

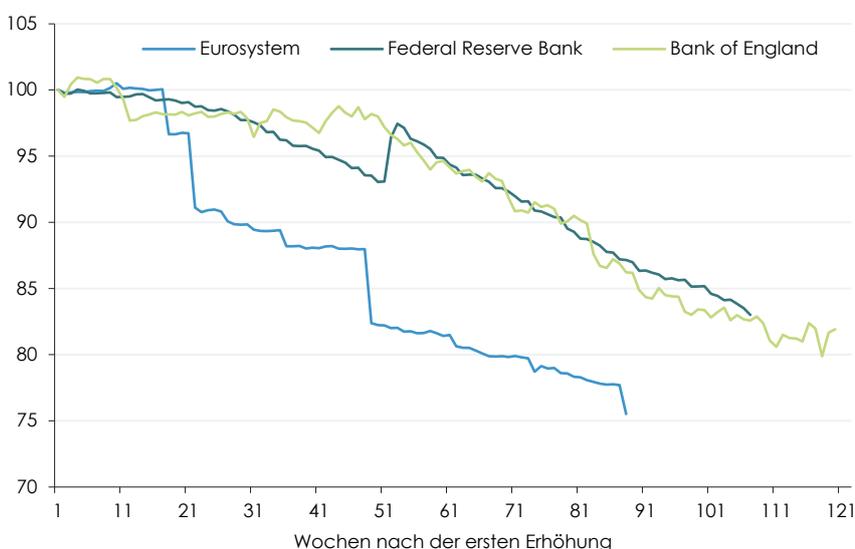
Deutliche Straffung der Geldpolitik trägt zur Inflationsdämpfung im Euro-Raum bei

Atanas Pekanov

- 2023 setzten die führenden Zentralbanken ihre geldpolitische Straffung fort.
- Die Bilanz des Eurosystems wurde schneller und stärker reduziert als jene der Federal Reserve Bank oder der Bank of England.
- Die Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen der Euro-Länder liegen weiterhin eng beisammen. Der Transmissionsmechanismus der Europäischen Zentralbank (EZB) ist somit nicht gefährdet, was teilweise auf die Einführung des Transmission Protection Instrument (TPI) zurückzuführen ist.
- Das Kreditvolumen wuchs in Österreich etwas kräftiger als im Euro-Raum.
- Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen erreichte 2023 das höchste Niveau seit 10 Jahren (+13% gegenüber dem Vorjahr).
- Die österreichischen Banken erzielten ein sehr gutes Jahresergebnis.
- Die Marktkapitalisierung der Wiener Börse blieb mit 26% des nominellen BIP stabil.

Bilanzen der führenden Zentralbanken

Indexiert auf 100 zu Beginn des jeweiligen Leitzinserhöhungszyklus



"Die Zinssätze für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen stiegen 2023 weiter an."

Die Bilanz des Eurosystems ist schneller und stärker reduziert worden als jene der Federal Reserve Bank oder der Bank of England (Q: EZB, Federal Reserve Bank, Bank of England).

Deutliche Straffung der Geldpolitik trägt zur Inflationsdämpfung im Euro-Raum bei

Atanas Pekanov

Deutliche Straffung der Geldpolitik trägt zur Inflationsdämpfung im Euro-Raum bei

Die Europäische Zentralbank (EZB) setzte 2023 weitere Schritte zur Straffung der Geldpolitik. Die Bilanz des Eurosystems wurde rascher und stärker reduziert als jene der Federal Reserve Bank oder der Bank of England. Das Kreditvolumen wuchs in Österreich etwas kräftiger als im Euro-Raum, aber weniger deutlich als 2022. Ein Rückgang der Kreditvergabe war vor allem bei Wohnkrediten zu verzeichnen. Die Kreditqualität blieb 2023 trotz der vermehrten Insolvenzen, der trüben wirtschaftlichen Aussichten und der hohen Zinsen hoch. Die Aktienmärkte erwiesen sich angesichts der kräftigen Straffung der Geldpolitik und ausgeprägten geopolitischen Risiken als sehr widerstandsfähig.

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

Begutachtung: Christian Glocker • **Wissenschaftliche Assistenz:** Ursula Glauninger (ursula.glauninger@wifo.ac.at), Cornelia Schobert (cornelia.schobert@wifo.ac.at) • Abgeschlossen am 19. 4. 2024

Kontakt: Atanas Pekanov (atanas.pekanov@wifo.ac.at)

Significant Tightening of Monetary Policy Helps to Dampen Inflation in the Euro Area

The European Central Bank (ECB) continued its monetary policy tightening with further steps in 2023. The balance sheet of the Eurosystem was reduced faster and more strongly than that of the Federal Reserve Bank or the Bank of England. The volume of credit grew slightly more in Austria than in the Euro area, but less so than in 2022. A decline in lending was particularly noticeable in mortgage loans. Despite increased insolvencies, bleak economic prospects, and high interest rates, credit quality remained high. In the face of significant monetary policy tightening and heightened geopolitical risks, the stock markets proved to be very resilient in 2023.

1. Europäische Zentralbank setzt weitere Schritte zur Straffung der Geldpolitik

Das Transmission Protection Instrument (TPI) wurde noch nicht aktiviert, spielt aber bereits jetzt eine wichtige Rolle und hat dazu beigetragen, eine Ausweitung der Zinsabstände zwischen den Euro-Ländern zu verhindern.

2023 setzte die Europäische Zentralbank ihre geldpolitische Straffung fort. Eine Abkehr von der bisherigen Nullzinspolitik, die vor und nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie gegolten hatte, erfolgte aufgrund der Inflationschübe bereits im Jahr 2022 mit vier Leitzinserhöhungen. Im Jahr 2023 folgten sechs weitere Zinsanhebungen um jeweils 50 Basispunkte im Februar und März und um je 25 Basispunkte im Mai, Juni, Juli und September. Im September 2023 lagen der Hauptrefinanzierungssatz bei 4,50%, der Zinssatz für die Einlagefazilität bei 4,00% und der Spitzenrefinanzierungssatz bei 4,75%. Mit Ausnahme des Spitzenrefinanzierungssatzes wurden damit die bisher höchsten Niveaus erreicht. Am 14. September 2023 verlautbarte der EZB-Rat das Ende des Zinserhöhungszyklus; die Leitzinsen hätten "ein Niveau erreicht (. . .), das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird" (Europäische Zentralbank, 2023).

Am 21. Juli 2022 genehmigte die EZB die Einführung eines neuen geldpolitischen Instruments, des Transmission Protection Instru-

ment (TPI), um eine Vergrößerung der Zinsdifferenzen in den Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen der Euro-Länder hintanzuhalten. Mit der Straffung der Geldpolitik und dem Auslaufen der unterschiedlichen "Quantitative Easing"-Programme drohte ein rasanter Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen, der die Wirksamkeit der EZB-Geldpolitik in den einzelnen Euro-Ländern beeinträchtigen könnte. Eine zu große Divergenz der Sekundärmarktrenditen würde den Transmissionsmechanismus der EZB und die Einheit des Währungsraumes gefährden, da sie die Finanzierungsbedingungen für Banken, Unternehmen und private Haushalte in den Euro-Ländern potenziell verschärft. Das TPI ermöglicht der EZB Wertpapierankäufe (fokussiert auf Anleihen des öffentlichen Sektors), um einer solchen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen in einzelnen Euro-Ländern entgegenzuwirken. Das TPI wird nur dann aktiviert, wenn die EZB die Effektivität ihrer eigenen Geldpolitik wegen einer "ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik" als gefährdet einschätzt. Um für die Ankäufe im Rahmen des TPI in Frage zu kommen, müssen die Euro-Länder die Fiskalregeln der EU einhalten (kein aktives

Verfahren bei einem übermäßigen Defizit – Excessive Deficit Procedure), tragfähige öffentliche Finanzen sowie eine solide und nachhaltige Wirtschaftspolitik nachweisen. Zudem darf kein "schwerwiegendes makroökonomisches Ungleichgewicht" vorliegen (EZB, 2022)¹⁾.

Kritiker:innen argumentierten, dass einige dieser vier Kriterien nicht exakt definiert seien, was für intransparente, diskretionäre Entscheidungen sorgen könne. Zudem sei fraglich, ob Mitgliedsländer, die die Fiskalregeln der EU einhalten und tragfähige öffentliche Finanzen nachweisen, jemals auf die

Unterstützung durch das TPI angewiesen sind. Inwieweit die Kritik berechtigt ist, ist noch unklar, zumal das TPI seit seiner Einführung noch nie aktiviert wurde. Dies könnte auf seine Wirksamkeit hindeuten – allein die Ankündigung, dass Euro-Länder bei einem starken Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen Unterstützung erhalten können, hat zur Vermeidung von Divergenzen beigetragen. Kritiker:innen monieren jedoch, dass die Intervention der EZB die Marktkräfte, die zu einer angemessenen Erhöhung der Sekundärmarktrenditen beitragen würden, aushebelt. Dies könne langfristig zu nachteiligen Ungleichgewichten führen.

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
22. März 2023	3,00	3,75	3,50	2,88	4,00
10. Mai 2023	3,25	4,00	3,75	2,88	4,00
21. Juni 2023	3,50	4,25	4,00	3,38	4,50
2. August 2023	3,75	4,50	4,25	3,38	4,50
20. September 2023	4,00	4,75	4,50	3,88	5,00

Q: EZB, OeNB.

2. Weitere Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen

Die Straffung der Geldpolitik ließ neben den Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen auch die Kreditzinssätze für private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen ansteigen (Abbildung 1). Im Euro-Raum sind die Kreditzinssätze für nichtfinanzielle Unternehmen derzeit so hoch wie zuletzt vor der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09. Den Höhepunkt erreichten sie im Oktober 2023 mit 5,27%; seitdem sind sie leicht auf 5,12% (Februar 2024) gesunken. Die Zinssätze für Kredite privater Haushalte stiegen etwas schwächer, erreichten mit 4,02% im November 2023 ein ähnliches Niveau wie 2011 und sind seither etwas auf 3,84% zurückgegangen.

Im Verlauf des Jahres 2023 verlangsamte sich die Inflation gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) deutlich, da nachfragedämpfende Faktoren und die geldpolitische Straffung zusammentrafen. Anfang 2023 hatte die Inflation im Durchschnitt des Euro-Raumes noch 8,6% betragen, womit sie mehr als viermal so hoch war

wie das Inflationsziel der EZB. Bis November 2023 sank sie auf 2,4%. Im Dezember folgte aufgrund des Auslaufens fiskalischer Maßnahmen zur Dämpfung der Energiepreise ein leichter Anstieg. Auch die Kerninflation ging im Laufe des Jahres 2023 zurück (Euro-Raum: Jänner 5,3%, Dezember 3,4%). Der Inflationsrückgang ist vor allem der gestrafften Geldpolitik und dem Auslaufen des Pandemie-Notfallankaufprogrammes (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) zuzuschreiben. Für 2024 erwartet das WIFO eine weitere Verlangsamung des Preisauftriebs und somit eine erneute Lockerung der Geldpolitik.

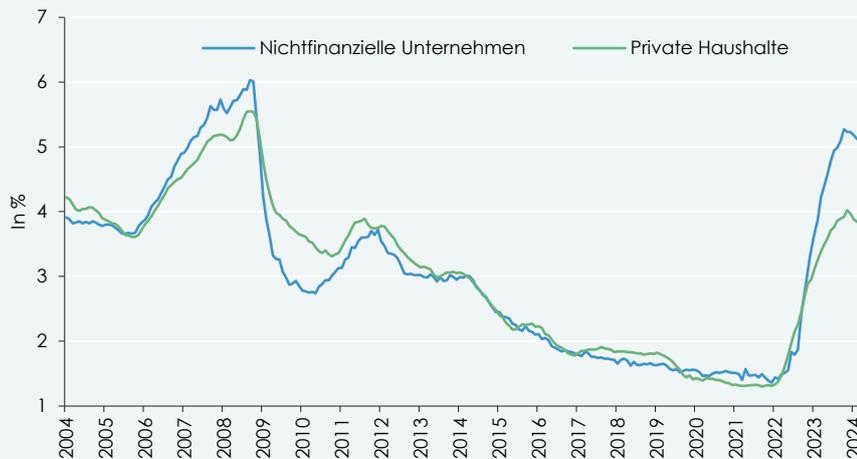
In Österreich blieb die Inflationsrate gemäß HVPI allerdings deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raumes. Im Jänner 2023 betrug sie 11,6%, im Dezember 5,7%. Mit Blick auf die heimische Inflationsentwicklung würde es also Sinn machen, die Finanzierungsbedingungen länger straff zu halten als in anderen Euro-Ländern.

Die starke geldpolitische Straffung hat zu einer deutlichen Reduktion der Inflation im Euro-Raum beigetragen.

¹⁾ Europäische Zentralbank – EZB (2022, 21. Juli). Geldpolitische Beschlüsse. <https://www.ecb.europa>.

[eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.de.html](https://www.wifo.at/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.de.html) (abgerufen am 17. 3. 2023).

Abbildung 1: **Kreditzinssätze für das Neugeschäft im Euro-Raum**



Q: EZB. Private Haushalte: Zinssatz für Wohnbaukredite.

Die Bilanz des Eurosystems ist schneller und stärker reduziert worden als jene der Federal Reserve Bank oder der Bank of England.

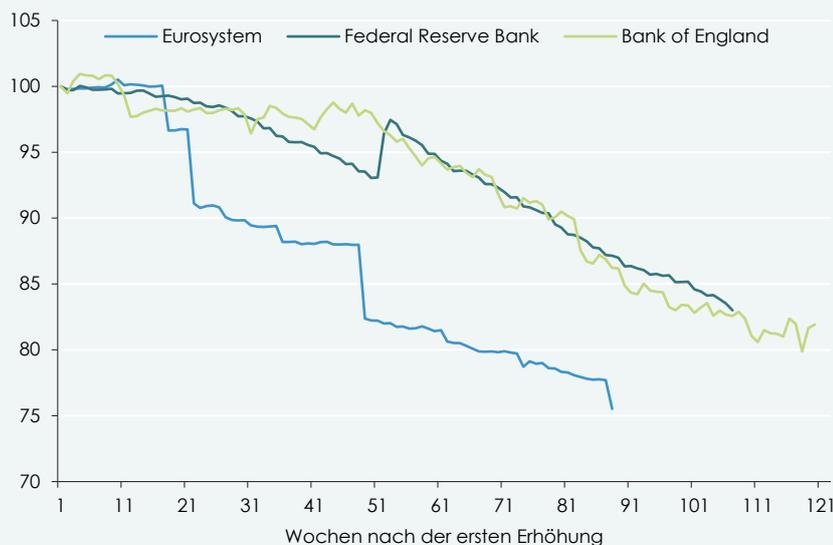
Die geldpolitische Straffung war begleitet von einer kräftigen Reduktion der konsolidierten Bilanz der EZB und der nationalen Zentralbanken. Im Dezember 2023 lag sie um 12,8% unter dem Niveau des Vorjahres. Die Politik der Bilanzreduzierung (Quantitative Tightening) wurde durch das Auslaufen der Wertpapierankaufprogramme, des Asset Purchase Programme (APP) und mit Ende 2024 auch des PEPP, bedingt. Tilgungszahlungen aus abreifenden Wertpapieren des APP werden nicht mehr reinvestiert, was das APP-Portfolio allmählich verkleinert. Ab Juli beginnt auch für das PEPP die Bilanzverkürzung, da die Tilgungszahlungen nicht mehr vollständig reinvestiert werden, wodurch das

Portfolio pro Monat um durchschnittlich 7,5 Mrd. € schrumpft, bis das Programm zu Jahresende vollständig ausläuft. Hinsichtlich der Wertpapierankäufe wird die EZB bis zum Auslaufen des PEPP weiterhin flexibel agieren, um möglichem Druck auf den geldpolitischen Übertragungsmechanismus entgegenzuwirken.

Die Bilanz des Eurosystems ist schneller und in höherem Ausmaß reduziert worden als jene der Zentralbanken der USA oder des Vereinigten Königreichs. Abbildung 2 zeigt die relative Entwicklung der Bilanzen seit dem Höhepunkt des Quantitative Easing während der COVID-19-Pandemie.

Abbildung 2: **Bilanzen der führenden Zentralbanken**

Indexiert auf 100 zu Beginn des jeweiligen Leitzinserhöhungszyklus

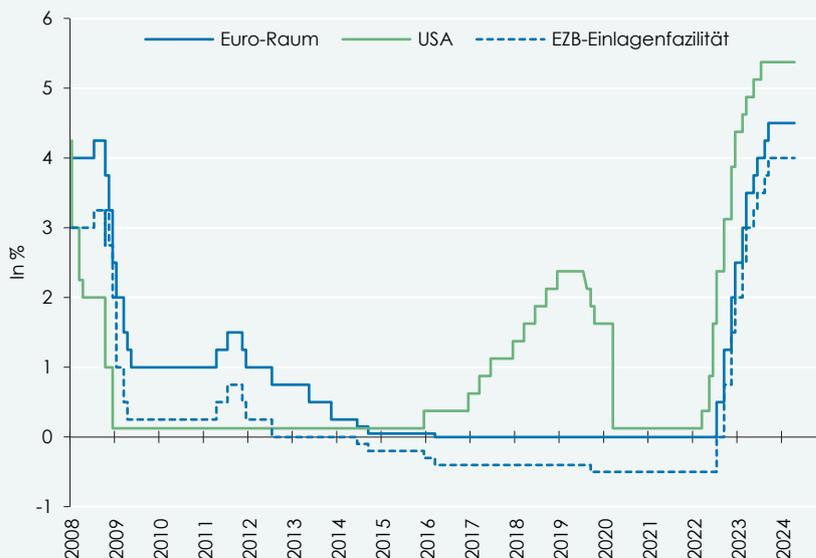


Q: EZB, Federal Reserve Bank, Bank of England.

Die Geldpolitik wurde 2023 auch in den USA weiter gestrafft. Die Leitzinssätze erreichten somit historisch hohe Niveaus (Abbildung 3). Im Euro-Raum wurden die Geldmarktzinssätze von den Entscheidungen der EZB getrieben. Der Zinssatz für die Einlagenfazilität stieg von 2,0% im Jänner auf 4,0% im Dezem-

ber 2023, der Euribor-Dreimonatzinssatz von 2,34% auf 3,93%. Die Differenz zwischen den beiden Zinssätzen schwankte im Jahresverlauf zwischen 0,3 und 0,5 Prozentpunkten und reduzierte sich zu Jahresende auf 0,05 Prozentpunkte.

Abbildung 3: **Leitzinssätze**



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

Die Federal Reserve Bank hatte wegen der höheren Inflation schon im März 2022 und damit früher als die EZB mit den Zinsanhebungen begonnen. 2023 setzte sie vier weitere Zinsschritte (im Februar, März, Mai und Juli), kombiniert mit einer Reduktion der Wertpapierankaufprogramme. Seit Juli 2023 hat die Federal Reserve Bank die Leitzinsen unverändert bei 5,375% belassen.

In den USA war der Anstieg der Inflation im Jahr 2022 viel stärker als im Euro-Raum durch die lebhaftere Konsumnachfrage getrieben, die durch staatliche Transfers an die privaten Haushalte gestützt wurde (Blanchard & Bernanke, 2023). Mit dem Auslaufen der einkommensstützenden Maßnahmen ist somit ein wichtiger Inflationstreiber weggefallen. Da auch die angebotsseitigen Triebkräfte wie etwa Energiepreisschocks schwächer werden, ist in den USA in den kommenden Monaten ein weiterer Rückgang der Inflation zu erwarten.

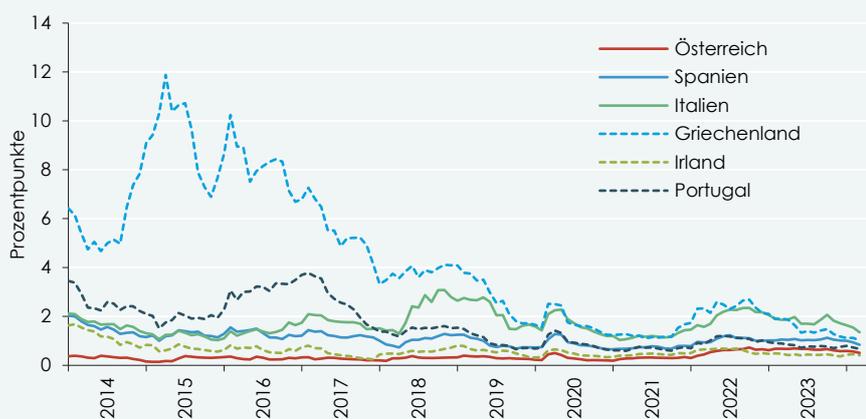
Der Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen der Euro-Länder, der 2022 eingesetzt hatte, hielt getrieben von den Zinsschritten der EZB bis in den Herbst 2023 an. Die deutliche Erhöhung der Renditen im Jahr 2022 war auf die aggressive geldpolitische Straffung und die Reduktion der Nettozukäufe von Wert-

papieren zurückzuführen. Die Renditen auf festverzinsliche österreichische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren legten 2023 weiter zu und erreichten im Oktober mit 3,5% einen Höhepunkt, sind aber seither wieder zurückgegangen. Ende 2023 befanden sie sich mit 2,7% auf einem ähnlichen Niveau wie zu Jahresbeginn. Ähnlich entwickelten sich die Renditen von deutschen und französischen Staatsanleihen. Im Falle Italiens waren sie zu Jahresende sogar deutlich niedriger als Anfang 2023 (Jänner 4,2%, Dezember 3,8%). Der Zinsabstand der Staatsanleihen Österreichs zu deutschen Bundesanleihen erhöhte sich mit Ausbruch des Ukraine-Krieges von 0,3 Prozentpunkten im Jänner 2022 auf 0,6 Prozentpunkte im Mai, lag danach stabil zwischen 0,6 und 0,7 Prozentpunkten und verringerte sich erst Anfang 2024 etwas. Es ist fraglich, ob der erhöhte Zinsabstand aus der stärkeren Betroffenheit Österreichs von den geopolitischen Entwicklungen folgt; er dürfte vielmehr der allgemeinen Flucht zu den sichersten Staatsanleihen im Euro-Raum ("Flight to Safety") geschuldet sein. Darauf deutet die Tatsache, dass sich nach Ausbruch des Ukraine-Krieges der Zinsabstand gegenüber deutschen Bundesanleihen in den meisten Euro-Ländern vergrößert hat.

Nach einer schnelleren Reaktion im Jahr 2022 stellte die Federal Reserve Bank auch früher die Zinserhöhungen ein.

Die Sekundärmarkrenditen auf österreichische Benchmark-Anleihen stiegen 2022 überdurchschnittlich.

Abbildung 4: Zinsabstand 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Euro-Länder zu deutschen Staatsanleihen



Q: OeNB.

Ratingagenturen bestätigten 2023 die Kreditwürdigkeit Österreichs. Im April 2024 entzog Scope Österreich jedoch das höchste Rating.

Die Ex-post-Realzinsen näherten sich aufgrund der sinkenden Inflation deutlich der Nulllinie.

Im Euro-Raum schrumpfte die Geldmenge 2023.

Das Budgetdefizit des österreichischen Gesamtstaates sank 2023 merklich von $-3,3\%$ auf $-2,7\%$ des BIP, nachdem es während der COVID-19-Pandemie erhöht gewesen war. Im August 2023 bestätigten Standard & Poors sowie Fitch das AA+-Rating der Republik Österreich, Fitch hob zudem den Ausblick an. Die Verbesserung basierte auf einer Minderung der Risiken bezüglich der Energie- und vor allem der Erdgaslieferungen. Die positive Einschätzung gründete zudem darauf, dass trotz einer höheren Verschuldungsquote als in ähnlichen EU-Ländern, die Refinanzierungsrisiken der Republik Österreich durch eine relativ lange Laufzeit der bestehenden Staatsanleihen sowie durch niedrige Finanzierungskosten gering sind (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur, 2023). Ende April 2024 entzog die Rating-Agentur Scope Österreich die Bestnote, indem sie die langfristige Bonitätsbewertung von "AAA" auf "AA+" senkte. Als Grund nannte sie vor allem die zunehmende Divergenz des Defizits im Vergleich zu anderen hoch bewerteten Euro-Ländern. Der Ausblick wurde von zuvor "negativ" auf "stabil" gesetzt.

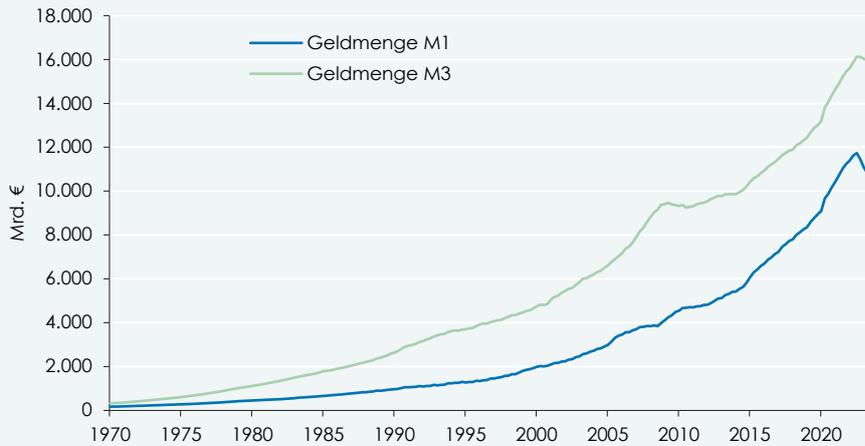
Die Staatsschuld sank 2023 nur langsam von $78,4\%$ des BIP Ende 2022 auf $77,8\%$ Ende 2023. Die Zinszahlungen blieben mit unter 1% des BIP weiterhin niedrig und lagen deutlich unter den Höchstwerten aus den 1990er-Jahren (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur, 2024). Die gute Bewertung Österreichs durch die wichtigsten Rating-Agenturen war auch darauf zurückzuführen, dass die Gesamtverschuldung der heimischen Realwirtschaft klar unter dem Durchschnitt des Euro-Raumes lag und die Risiken hinsichtlich der Finanzmarktstabilität somit als gering eingeschätzt wurden. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsschuld belief sich Ende 2023 auf $11,1$ Jahre (OeBFA, 2024). Die Verschuldung der Republik Österreich war mit einer durchschnittlichen Ver-

zinsung von $3,3\%$ ausgestattet, sodass die Effektivverzinsung im gesamten Schuldenbestand weiter auf $1,79\%$ anstieg (2022: $1,2\%$; OeBFA, 2024).

Wegen des Rückgangs der Inflationsraten fiel die Realverzinsung auf Staatsanleihen 2023 weniger negativ aus als im Vorjahr. Im Dezember 2022 hatte der reale Verlust für Investor:innen in österreichische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren (Benchmark) noch $7,5\%$ betragen, da die Renditen nicht ausreichend zugelegt hatten, um die hohe Inflation zu kompensieren. Bis Dezember 2023 erhöhte sich die Realverzinsung auf $-2,9\%$, nachdem sie im Jänner noch $-8,4\%$ betragen hatte. Die im Vergleich zum Durchschnitt des Euro-Raumes noch relativ ungünstige Realverzinsung ist teilweise auf die höhere Inflation in Österreich zurückzuführen – im Euro-Raum lagen die Realzinsen Ende 2023 hingegen nahe bei 0% . In den USA drehte die Verzinsung auf Fed Treasuries im Jahresverlauf in den positiven Bereich (Dezember 2023: $0,7\%$, real).

Getrieben durch die straffe Geldpolitik war das Geldmengenwachstum im Euro-Raum 2023 deutlich negativ. Die Geldmenge M1 schrumpfte um $8,5\%$ gegenüber dem Vorjahr. Das M3-Aggregat war im 2. Halbjahr 2023 etwas rückläufig, schloss das Jahr jedoch mit einem leichten Wachstum ab. Im Juli 2023 schrumpfte M3 erstmals seit Mitte 2010 ($-0,4\%$ gegenüber dem Vorjahresmonat). Der Rückgang verstärkte sich im August 2023 weiter auf $1,3\%$ – ein klares Zeichen für die Wirksamkeit der geldpolitischen Straffung durch die EZB. Er war hauptsächlich auf die Schrumpfung der Sichteinlagen zurückzuführen, während die mehr als 3 Monate gebundenen Einlagen um 86% zunahmen (Juni 2023). Wegen der hohen Verzinsung hielt die Verschiebung von täglich fälligen Sichteinlagen zu kurzfristig gebundenen Einlagen mit fixen Laufzeiten an.

Abbildung 5: **Geldmengenaggregate im Euro-Raum**



Q: EZB. Geldmengen saisonbereinigt. Euro-Raum: 19 Euro-Länder.

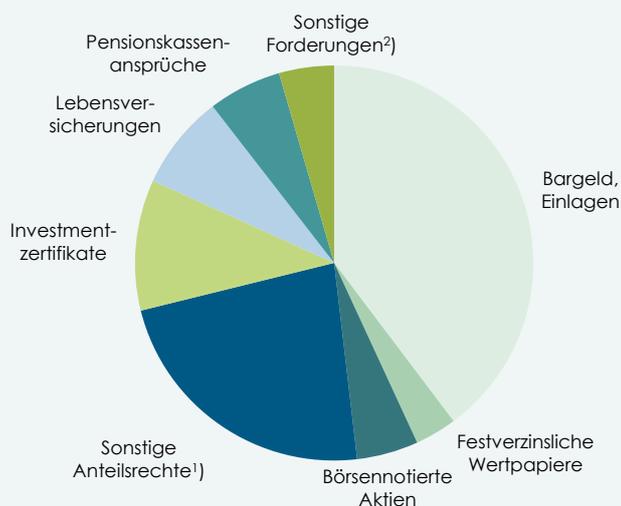
3. Einlagenzinssätze für private Haushalte stiegen 2023 rapide

Die Sparquote (einschließlich betrieblicher Versorgungsansprüche) reduzierte sich 2023 leicht auf 9,0% (2022: 9,2%), da die Konsumausgaben stärker wuchsen als die Spareinlagen. Die finanziellen Aktiva lagen 2023 knapp über dem Vorjahresniveau (+3,4% auf 833 Mrd. €). Während auf Bargeld und Einlagen ähnliche Summen entfielen wie 2022 (2023: 332 Mrd. €), legten festverzinsliche Wertpapiere, börsennotierte Aktien und Investmentzertifikate zu.

Die Struktur des Finanzvermögens der privaten Haushalte blieb gegenüber dem Vorjahr stabil – 40% ihres Geldvermögens entfielen 2023 auf Bargeld und Einlagen (Abbildung 6). Trotz der strafferen Geldpolitik wuchsen die Anteile von festverzinslichen Wertpapieren (von 2,6% 2022 auf 3,4% 2023) und börsennotierten Aktien (von 4,6% auf 5%) leicht. Wenngleich in absoluten Zahlen alle Veranlagungsformen Zuwächse verzeichneten, waren sie bei festverzinslichen Wertpapieren (+36,2%) und börsenorientierten Aktien (+12,4%) besonders hoch.

Abbildung 6: **Struktur des Finanzvermögens der privaten Haushalte**

2023



Q: OeNB. Das Geldvermögen der privaten Haushalte belief sich 2023 insgesamt auf 833 Mrd. €. – ¹⁾ Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²⁾ Kredite, Nicht-Lebensversicherungsansprüche, Ansprüche auf andere Leistungen als Altersversicherungsleistungen, sonstige Forderungen einschließlich Finanzderivate.

Der Aufbau des Geldvermögens der privaten Haushalte konzentrierte sich 2023 auf sonstige Einlagen, festverzinsliche Wertpapiere und Investmentzertifikate.

Die finanziellen Anreize zur Aufbewahrung von Geldvermögen in liquiden Einlagen nahmen 2023 deutlich ab. Die Einlagenzinssätze für kurzfristig gebundene Neueinlagen privater Haushalte stiegen bereits ab Ende 2022 an. Für Einlagen mit Laufzeiten von bis zu 1 Jahr verdoppelten sie sich 2023 beinahe von 1,9% im Jänner auf 3,6% im Oktober und sanken gegen Ende des Jahres wieder auf 3,3%. Die Zinssätze für Neueinlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren hatten bereits davor angezogen; seit September 2023 sind sie mit 3,1% etwas niedriger als für Einlagen mit kurzer Laufzeit.

Die Neuveranlagung des Geldvermögens der privaten Haushalte (Transaktionen) war

2023 wesentlich durch das Hochzinsumfeld geprägt. Ein Großteil der Neuveranlagung floss in festverzinsliche Wertpapiere – mit 6,6 Mrd. € deutlich mehr als in den Jahren davor, eine logische Reaktion auf die hohe Verzinsung auf Staats- und Unternehmensanleihen. Von Bedeutung waren auch die Neuveranlagungen in Investmentzertifikate; Lebensversicherungen verzeichneten hingegen ähnlich wie in den Vorjahren Abflüsse aus dem Bestand. Die Neuveranlagung in sonstige Anteilsrechte war 2023 rückläufig (-0,1 Mrd. €), während die Investitionen in börsennotierten Aktien nur leicht ausgeweitet wurden.

4. Kreditwachstum in Österreich schwächer als 2022, aber stärker als im Euro-Raum

Die Finanzschulden der privaten Haushalte gingen 2023 vor allem deshalb zurück, da die Transaktionen an Wohnbaukrediten, die den größten Anteil an den Finanzschulden ausmachen, um 5,9 Mrd. € schrumpften. Dieses Muster passt gut zum ungünstigen Finanzierungsumfeld und war von der Geldpolitik teilweise beabsichtigt. Hohe Immobilienpreise und Kreditzinssätze beschränkten die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte. Regulatorische Vorgaben verknappten zusätzlich das Kreditangebot. Vor diesem Hintergrund stagnierten die Immobilienpreise 2023 österreichweit.

Die Zinssätze für Neukredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr und einem Volumen von über 1 Mio. € stiegen im Jahresverlauf 2023 weiter von rund 3,5% im Jänner auf 5,1% im Dezember. Die Kreditrichtlinien wurden strenger gefasst. Trotzdem weiteten die nichtfinanziellen Unternehmen ihr Kreditvolumen im Vorjahresvergleich um 2,7% aus (2022 +9,1%). Die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen blieb 2023 stabil. Bankenfinanzierung dominierte weiterhin; Kredite waren mit etwa 40% der Passiva die wichtigste Quelle der Unternehmensfinanzierung. Die hohen Zinssätze haben demnach die Bedeutung der Kreditfinanzierung bisher nicht geschmälert. Einen ähnlich hohen Anteil wie die Kredite stellten auch die sonstigen Anteilsrechte (Abbildung 7).

Der Anteil der börsennotierten Aktien an den Finanzverbindlichkeiten nichtfinanzieller Unternehmen erhöhte sich 2023 leicht auf 10,4% und erreichte wieder den langjährigen Durchschnitt. Der Anteilsrückgang im Jahr 2022 war durch Kursverluste bedingt, durch die die Außenfinanzierung über Aktienemissionen unattraktiver wurde. Das Ende der Phase niedriger Zinssätze wurde von den nichtfinanziellen Unternehmen nicht dazu genutzt, um die Emission festverzinslicher Wertpapiere auszuweiten, und auch Handelskredite verloren weiter an Bedeu-

tung. Im Laufe des Jahres 2023 glichen sich die Anteile der Eigen- und der Fremdfinanzierung beinahe aus (50,1% zu 49,9%).

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen wuchs 2023 um 13% und erreichte damit das höchste Niveau seit 10 Jahren. In absoluten Zahlen wurden 5.380 Insolvenzen angemeldet, das ergibt etwa 15 Unternehmenspleiten pro Tag (laut Kreditschutzverband von 1870 – KSV1870). Der Anstieg kann teilweise als ein Ausgleich nach der COVID-19-Pandemie interpretiert werden, in der die Insolvenzen eingebrochen waren. Besonders oft wurden 2023 Unternehmen in Handel, Bauwirtschaft sowie Beherbergung und Gastronomie zahlungsunfähig. Der enorme Anstieg in den vorläufigen Passiva der insolventen Unternehmen (+534% gegenüber 2022) ist vor allem den SIGNA-Insolvenzen zuzuschreiben. Die Passiva würden aber auch ohne die drei größten Pleiten des vergangenen Jahres (und zugleich der österreichischen Nachkriegszeit) um rund 50% über dem Vorjahresniveau liegen. Für das Jahr 2024 erwartet der Kreditschutzverband zwischen 5.800 und 6.000 Firmeninsolvenzen (KSV1870, 2024).

Das Kreditwachstum (ohne Interbankkredite) blieb in Österreich während des gesamten Jahres 2023 leicht höher als im Durchschnitt des Euro-Raumes. Im 1. Halbjahr 2023 verlangsamte es sich von rund 5,1% auf 2,6%, während es im Euro-Raum von über 4% auf 1,2% abnahm. In der zweiten Jahreshälfte begann sich dieser Unterschied zu verringern, aber noch im Dezember lag der Kreditzuwachs in Österreich bei 0,7%, während er im Euro-Raum 0,1% betrug und in den Monaten davor sogar negativ gewesen war. Das höhere Kreditwachstum in Österreich wurde durch Kredite der nichtfinanziellen Unternehmen getrieben. Es war im Sommer 2023 mit rund 5% sehr lebhaft und betrug im Herbst immer noch rund 3% (Oktober 2023: 3,6%, November 2023: 2,8%), während es im Euro-Raum zeitweise sogar negativ war

Kredite dominierten 2023 wieder als wichtigste Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Unternehmen.

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen stieg 2023 um 13% auf das höchste Niveau seit 10 Jahren.

Das Kreditvolumen wuchs in Österreich etwas stärker als im Euro-Raum.

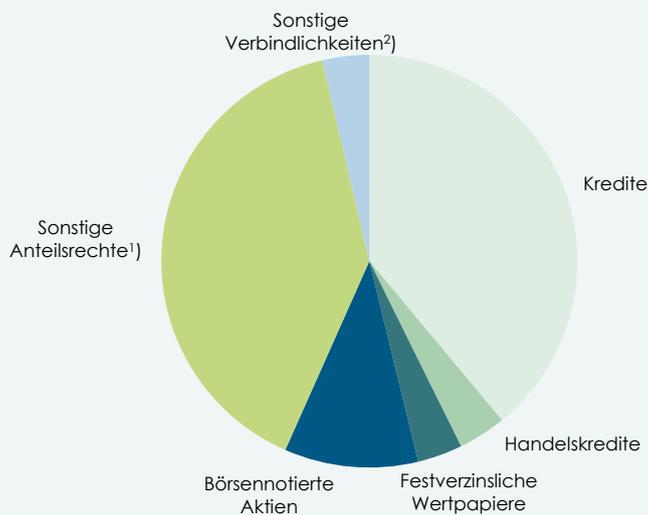
(Oktober -0,2%). Die Interbankkredite entwickelten sich in Österreich deutlich volatil und schrumpften in einigen Monaten des Jahres 2023 sogar.

Zugleich reduzierten die privaten Haushalte ihre Kredite – in diesem Segment war das Kreditwachstum in Österreich negativ (-1,9% am Jahresende 2023), während es im Euro-Raum immer noch bei +0,3% lag. Der Rückgang wurde teilweise durch die verschärften makroprudenziellen Vorgaben im Bereich der Wohnbaukredite (Kreditinstitute-Immobilienfinanzierungsmaßnahmen-Verordnung – KIM-VO) verursacht. In der Folge waren

Wohnbaukredite an private Haushalte ab Juli 2023 rückläufig (Dezember -2,4% gegenüber dem Vorjahr). Das aushaftende Volumen für Wohnbaukredite belief sich 2023 auf rund 132 Mrd. €, während es für Konsumkredite 17 Mrd. € und für sonstige Kredite 38 Mrd. € betrug. Die Konsumkreditnachfrage entwickelte sich in Österreich zwar ebenfalls schwächer als im Euro-Raum, aber immer noch positiv. Bei den Wohnbaukrediten dürfte der Tiefpunkt 2023 erreicht worden sein, eine Verbesserung wird erwartet, sobald die Leitzinsen wieder gesenkt werden.

Ein Rückgang der Kreditvergabe war vor allem bei Wohnbaukrediten zu verzeichnen.

Abbildung 7: **Struktur der Finanzverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen** 2023



Q: OeNB. Die Verpflichtungen der nichtfinanziellen Unternehmen beliefen sich 2023 auf insgesamt 1.016 Mrd. €. – ¹⁾ Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²⁾ Kapitalgedeckte Pensionsansprüche und sonstige Verbindlichkeiten einschließlich Finanzderivate.

Eine weitere wichtige Entwicklung war die deutliche Reduktion des Anteils an Krediten mit variablen Zinssätzen. Sie kann zur Verringerung von Risiken für die Finanzmarktstabilität beitragen. Da rund die Hälfte der in den letzten Jahren vergebenen Kredite variabel verzinst sind, bestehen solche Risiken jedoch weiterhin.

In den Österreich-Ergebnissen der Umfrage über das Kreditgeschäft im Euro-Raum (Bank Lending Survey) vom Oktober 2023 führten die befragten Geldinstitute die abnehmende Attraktivität von Immobilien, steigende Zinssätze und schärfere makroprudenzielle Anforderungen als Gründe für die gedämpfte Kreditnachfrage an. Die Nach-

frage nach Wohnbaudarlehen wird voraussichtlich wieder etwas anziehen. Die nichtfinanziellen Unternehmen bauten 2023 ihre kurzfristigen Schulden weiter ab (Juli 2023 -5% gegenüber dem Vorjahr, Oktober -13,4%) und erhöhten ihre langfristigen Kreditaufnahmen (Juli +6,3%, Oktober +5,7%). Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten war laut Kreditumfrage vom Oktober 2023 weiter rückläufig. Die Umfragedaten vom April 2024 (OeNB, 2024) bestätigten diesen Trend, der von den pessimistischen Konjunkturerwartungen bestimmt ist. Die Nachfrage nach privaten Wohnbaukrediten hat sich dagegen schon im I. Quartal 2024 etwas verbessert und dürfte weiter anziehen.

5. Ertragsentwicklung im Kreditwesen weiter günstig

Für den österreichischen Bankensektor war 2023 trotz der nachlassenden Kreditdynamik ein sehr erfolgreiches Jahr. Die kräftige Ausweitung der Gewinne (vor Steuern und

Minderheitenanteilen) um fast 50% auf 18,3 Mrd. € ist auf höhere Margen zurückzuführen. Die Inflation sowie einige Wertkorrekturen dämpften den Gewinn.

Digitalisierung und Automatisierung begünstigen die Schließung von Filialen.

Trotz der hohen Unsicherheit, der schwachen Konjunktur und Problemen im Bauwesen blieb die Kreditqualität hoch.

Die von der BIZ errechnete negative Kreditlücke deutet auf eine Unterauslastung des heimischen Kreditmarktes hin.

Nettozinserträge waren 2023 vor den Provisionserträgen die wichtigste Ertragsquelle des Kreditwesens. Die Kehrtwende in der Geldpolitik Mitte 2022 führte zur Einstellung von Zinszahlungen der Kreditinstitute an die EZB. Im Jahr 2023 stieg der Nettozinsertrag somit weiter auf 25,4 Mrd. € (2022: 19,3 Mrd. €). Auch die sonstigen betrieblichen Erträge wuchsen leicht, nur der Saldo aus dem Provisionsgeschäft sank etwas (-6,1%). Trotz des Anstiegs der Verwaltungs- und der sonstigen Aufwendungen stieg das Betriebsergebnis abermals deutlich (+45,2%). Filialschließungen ermöglichten einen weiteren Abbau des Personal- und Sachaufwands. Das Aufwands-Ertrags-Verhältnis (Cost-Income-Ratio) konnte damit weiter merklich auf 50% im 1. Halbjahr 2023 gesenkt werden (2022: 59%).

Automatisierung und Digitalisierung von Finanzdienstleistungen schreiten fort und treiben vor allem über die virtuelle Verbuchung von Finanztransaktionen die Ausdünnung des Filialnetzes. Internet- und Mobile-Banking sowie Transaktionen in Selbstbedienungsportalen treten zunehmend an die Stelle des persönlichen Kundenkontakts. Fintech-Unternehmen entwickeln zwar neue Lösungen, haben es aber bisher nicht geschafft, klassische Banken zu verdrängen, sodass Kooperationen mit Kreditinstituten überwiegen. Eine radikale Neuordnung des Kreditwesens ist bisher nicht zu erwarten (Finanzmarktaufsicht, 2022).

Die seit Jahren beobachteten Filialschließungen wurden auch 2023 weiter fortgesetzt. Die Anpassung des Filialnetzes führte 2023 zur Schließung von 21 Haupt- und 91 Zweiganstalten. Die Konsolidierung verlief aber sehr fokussiert – die Schließungen der Hauptanstalten entfielen fast vollständig auf den Raiffeisensektor (19), jene der Zweiganstal-

ten betrafen in ähnlichem Ausmaß Aktienbanken (26), die Sparkassen (29) und den Raiffeisensektor (31). Gegenüber 2008, dem ersten Jahr der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise, hat sich die Zahl der Hauptanstalten damit um 395 bzw. 46%, jene der Zweiganstalten um 1.056 bzw. 25% verringert.

Die Kreditqualität blieb trotz der verstärkten Insolvenzen, der trüben wirtschaftlichen Aussichten und der hohen Zinsen hoch. Einige dieser Faktoren werden sich zwar erst in Zukunft auswirken, Mitte 2023 lag der Anteil notleidender Kredite (Non-Performing Loan-Ratio – NPL-Rate, konsolidierte Bankdaten) jedoch noch relativ niedrig zwischen 2% und 3%, während die Liquidität deutlich über den Mindestanforderungen von jeweils 100% für den Liquiditätsdeckungsgrad und die stabile Nettofinanzierungsquote lag. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode gelang es der Kreditwirtschaft, den Anteil der notleidenden oder uneinbringlichen Forderungen am begebenen Kreditvolumen (NPL-Rate, unkonsolidierte Bankdaten) stabil zu halten (2021: 1,4%, 2022: 1,3%, 1. Halbjahr 2023: 1,4%).

Die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnete Lücke im Verhältnis zwischen Kreditvolumen und BIP²⁾ zeigt bei negativen Werten eine Unterausnutzung von Kreditfinanzierungen. Ein positiver Wert deutet hingegen eine Überhitzung des Kreditmarktes an. Die Lücke war bereits 2022 zu Beginn der geldpolitischen Straffung negativ gewesen (I. Quartal 2022 -2,2%, IV. Quartal 2022 -9,9%). Wegen der fortgesetzten Straffung und der strengen regulatorischen Vorgaben rutsche die Lücke noch weiter in den negativen Bereich (-12,6% im III. Quartal 2023). Dies signalisiert klar ein zusätzliches Potenzial zur Kreditvergabe in Österreich.

6. Internationale Börsen 2023 im Aufwind

Angesichts der kräftigen Straffung der Geldpolitik und erhöhten geopolitischen Risiken erwiesen sich die Aktienmärkte 2023 als sehr widerstandsfähig. Der ATX (+9,8%) entwickelte sich schwächer als der deutsche DAX (+20,3%) bzw. der Standard & Poors 500 der USA (+24,2%). Die Handelsverflechtungen österreichischer Unternehmen mit Russland resultierten auch 2023 nicht in direkten Verlusten auf den Aktienmärkten – die Aktie der Raiffeisen Bank International (RBI) gewann sogar weiter an Wert.

Der MSCI-Weltindex legte 2023 auf Dollarbasis um rund 22% zu (Euro-Basis +18%). Unter Berücksichtigung von Zinserträgen (wie Dividenden und zusätzlichen Ausschüttungen) und umgerechnet in Euro gewann ein

internationales MSCI-gewichtetes Portfolio 2023 20% an Wert. Die implizite Volatilität von Optionen auf Aktien der Chicago Board Options Exchange (VIX) lag im Jahresdurchschnitt bei 16,8% und damit sowohl unter dem langfristigen Durchschnitt der Jahre 1991/2023 (19,5%) als auch unter dem Vorjahreswert von 25,6%.

Die Marktkapitalisierung der Wiener Börse lag 2023 stabil bei 26% des nominellen BIP (2021: 35,4%, 2022: 25,7%), obwohl sie in absoluten Zahlen von 114,9 Mrd. € auf 125,6 Mrd. € zulegte. Der durchschnittliche Umsatz je Monat reduzierte sich hingegen um 23% auf 4,5 Mrd. € (2022: 5,9 Mrd. €). Die monatlichen Aktienumsätze blieben mit einem Volumen zwischen 3,4 und 7,1 Mrd. €

²⁾ Die Lücke ergibt sich aus dem Unterschied zwischen dem aktuellen und dem über die Zeit mittels

Hodrick-Prescott-Filtern geglätteten Kredit-BIP-Verhältnis.

stabil. Die Anzahl der gelisteten Anleihen erreichte mit 16.789 einen neuen Höchststand; dies entspricht einem Anstieg um 28,4% gegenüber 2022 (13.074) bzw. um 363% gegenüber 2018 (3.628). Auf ausländische Investor:innen entfiel mit 38% (48,8 Mrd. €) der Großteil der österreichischen börsennotierten Aktien, gefolgt von inländischen

Unternehmen (19%), dem Staat (18%) und dem Finanzsektor (17%). Die fünf wichtigsten institutionellen Investoren an der Wiener Börse waren 2023 The Vanguard Group (USA), Black Rock (USA), Erste Asset Management (Österreich), Norges Bank Investment Management (Norwegen) und Amundi Asset Management (Frankreich).

7. Nominell- und real-effektive Aufwertung des Euro

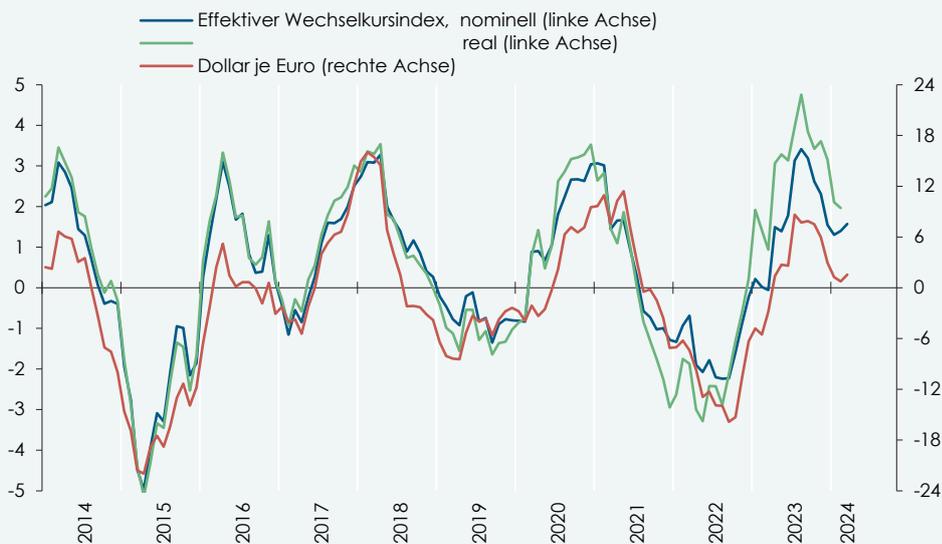
Die Entwicklung des effektiven Wechselkursindex wird kurzfristig von Bewegungen des Dollar dominiert, weil es innerhalb der Europäischen Währungsunion keine Wechselkurschwankungen gibt und einige Währungen im asiatischen Raum an den Dollar gebunden sind. Bis zum Sommer 2023 hielt eine Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar an; danach setzte eine Korrekturbewegung ein, die sich bis ins I. Quartal 2024 fortsetzte. Der Euro wurde gestärkt, da die EZB 2023 mehr Zinserhöhungen setzte als die Federal Reserve Bank. Insgesamt ergab sich im Jahresdurchschnitt 2023 eine nominell-effektive Aufwertung um 1,7% im Vergleich zum Vorjahr (Abbildung 8), die überwiegend durch die Kursverluste des Dollar gegenüber dem Euro geprägt war.

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. Da 2023 die Inflation in Österreich höher war als bei den Handelspartnern, wurde die nominell-effektive Aufwertung noch verstärkt und lag real-effektiv bei 3%, womit sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Österreichs verschlechterte.

Der Euro wertete 2023 nominell- und real-effektiv auf.

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

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: OeNB, WIFO.

8. Ausblick

Im März 2024 verlangsamte sich die Inflation im Euro-Raum auf 2,4% und näherte sich damit dem mittelfristigen Ziel der EZB von 2%. Die Kreditkosten im Euro-Raum befinden sich derzeit auf dem höchsten Niveau seit Ende 2008. Im Juni 2024 wird die EZB neue

wichtige Indikatoren veröffentlichen, darunter solche zur Lohnentwicklung im Euro-Raum für das I. Quartal 2024. Im wahrscheinlichsten Szenario wird der EZB-Rat im Juni 2024 eine erste Leitzinssenkung beschließen.

Bis Ende 2024 dürften zwei weitere Senkungsschritte folgen.

In den USA blieb die Inflation laut neuesten Daten hartnäckiger als erwartet. Die Federal Reserve Bank dürfte die Leitzinsen daher erst verzögert senken. Dies hat Diskussionen

darüber angestoßen, ob die Zinsentwicklung im Euro-Raum zu stark vom globalen Zinszyklus divergieren würde, wenn die EZB die Leitzinsen früh senkt, und welche Folgen eine divergierende Geldpolitik auf den Euro-Dollar-Kurs und den transatlantischen Außenhandel haben würde.

9. Literaturhinweise

- Blanchard, O., & Bernanke, B. S. (2023). *What caused the U.S. pandemic-era inflation?*. <https://www.brookings.edu/articles/what-caused-the-u-s-pandemic-era-inflation/>.
- Europäische Zentralbank – EZB (2023). *Geldpolitische Beschlüsse*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.de.html>.
- 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>.
- Kreditschutzverband von 1870 – KSV1870 (2024, 12. Jänner). *Insolvenzstatistik 2023 final. Unternehmensinsolvenzen um 13 Prozent gestiegen*. <https://www.ksv.at/insolvenzstatistik/insolvenzstatistik-2023-final>.
- Österreichische Bundesfinanzierungsagentur – OeBFA (2023, 28. Februar). *Fitch bestätigt AA+ Rating der Republik Österreich hebt den Ausblick an*. <https://www.uebfa.at/presse/presseuebersicht/2023/fitch-news-08-2023.html> (abgerufen am 16. 4. 2024).
- Österreichische Bundesfinanzierungsagentur – OeBFA (2024). *Investoren Präsentation der Republik Österreich*. <https://www.uebfa.at/investor-relations/investor-presentation.html>.
- Österreichische Nationalbank – OeNB (2024, 9. April). *Tiefpunkt bei der Nachfrage nach privaten Wohnbaukrediten durchschritten*. <https://www.oenb.at/Presse/Pressearchive/2024/20240409.html> (abgerufen am 17. 4. 2024).