österreich – FMA (2022). *Digitalisierung am österreichischen Finanzmarkt 2021*. <https://www.fma.gv.at/wp-content/plugins/dw-fma/download.php?d=5520&nonce=f780f43b222be2d4>.
- Giovanni, J., Kalemli-Özcan, S., Silva, A., & Yildirim, M. A. (2023). Quantifying the Inflationary Impact of Fiscal Stimulus Under Supply Constraints. *NBER Working Paper*, (30892).
- Grimm, M., Jorda, O., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2023). Loose Monetary Policy and Financial Stability. *NBER Working Paper*, (30985).
- Hartmann, P., & Smets, F. (2018). The European Central Bank's Monetary Policy During its First 20 Years. *Brookings Papers of Economic Activity*, 2018(2), 1-146. <https://doi.org/10.1353/eca.2018.0026>.
- Hubmann, G. (2023). *Nachfrage nach Wohnbaukrediten geht weiterhin zurück*. Oesterreichische Nationalbank.
- Jiang, E. X., Matvos, G., Piskorski, T., & Seru, A. (2023). Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs. *NBER Working Paper*, (31048).
- Lafrogne-Joussier, R., Martin, J., & Mejean, I. (2023). Supply Shocks in Supply Chains: Evidence from the Early Lockdown in China. *IMF Economic Review*, 71(1), 170-215. <https://doi.org/10.1057/s41308-022-00166-8>.
- Österreichische Bundesfinanzierungsagentur – ÖBFA (2023). Republik Österreich Schuldenmanagement – Jahresrückblick 2022. <https://www.oebfa.at/investor-relations/jahresueckblick.html>.
- Rudebusch, G. D., & Williams, J. C. (2009). Forecasting Recessions: The Puzzle of the Enduring Power of the Yield Curve. *Journal of Business & Economic Statistics*, 27(4), 492-503. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1198/ibes.2009.07213>.
- Url, T. (2022). Hohe Liquiditätszufuhr im Kreditwesen 2021 nur teilweise durch lebhaftere Kreditnachfrage absorbiert. *WIFO-Monatsberichte*, 95(4), 263-274. <https://monatsberichte.wifo.ac.at/69647>.

⁷⁾ <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalance-procedure/data/scoreboard> (abgerufen am 28. 2. 2023).