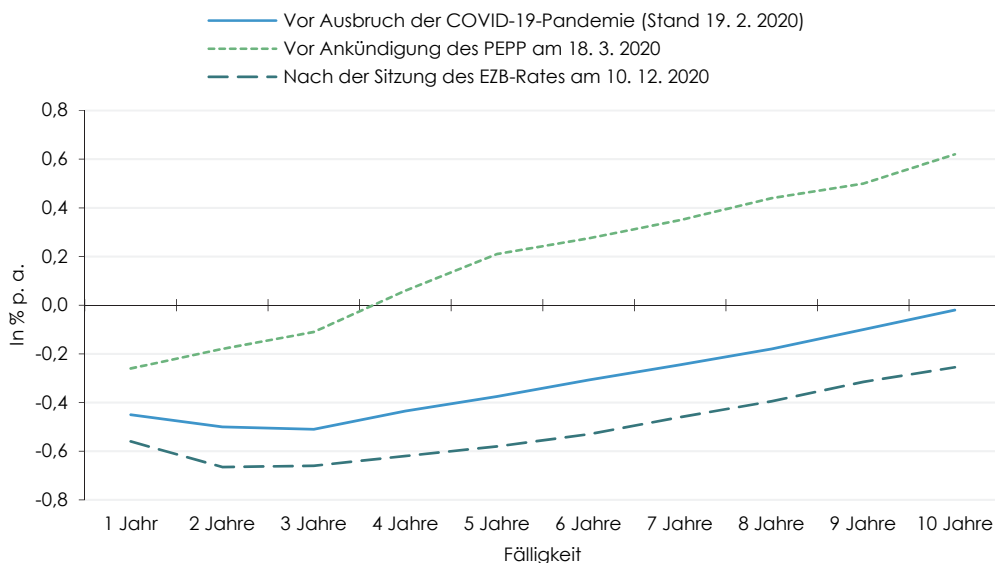


Geldpolitik und Kreditwesen in der COVID-19-Krise

Atanas Pekanov

- In Reaktion auf die COVID-19-Krise gestaltete die EZB ihre Geldpolitik 2020 besonders expansiv. Das umfangreiche Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) stabilisierte die Finanz- und Staatsanleihenmärkte im Euro-Raum.
- Trotz der COVID-19-Krise und der hohen Neuverschuldung blieben die Zinssätze auf österreichische Staatsanleihen weiterhin niedrig.
- Da sich viele Unternehmen zur Überbrückung von Liquiditätseingpassungen verschuldeten, nahm 2020 das Kreditvolumen zu, sowohl in Österreich als auch im Euro-Raum.
- Die Aktienmärkte verzeichneten im Frühjahr 2020 zunächst kräftige Verluste, bis Jahresende stabilisierten sich die Kurse jedoch wieder.
- Der Euro wertete 2020 deutlich gegenüber dem Dollar auf.

BIP-gewichtete Sekundärmarktrendite auf Staatsanleihen des Euro-Raumes



"Nach Einführung des PEPP sank die BIP-gewichtete Rendite für Staatsanleihen des Euro-Raumes unter Null und war somit deutlich geringer als vor Beginn der COVID-19-Krise. Dies deutet auf die Wirksamkeit der EZB-Interventionen hin."

Durch die geldpolitischen Interventionen der EZB im Laufe des Jahres 2020 sanken die Sekundärmarktrenditen auf Staatsanleihen des Euro-Raumes auf ein niedrigeres Niveau als vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie (Q: EZB-Blog. PEPP . . . Pandemic Emergency Purchase Programme, Pandemie-Notfallankaufprogramm der EZB).

Geldpolitik und Kreditwesen in der COVID-19-Krise

Atanas Pekanov

Geldpolitik und Kreditwesen in der COVID-19-Krise

Neben der COVID-19-Pandemie prägten 2020 vor allem die umfangreichen Interventionen der Europäischen Zentralbank die Entwicklungen auf den Finanzmärkten und im Kreditwesen im Euro-Raum. In Reaktion auf die Krise gestaltete die EZB ihre Geldpolitik 2020 besonders expansiv. Ein zentrales Element war die Einführung des Pandemie-Notfallankaufprogrammes (PEPP), das die Sekundärmarktrenditen auf 10-jährige Staatsanleihen stabilisierte. Die kurzfristigen Zinssätze im Euro-Raum blieben 2020 im negativen Bereich. Dies schuf stabile Finanzierungsbedingungen. Die Kreditvergabe durch die Banken stützte die Liquidität der Unternehmen. Die regulatorischen Kennzahlen des Bankwesens in Österreich blieben unverändert. Trotz der kurzfristig erfolgreichen Stabilisierung bestehen weiterhin Gefahren für die Wirtschaft und das Bankensystem. Diese drohen u. a. bei einer Überschuldung der Unternehmen, einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen oder einem verzögerten Anstieg der Insolvenzen.

JEL-Codes: E58, E63, G15 • **Keywords:** Geldpolitik, Finanzmärkte, Zentralbanken

Begutachtung: Thomas Url • **Wissenschaftliche Assistenz:** Nathalie Fischer (nathalie.fischer@wifo.ac.at), Ursula Glauninger (ursula.glauninger@wifo.ac.at) • Abgeschlossen am 15. 4. 2021

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

Monetary Policy and Credit in the COVID-19 Crisis

In addition to the COVID-19 pandemic, developments on the financial markets and in the credit sector in the euro area in 2020 were dominated by the extensive interventions of the European Central Bank. In response to the crisis, the ECB made its monetary policy particularly expansionary in 2020. A key element was the introduction of the Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP), which stabilised secondary market yields on 10-year government bonds. Short-term interest rates in the euro area remained in negative territory in 2020. This created stable financing conditions. Bank lending supported corporate liquidity. The regulatory ratios of the banking industry in Austria remained unchanged. Despite the successful stabilisation in the short term, there are still risks to the economy and the banking system. Among other things, these loom in the event of corporate overindebtedness, a tightening of financing conditions or a delayed rise in insolvencies.

1. Geldpolitik unterstützt die Krisenbewältigung

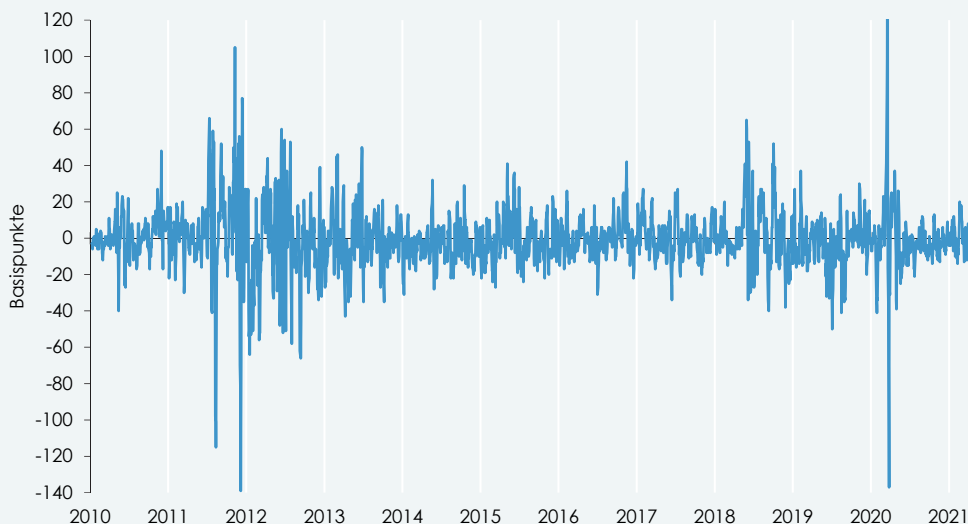
Neben der COVID-19-Pandemie prägten 2020 vor allem die Interventionen der Europäischen Zentralbank die Entwicklungen auf den Finanzmärkten und im Kreditwesen im Euro-Raum. Im Jahresverlauf 2020 gestaltete die EZB ihre Geldpolitik in Reaktion auf die COVID-19-Krise besonders expansiv. Aufgrund der zunehmenden Unsicherheit des wirtschaftlichen Umfeldes wurde am 12. März 2020 zunächst das Programm zum Erwerb von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) um 120 Mrd. € aufgestockt. Zur Eindämmung des Infektionsgeschehens setzten viele europäische Länder ab Mitte März harte Lockdown-Maßnahmen. Die Finanzmärkte reagierten darauf mit drastischen Kurseinbrüchen. Auch die Staatsanleihen entwickelten sich in den ersten Märzwochen sehr volatil. Wie häufig in Zeiten von Marktstress bevorzugten die Anleger deutsche Anleihen, die als die sichersten im Euro-Raum gelten. Dies barg die Gefahr einer Fragmentierung des gemeinsamen Währungsraumes.

Die Zinsspannen zwischen den Ländern des Euro-Raumes erreichten ein Niveau wie zuletzt während der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008/09. Im Fall Italiens stiegen die Sekundärmarktrenditen auf 10-jährige Staatsanleihen drastisch an – im März 2020 wurde mit +142 Basispunkten der höchste wöchentliche Zuwachs seit 10 Jahren verzeichnet (Abbildung 1). Er war noch höher als im November 2011 nach dem Rücktritt von Silvio Berlusconi als Ministerpräsident (+105 Basispunkte). Auch die Anstiege im Oktober 2008 (+64 Basispunkte zu Beginn der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise), im Juni 2012 (+60 Basispunkte vor der Verabschiedung des EU-Rettungspaketes für Spanien), und Ende Mai 2018 (+65 Basispunkte aufgrund von Unsicherheiten bei der Regierungsbildung in Italien) waren merklich schwächer. Der Anstieg im März 2020 betraf jedoch nicht den gesamten Euro-Raum. Nur für spanische und französische Anleihen stiegen die Renditen ähnlich stark wie für italienische. Die EZB wollte eine unerwünschte

Zinssatzsteigerung in großen Mitgliedsländern des Euro-Raumes vermeiden und verankerte daher im Pandemie-Notfallankauf-

programm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) eine Lockerung der Ankaufsquoten.

Abbildung 1: **Veränderung der Sekundärmarkttrendite auf 10-jährige italienische Staatsanleihen im Vergleich zur Vorwoche**



Q: Eurostat.

Die Einführung des PEPP wurde am 18. März 2020 beschlossen. Es sollte die Preisstabilität und die Liquidität der Kreditwirtschaft sicherstellen. Bereits am Tag nach seiner Ankündigung beruhigten sich die Finanzmärkte spürbar.

Die Intervention der EZB stabilisierte erfolgreich die Sekundärmarkttrenditen und verschaffte den nationalen Regierungen mehr Freiraum, um sich auf die Eindämmung der COVID-19-Pandemie und die Aufrechterhaltung der Gesundheitsversorgung zu konzentrieren. Ein wesentliches Moment des PEPP ist die bereits erwähnte und Ende April 2020 eingeführte Lockerung der Ankaufsquoten, die es der EZB im Bedarfsfall ermöglicht, überproportional viele Anleihen einzelner Mitgliedsländer anzukaufen, um eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auf nationalen Teilmärkten zu verhindern. Vor dieser Lockerung bestimmte der Eigenkapitalschlüssel der EZB die Ankaufsquoten für die einzelnen Mitgliedsländer. Österreichs Beitrag zum Eigenkapital der EZB beträgt 2,93%. Die im Zuge des PEPP beschlossene Flexibilisierung der Ankäufe senkte die Risiken für den Transmissionsmechanismus, wodurch vor allem die drohende Fragmentierungsgefahr hintangehalten werden sollte. Auf der anderen Seite riefen die akkommodative Geldpolitik und die teilweise disproportionalen Ankäufe auch Kritik hervor. So wurde vorgebracht, dass derartige Interventionen einer monetären Staatsfinanzierung sehr nahe kämen, wodurch gegen

ein wichtiges Prinzip der Europäischen Währungsunion verstoßen würde.

Für das PEPP war anfangs ein Umfang von höchstens 750 Mrd. € vorgesehen, im Gegensatz zum Programm der Federal Reserve war seine Mittelausstattung somit begrenzt. Die Dotierung erwies sich jedoch als unzureichend; sie wurde daher im Juni 2020 um 600 Mrd. € erhöht. Im Sommer kam es durch die expansive Geldpolitik und kräftige fiskalische Impulse zu einer Stabilisierung der Anleihenmärkte. Anlässlich der zweiten Welle der COVID-19-Pandemie im Herbst beschloss die EZB am 10. Dezember 2020 eine erneute Aufstockung des PEPP um 500 Mrd. € auf insgesamt 1.850 Mrd. €, was etwa 15% des BIP des gesamten Euro-Raumes vor der COVID-19-Krise entsprach. Außerdem wurde der Zeithorizont für die Ankäufe bis zumindest Ende März 2022 verlängert.

Die EZB beließ den Hauptrefinanzierungssatz bei 0%, den Zinssatz für die Einlagenfazilität bei -0,5% und der Spitzenrefinanzierungssatz bei 0,25%. Sie entschied sich aus mehreren Gründen gegen eine weitere Senkung der Zinssätze:

- Nach einer langen Niedrigzinsphase können die Effekte weiterer Zinssatzsenkungen auf Konsum und Investitionen schwach sein. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn private Haushalte oder Unternehmen größere Ausgaben für langlebige Konsum- oder Investitionsgüter

Das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) der EZB trug erfolgreich zur Stabilisierung der Finanzmärkte bei.

Mit dem "Average Inflation Targeting" vollzog die Notenbank der USA im August 2020 einen geldpolitischen Kurswechsel.

- bereits getätigt haben, sodass weitere Zinssatzsenkungen keine ausgabensteigernde Wirkung mehr erzielen (McKay – Wieland, 2019).
- Die Effekte geldpolitischer Maßnahmen sind vom Konjunkturzyklus abhängig und in Rezessionen schwächer, insbesondere auf die Ausgaben für Konsum- oder Investitionsgüter (Tenreyro – Thwaites, 2016).
 - Bei hoher Unsicherheit wirken Zinssatzsenkungen nur schwach konjunkturbelebend.

Am 30. April 2020 kündigte die EZB ein weiteres langfristiges Refinanzierungsprogramm an: PELTRO (Pandemic emergency longer-term refinancing operation) sollte den Geschäftsbanken günstig Geldmittel zur Verfügung stellen. Dies wurde an die Bedingung geknüpft, diese Liquidität in Form von Krediten an Unternehmen weiterzugeben¹⁾. Der Zinssatz für die PELTRO-Mittel lag um 25 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz. Dadurch werden die Geschäftsbanken durch die Zentralbank teilweise subventioniert. Im Dezember 2020 beschloss die EZB für 2021 vier weitere Geschäfte innerhalb des Refinanzierungsprogrammes. Gleichzeitig verfolgte sie ihre

Forward-Guidance-Politik weiter, indem sie den Hauptrefinanzierungssatz auf Null beließ und die Bedingung für eine zukünftige Zinswende bestätigte: Solange das Inflationsziel von knapp unter 2% nicht erreicht wird, soll das Zinsniveau nicht angehoben werden. Als weitere Bedingung für künftige Zinsanhebungen nannte die EZB die Überwindung der COVID-19-Pandemie.

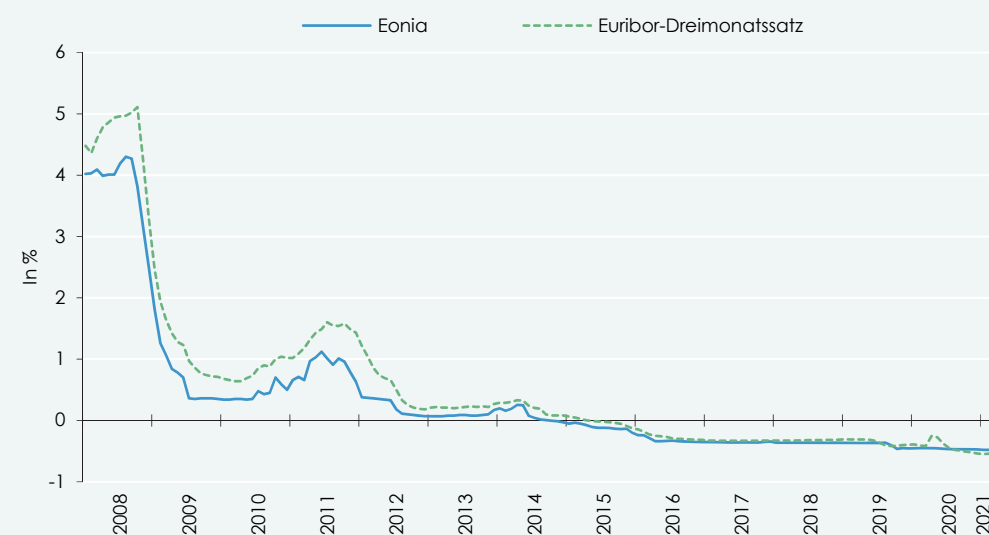
In den USA vollzog die Notenbank im August 2020 einen geldpolitischen Kurswechsel: Gemäß dem "Average Inflation Targeting" orientiert sie sich nicht mehr an klassischen Taylor-Regeln und hebt die Leitzinssätze nicht an, sobald das Inflationsziel erreicht wurde. Stattdessen wird versucht, über einen längeren Zeitraum eine durchschnittliche Inflation von 2% zu erzielen. Dazu wird die Inflation vergangener Perioden berücksichtigt. Zur Kompensation von Phasen mit niedriger Inflation wird eine vorübergehende Überschreitung des 2%-Zieles zugelassen. Laut März-Prognose der Federal Reserve wird die Inflation 2021 in den USA bei 2,4%, 2022 bei 2,0% und 2023 bei 2,1% liegen²⁾. Da demnach keine Gefahr einer Überhitzung der Wirtschaft besteht, blieb das Zinsniveau unverändert.

2. Geldmarktzinssätze weiterhin auf Langzeittief

Die kurzfristigen Zinssätze im Euro-Raum blieben 2020 weiterhin negativ. Der Euribor-Dreimonatssatz bewegte sich im Jahresverlauf zwischen -0,4% und -0,5% (Abbildung 2). Nur im April und Mai stieg er vorübergehend auf

rund -0,25%. Die stabilen Werte um -0,5% in den Herbstmonaten waren eine Folge der akkommodativen Geldpolitik der EZB. Der Eonia³⁾ veränderte sich auch 2020 kaum und bewegte sich um -0,46%.

Abbildung 2: Geldmarktzinssätze in Österreich



Q: Eurostat.

¹⁾ <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/offenmarktgeschaeft/pandemic-emergency-longer-term-refinancing-operation-peltro-/peltro-832176>.

²⁾ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20210317.htm>.

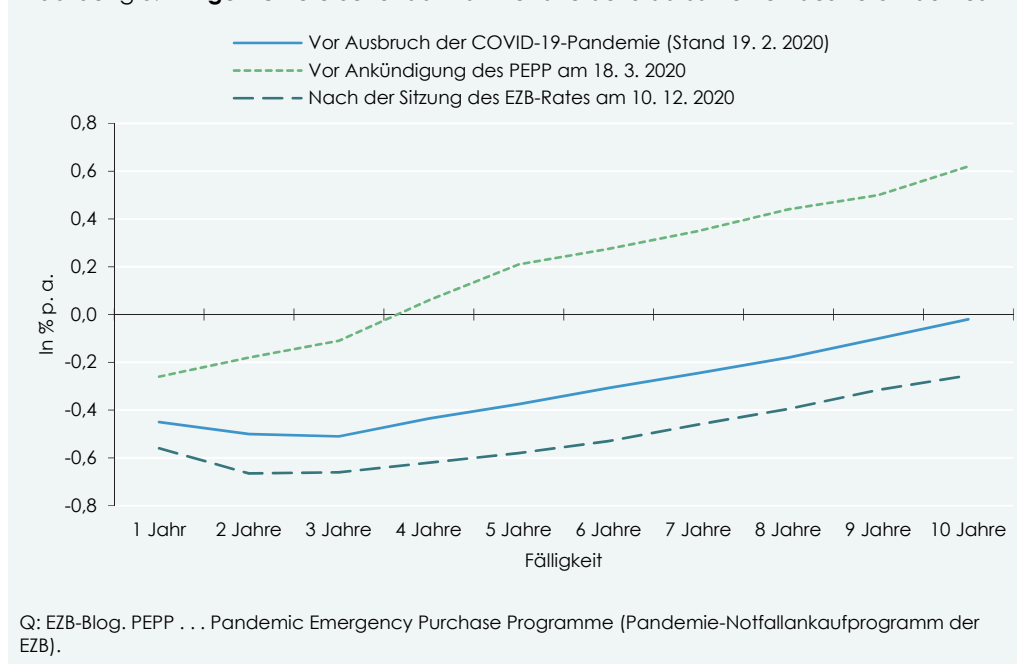
³⁾ Eonia (Euro overnight index average) ist der eintägige interbankäre Zinssatz für den Euro-Raum.

Aufgrund des unvorhersehbaren Verlaufs der COVID-19-Pandemie waren die Sekundärmarktrenditen 10-jähriger Staatsanleihen einiger Länder des Euro-Raumes in den ersten beiden Märzwochen 2020 rasant angeiegen. Nach der Ankündigung der EZB-Pro-

gramme fielen die Renditen deutlich unter Null, die BIP-gewichtete Rendite für Staatsanleihen des Euro-Raumes lag in der Folge im negativen Bereich und merklich unter dem Vorkrisenniveau. Dies zeigt die Wirksamkeit der EZB-Programme (Abbildung 3).

Infolge der EZB-Programme sanken die Sekundärmarktrenditen 10-jähriger Staatsanleihen der meisten Euro-Länder im 2. Halbjahr 2020 auf neue Tiefstwerte.

Abbildung 3: **BIP-gewichtete Sekundärmarktrendite auf Staatsanleihen des Euro-Raumes**



Die Sekundärmarktrenditen festverzinslicher österreichischer Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit blieben 2020 trotz der COVID-19-Krise und der Rekorddefizite im öffentlichen Sektor stabil. 2020 waren sie in allen Monaten bis auf April negativ (Jahresdurchschnitt $-0,2\%$). Ähnliche Verläufe waren auch in anderen Mitgliedsländern des Euro-Raumes zu beobachten. In Deutschland bewegte sich die Rendite im 1. Halbjahr um $-0,5\%$ und erreichte im Herbst $-0,6\%$. Der Zinsabstand zwischen Österreich und Deutschland blieb gegenüber dem Vorjahr unverändert und betrug durchschnittlich 0,3 Prozentpunkte. Die Zinsabstände zwischen Deutschland und anderen Euro-Ländern nahmen deutlich ab, vor allem zu Italien, Griechenland oder Belgien (Abbildung 4). Diese Entwicklung ging vorrangig auf die EZB Programme zurück, aber auch auf die weiterhin hohe Nachfrage nach Staatsanleihen seitens institutioneller Investoren. Seit Jahresende 2020 stieg die Rendite auf deutsche Staatsanleihen und war Ende Februar 2021 um 0,3 Prozentpunkte höher als Anfang Dezember. Auch die Sekundärmarktrendite für Staatsanleihen des Euro-Raumes lag nach mehreren Monaten mit negativen Werten im Februar 2021 wieder leicht über Null ($+0,06\%$). Prognosen zufolge dürfte die Sekundärmarktrendite im Fall der USA auch 2021 und 2022 weiterhin positiv

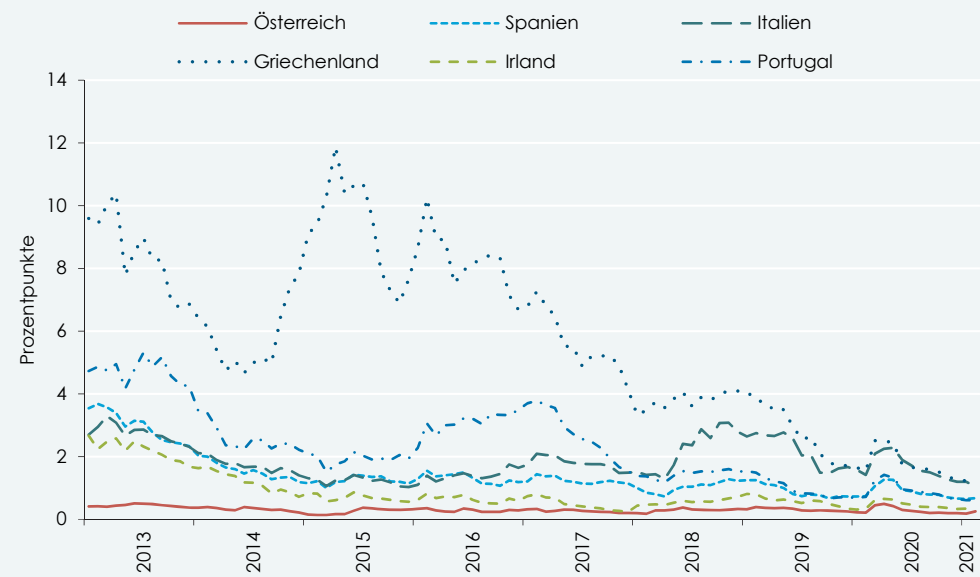
bleiben. Zu Jahresbeginn war die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen der USA merklich angestiegen; Anfang März 2021 war sie mit 1,6% um 0,6 Prozentpunkte höher als Anfang Dezember 2020. Für 10-jährige deutsche Staatsanleihen betragen die Renditen Anfang März 2021 $-0,3\%$, für österreichische $-0,1\%$.

Angesichts historisch niedriger langfristiger Renditen flachte sich 2020 die Zinsstrukturkurve in Österreich weiter ab, von 0,3 Prozentpunkten zu Jahresbeginn auf 0,1 Prozentpunkt zu Jahresende. Im Jahresdurchschnitt erreichte sie damit einen Wert von 0,2 Prozentpunkten (2019: 0,4 Prozentpunkte, Abbildung 5). Seit Jahresbeginn 2021 ist ein erneuter Anstieg beobachtbar.

Mit dem Beschluss expansiver geldpolitischer Maßnahmen stieg die konsolidierte Bilanzsumme der EZB um fast 50% an – von 4.671 Mrd. € auf 6.979 Mrd. € Ende 2020. Die Nettokäufe von Anleihen öffentlicher und privater Schuldner im Rahmen des PEPP beliefen sich in den ersten drei vollständigen Monaten des Programmes (April bis Juni 2020) auf über 100 Mrd. € pro Monat und schwankten von Juli bis Dezember zwischen 60 und 85 Mrd. € pro Monat (Abbildung 6). Bis Ende 2020 wurden somit in Summe 757 Mrd. € an Nettoankäufen getätigt.

Die Zinsstrukturkurve flachte 2020 im Vorjahresvergleich weiter ab.

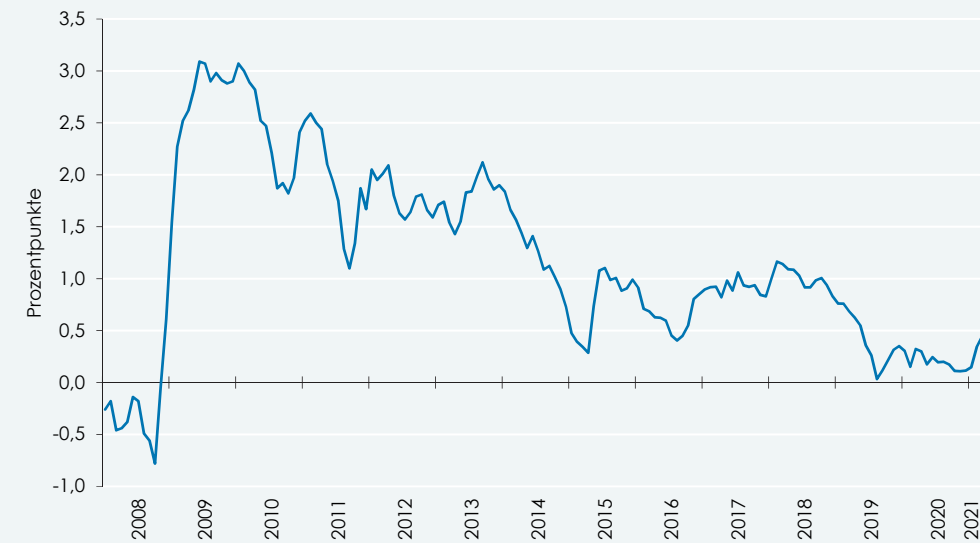
Abbildung 4: **Zinsabstand 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder zu deutschen Staatsanleihen**



Q: OeNB.

Abbildung 5: **Zinsstrukturkurve in Österreich**

Differenz zwischen Sekundärmarktrendite und Euribor-Dreimonatssatz

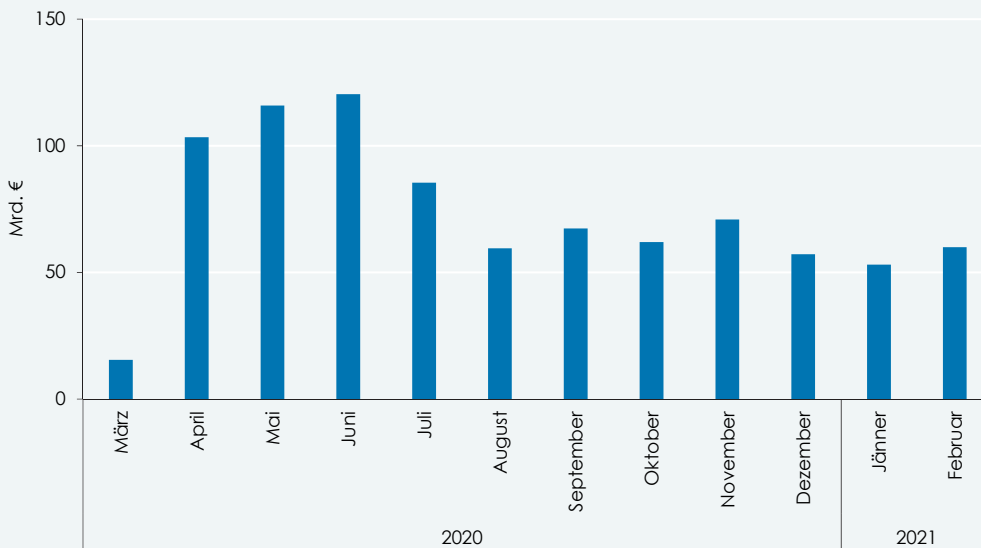


Q: WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond.

Die Geldmenge gemäß engster Definition (M1) wuchs im Euro-Raum im 1. Halbjahr 2020 durchschnittlich um 10,7% gegenüber der Vorjahresperiode, im 2. Halbjahr um 13,2%. Die Geldmengen M2 und M3, die auch Komponenten mit Bindungsfristen umfassen, nahmen schwächer zu, allerdings beschleunigte sich auch hier im Laufe des Jahres das Wachstum (M3 +7,6% im 1. Halbjahr, +10% im 2. Halbjahr 2020). Bedingt

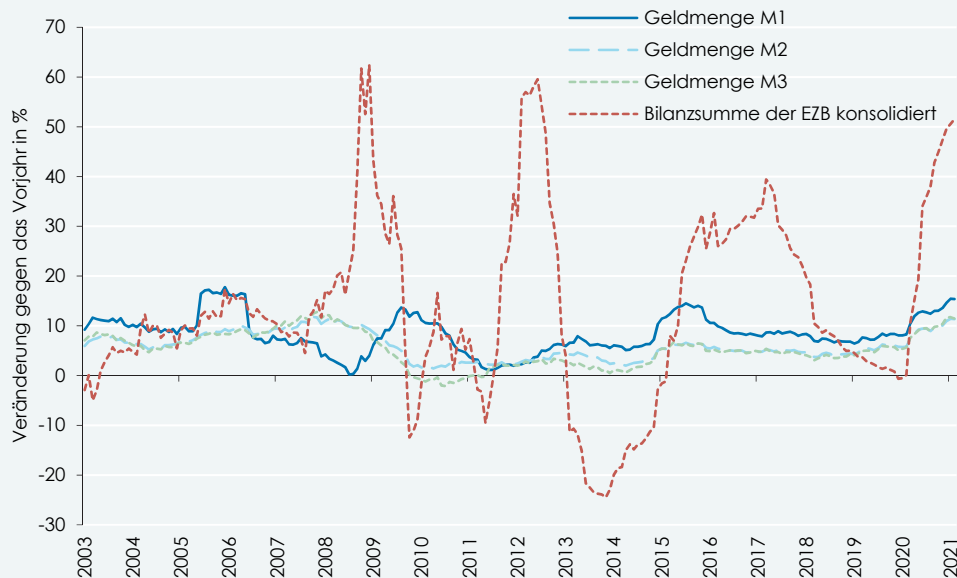
durch das PEPP wuchs im Euro-Raum die Geldmenge M3 in den Herbstmonaten mit zunehmender Geschwindigkeit; die relative Veränderung zum Vorjahr betrug im Oktober 9,9%, im November 10,3% und im Jänner 2021 bereits 11,7%. Die Geldmenge M1 war im Dezember 2020 um 14,6% höher als Ende 2019; auch diese war im Herbst 2020 sehr dynamisch gewachsen.

Abbildung 6: **Monatliche Nettoankäufe von Anleihen öffentlicher und privater Schuldner im Rahmen des PEPP**



Q: EZB, PEPP ... Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notfallankaufprogramm der EZB).

Abbildung 7: **Geldmengenwachstum im Euro-System**



Q: EZB, Geldmengen saisonbereinigt.

Die Entwicklungen auf den Geldmärkten wirkten sich auch auf die Einlagenzinssätze der nichtfinanziellen Unternehmen und der privaten Haushalte aus: Der kapitalgewichtete Durchschnittszinssatz für täglich fällige Unternehmensanlagen lag in Österreich im Dezember 2020 erstmals im negativen Bereich (-0,002%)⁴⁾. Negative Einlagenzinssätze auf Spareinlagen privater Haushalte sind in Österreich aufgrund eines OGH-Urteils nicht

erlaubt. Auch in Deutschland und im Euro-Raum waren 2020 bei Neugeschäften die Zinssätze für Unternehmensanlagen negativ. Bedingt durch die Streichung oder Verschiebung von Investitionen aufgrund der COVID-19-Pandemie stiegen die Unternehmensanlagen bei Banken dennoch deutlich an, in Österreich um 19,7% und im Euro-Raum um 19,4%.

⁴⁾ <https://www.oenb.at/Presse/20210317.html>.

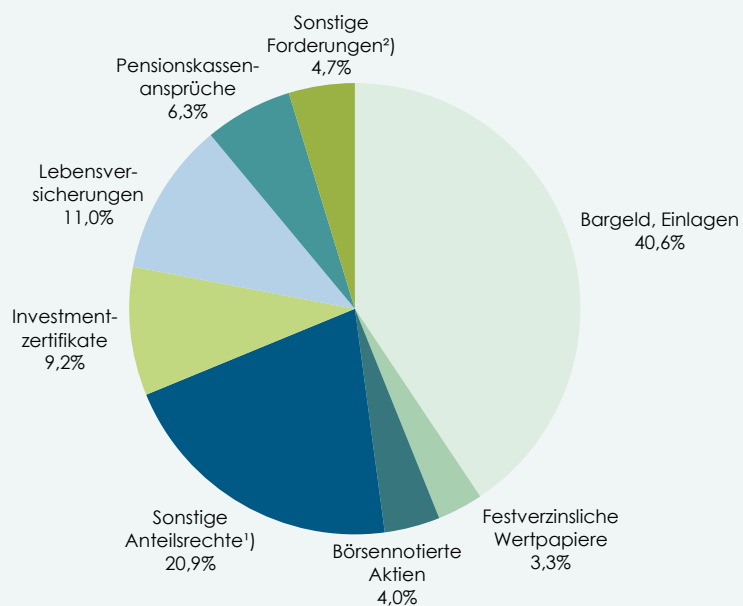
Die privaten Haushalte fragten 2020 bevorzugt hochliquide Veranlagungsformen und Aktien nach.

Seit Beginn der COVID-19-Krise vergaben die meisten Länder Staatsgarantien für Unternehmenskredite. Laut aktuellem Bank Lending Survey für den Euro-Raum (Stand Jänner 2021) wurden die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte in den letzten zwei Quartalen weiter verschärft. Der infolge der Krise hohe Liquiditätsbedarf der Unternehmen zur Aufrechterhaltung ihrer Zahlungsfähigkeit und ihres Betriebs ließ im Euro-Raum die Kreditnachfrage vor allem im 1. Halbjahr 2020 kräftig ansteigen, insbesondere nach kurzfristigen Krediten⁵⁾. Während die Kreditnachfrage der Unternehmen im 2. Halbjahr wieder zurückging, nahm die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnbaukrediten weiter zu. In Österreich war die Entwicklung laut rezenten Bankenumfragen ähnlich⁶⁾. Aufgrund des unsicheren Umfeldes verfolgten die Banken im Kreditgeschäft mit Unternehmen eine vorsichtigere Angebotspolitik. Die Richtlinien für Unternehmenskredite wurden von den befragten Banken im 2. Halbjahr 2020 verschärft, wobei die staatlichen Kreditgarantien frühere und stärkere Verschärfungen verhinderten. Im IV. Quartal ging die Kreditnachfrage der heimischen Unternehmen zurück.

Konstante Leitzinssätze, die Ausweitung des Anleiheankaufsprogrammes und das neu

aufgelegte Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) der EZB drückten die Renditen über alle Laufzeiten hinweg in den negativen Bereich. Gleichzeitig stieg 2020 aufgrund der eingeschränkten Konsummöglichkeiten die Sparquote der privaten Haushalte. Ihr Geldvermögen wuchs dementsprechend um knapp 30 Mrd. € – der Großteil (20,4 Mrd. €) davon täglich fällige Einlagen in der Kreditwirtschaft. Bemerkenswert war 2020 die hohe Nachfrage nach Bargeld: Trotz der Empfehlung des Einzelhandels zur bargeldlosen Bezahlung von Einkäufen und der steigenden Bedeutung des Online-Handels war der zusätzliche Bargeldbedarf der privaten Haushalte mit 2,4 Mrd. € so hoch wie zuletzt in der Staatsschuldenkrise 2010/11 und davor anlässlich der Euro-Einführung 2002/03. Angesichts negativer Renditen auf den Geld- und Kapitalmärkten verloren für die privaten Haushalte festverzinsliche Wertpapiere als Anlageform an Attraktivität. Auch langfristig gebundene Veranlagungsformen wie etwa Lebensversicherungen wurden 2020 aufgrund der weiterhin hohen Liquiditätspräferenz nur schwach nachgefragt. Die Veranlagung in börsennotierte Aktien und Investmentfonds profitierte hingegen von den allgemein niedrigen Renditen im Festzinsbereich.

Abbildung 8: **Struktur des Finanzvermögens der privaten Haushalte 2020**



Q: OeNB, Stand Ende 2020. Das Geldvermögen der privaten Haushalte betrug insgesamt 763,1 Mrd. €. –
¹⁾ Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. – ²⁾ Kredite, Nicht-Lebensversicherungsansprüche, Ansprüche auf andere Leistungen als Altersversicherungsleistungen, sonstige Forderungen einschließlich Finanzderivate.

⁵⁾ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html.

⁶⁾ <https://www.oenb.at/Geldpolitik/Erhebungen/umfrage-ueber-das-kreditgeschaefft.html>.

3. Hohe Bedeutung des Kreditwesens für die Liquiditätssicherung von Unternehmen

Da die Unternehmen zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen vermehrt auf Kredite zurückgriffen, entwickelte sich 2020 die reale Wertschöpfung im österreichischen Kreditwesen (ÖNACE-Abschnitt K) trotz der COVID-19-Krise leicht positiv. Das Kreditvolumen wuchs 2020 sogar kräftiger als 2019. Schon zu Beginn der Krise hatte der Bedarf an Zwischenfinanzierungen für Umlaufkapital zugenommen. Dies führte im II. und III. Quartal 2020 zu einer Erhöhung der Kreditnachfrage. Vor allem in Phasen vollständiger Lockdowns stieg der Kreditbedarf der nichtfinanziellen Unternehmen deutlich an. Der Bestand der ein- bis fünfjährigen Krediten war in Österreich im April 2020 um 14,1% und im Mai um 13,1% höher als im Vorjahr, Kredite mit einer Laufzeit von über 5 Jahren nahmen um 9,1% bzw. 8,7% zu. Ähnlich hohe Anstiege wurden auch im Euro-Raum verzeichnet. Die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten mit einer Laufzeit von unter einem Jahr war hingegen sowohl in Österreich als auch im Euro-Raum rückläufig. Solche Kredite machen jedoch weniger als ein Fünftel des gesamten Volumens aus.

Ab Herbst entwickelte sich die Kreditnachfrage des Nichtbankensektors (Nicht-Monetäre Finanzinstitute – Nicht-MFI) in Österreich etwas schwächer (im Vorjahresvergleich +4,2% im September nach +4,5% im Juli). Die Nachfrage der privaten Haushalte nach Konsumkrediten ging im Laufe des Jahres 2020 immer deutlicher zurück (–1,1% im Jänner, –5,5% im Dezember). Im Euro-Raum wuchs die Kreditnachfrage des nichtfinanziellen Sektors kräftiger als in Österreich, getrieben vor allem durch Spanien und Frankreich: Im Vorjahresvergleich stiegen die Wachstumsraten von 3% im Februar 2020 auf über 7% ab Mai.

Zu Jahresende 2020 betrug das durch österreichische Kreditinstitute an inländische Nichtbanken vergebene Kreditvolumen 385 Mrd. € (+3,9% gegenüber dem Vorjahr). Rund die Hälfte davon (175 Mrd. €, +3,5%) ging an private Haushalte (einschließlich freiberuflich tätiger Personen, Selbständiger und privater Organisationen ohne Erwerbszweck), weitere 44% an Unternehmen (+5% gegenüber dem Vorjahr). Der Rest ging an die öffentliche Hand oder sonstige Finanzintermediäre. Im Euro-Raum betrug das Kreditvolumen an Nicht-MFIs Ende 2020 rund 13 Bio. €; es war damit höher als 2019 (+4%).

Das Wachstum der Wertschöpfung im Kreditwesen wurde 2020 vor allem durch Mengenentwicklungen bestimmt. Das Zinsniveau blieb dagegen unverändert – von kurzen Schwankungen abgesehen – und trug somit wenig zum Wachstum bei. Sofern die

COVID-19-Pandemie 2021 überwunden wird und sich die Wirtschaftslage normalisiert, dürften bereits verschuldete Unternehmen keine neuen Kredite aufnehmen, sondern eher versuchen, bestehende Kredite zu tilgen. Dies könnte in den nächsten Jahren zu einem niedrigeren Zuwachs des Kreditvolumens und somit auch der Wertschöpfung im Bankensektor führen.

Bei den Krediten an österreichische private Haushalte handelt es sich zum überwiegenden Teil um Kredite für die Wohnraumfinanzierung. Diese gewannen 2020 trotz der COVID-19-Krise weiter an Bedeutung. Die unterjährige Wachstumsdynamik ähnelte den Vorkrisenjahren; zum Jahresende 2020 betrug das Wohnbaukreditvolumen 121 Mrd. € (+5,5% gegenüber dem Vorjahr, bereinigt um Abschreibungen und Wechselkursveränderungen). Die Nachfrage nach Wohnbaukrediten profitierte auch von der Einschränkung der privaten Konsummöglichkeiten im Zuge der Lockdown-Phasen, die einen Anstieg der Ersparnisse und der Immobiliennachfrage bewirkte. Trotz der Einschränkungen durch die COVID-19-Pandemie nahmen die Immobilientransaktionen allein im 1. Halbjahr 2020 um 4,9% zu, wobei das Transaktionsvolumen stagnierte (16,4 Mrd. €⁷⁾). Im Euro-Raum wuchs das Wohnbaukreditvolumen 2020 sogar stärker als 2019 (+4,7%, 2019 +3,9%). Im Gegensatz zu den Wohnbaukrediten war in Österreich das Konsumkreditvolumen 2020 rückläufig (–5,5% gegenüber dem Vorjahr), was dem deutlichen Rückgang der Konsumnachfrage geschuldet ist.

Die Ertragslage der österreichischen Kreditwirtschaft litt 2020 spürbar unter der COVID-19-Krise; der erwartete Jahresabschluss für 2020 ist mit 2,7 Mrd. € um 44,7% niedriger als im Vorjahr. Die Eigenkapitalrendite sank deutlich auf 3,5% (2019: 6,4%), zugleich reduzierte sich auch das Aufwand-Ertrag-Verhältnis (Cost-Income-Ratio) von 71,9% auf 70,6%. Dennoch blieb der Nettozinsertrag mit 8,6 Mrd. € konstant und bildete weiterhin die wichtigste Ertragskomponente (45% der Betriebserträge). Einerseits sinken durch die Niedrigzinspolitik der EZB seit Jahren die Zinsmargen, andererseits stabilisieren verminderte Zinsaufwendungen den Nettozinsertrag. Die Zinsaufwendungen (–25,3%) schrumpften 2020 deutlich stärker als die zins- und zinsähnlichen Erträge (–10,8%). Der Saldo des Provisionsgeschäftes blieb mit 4,7 Mrd. € (+1,9% gegenüber dem Vorjahr) die zweitwichtigste Ertragskomponente. Die sonstigen betrieblichen Erträge stiegen geringfügig (+1,6%). Die Betriebsaufwendungen sanken um 3,9% auf 13,6 Mrd. €, die

Die Nachfrage nach Krediten zur Wohnraumfinanzierung nahm 2020 erneut zu. Der Anteil der Wohnbaukredite an der Gesamtverschuldung der privaten Haushalte ist weiterhin hoch.

In Österreich gingen die Bankenerträge im Zuge der COVID-19-Krise merklich zurück.

⁷⁾ <https://www.derstandard.at/story/2000119878896/vorerst-kein-rueckgang-bei-immobilientransaktionen>.

Löhne und Gehälter um 3,7%. Zugleich bauten die Kreditinstitute Beschäftigte ab (-0,8% auf 60.000 Vollzeitäquivalente).

Die regulatorischen Kennzahlen der österreichischen Kreditwirtschaft verschlechterten sich im Jahresverlauf 2020 kaum. Die Kernkapitalquote (Regulatorisches Tier 1)⁸⁾ erreichte im IV. Quartal 2020 den höchsten Wert der letzten Jahre (16,76%). Der Anteil der notleidenden Kredite und uneinbringlichen Forderungen an allen Krediten sank weiter, von 1,77% Ende 2019 auf 1,53% im III. Quartal 2020. Diese Entwicklungen entsprechen zwar der stabilen Wertschöpfung im Finanzsektor und der krisenbedingt hohen Nachfrage nach Krediten, sind jedoch nur eine vorübergehende Momentaufnahme. Die Auswirkungen der COVID-19-Krise und die damit verbundenen Risiken für die Kreditwirtschaft lassen sich daran nicht ablesen. Aufgrund der zahlreichen Unterstützungsmaßnahmen für Unternehmen – dazu gehören etwa Kreditstundungen, Kurzarbeit, Fixkostenzuschüsse oder die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht – gab es 2020

4. Aktienmärkte trotzten der Krise

Mit Beginn der COVID-19-Krise fielen die Aktienkurse im März 2020 innerhalb weniger Wochen um bis zu 40% gegenüber dem Stand zu Jahresende 2019. Ab dem II. Quartal setzte in Europa und den USA eine Erholung auf den Aktienmärkten ein. Die EZB-Programme gaben den meisten Aktienmärkten im Euro-Raum einen positiven Impuls. Auch der heimische ATX konnte die Verluste teilweise wettmachen, verglichen mit anderen Leitindizes fiel die Erholung des ATX jedoch schwächer aus: Zu Jahresende 2020 betrug der Verlust gegenüber dem Jahresbeginn 12,8%. Die Kursentwicklung der führenden Börsenindizes Deutschlands war deutlich besser: Der DAX schloss das Jahr mit einem Plus von 3,5% ab. Die Verluste an den Börsen im Vereinigten Königreich und in Frankreich waren ähnlich hoch wie jene des ATX (FTSE 100 -14,3%, CAC40 -7,1%). Der Euro-Raum-Index Eurostoxx 50 verlor im Jahresverlauf 5,1%. Die Aktienindizes in den USA reagierten auf die umfangreichen Fiskalpakete und die verringerte Unsicherheit nach der Wahl des neuen Präsidenten Biden mit deutlichen Kursgewinnen (Standard & Poors 500 +16,3%, Abbildung 9). Der Total-Return-Index (Preisindex einschließlich

deutlich weniger Insolvenzen. Falls Nachhol-effekte eintreten oder Unternehmen nach dem Auslaufen der Unterstützungsmaßnahmen insolvent werden, könnten sich die regulatorischen Kennzahlen verschlechtern.

Aufgrund des hohen Kreditaufkommens stieg auch die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnete Lücke im Kredit-BIP-Verhältnis zum ersten Mal seit Ende 2010 über Null. Sie war im II. Quartal 2020 leicht positiv und betrug im III. Quartal sogar 2,6%. Darin spiegelt sich das überdurchschnittliche Wachstum des Kreditvolumens in Österreich. Auch in anderen Ländern, etwa in Deutschland (11,4%) oder Frankreich (23,6%), war die Kredit-BIP-Lücke 2020 positiv, in Spanien und Italien lag sie dagegen weiterhin unter Null. Im Euro-Raum betrug die Lücke -0,3%. Insgesamt boten die Kennzahlen keinen Anlass für makroprudenzielle Eingriffe. Dementsprechend beließ das österreichische Finanzmarktstabilitätsgremium die Vorgabe für den antizyklischen Eigenkapitalpuffer auf 0%.

Dividenden, Zinsen und anderer Ausschüttungen) des MSCI-Weltindex wuchs ebenfalls stark dynamisch (Dollarbasis +16,5%, Euro-Basis +6,9%). Die Volatilität – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Aktien der Chicago Board Options Exchange (VIX) – war im Jahresdurchschnitt 2020 mit 29,1% sehr hoch und lag weit über dem Durchschnitt der Jahre 1991 bis 2020 von 19%. Im März 2020 erreichte die Volatilität sogar ein Langzeithoch von über 80% – ein Indikator für die Unsicherheit auf den Finanzmärkten.

Auch die Marktkapitalisierung der Wiener Börse litt unter den Kursverlusten des vergangenen Jahres. Hatte sie Ende 2019 noch 118,7 Mrd. € oder 29,9% des nominellen Bruttoinlandsproduktes betragen, so war sie Ende 2020 mit 108,2 Mrd. € um 10 Mrd. € geringer. Finanzwesen und Grundindustrie dominierten weiterhin den ATX. Der durchschnittliche monatliche Umsatz an der Wiener Börse betrug 2020 5,74 Mrd. € und war damit höher als 2019. Die Aktienumsätze stiegen um 11%. 2020 war die Wiener Börse der am schnellsten wachsende Handelsplatz für Anleiheemissionen in Europa.

5. Nominelle und real-effektive Aufwertung

Der Euro wertete im Jahr 2020 deutlich gegenüber dem Dollar auf und machte im 2. Halbjahr die Verluste aus der ersten Jahreshälfte wett. Die Aufwertung setzte sich

auch in den ersten Wochen 2021 fort. Ende Dezember 2020 erreichte der Euro einen Kurs von 1,22 \$ (+9,2% seit Jahresbeginn). Der wichtigste Grund dafür war die deutlich

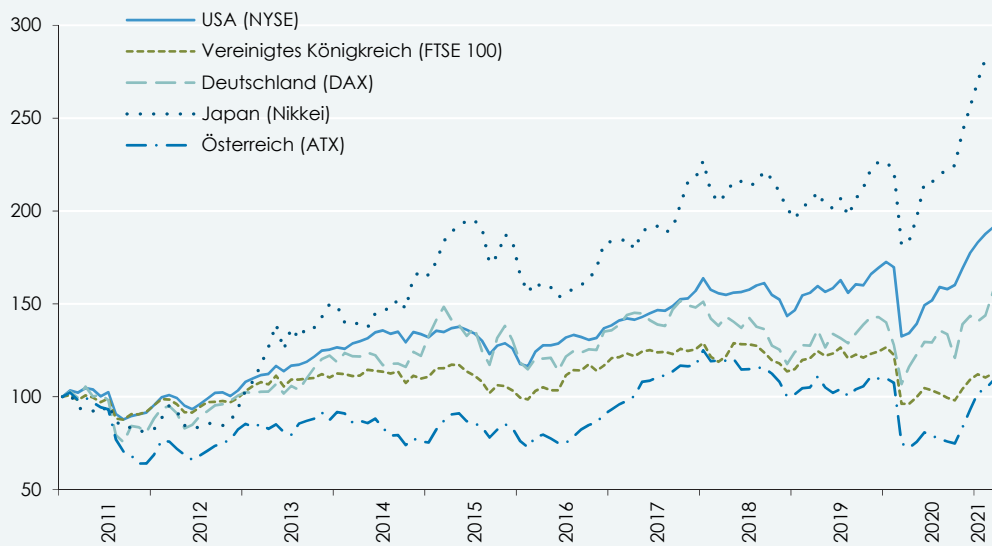
⁸⁾ Das Regulatorische Tier 1 (Kernkapitalquote) ergibt sich aus dem Verhältnis des Kernkapitals einer Bank zu ihren gesamten risikogewichteten Aktiva (RWA).

expansivere Geld- und Fiskalpolitik der USA. Die Dollar-Schwäche hängt aber auch mit dem neuen "Average Inflation Targeting" der Federal Reserve zusammen. Der Wechselkurs lag Anfang März 2021 bei einem Wert von 1,20 \$ je Euro, um den er sich seit Ende Dezember 2020 bewegt hatte. Für 2021 und 2022 wird für die USA ein deutlich höheres Haushaltsdefizit erwartet als im Euro-Raum

(Europäische Kommission, 2020), insbesondere dann, wenn das geplante neue Infrastrukturprogramm "Build Back Better" im Umfang von 2 Bio. \$ tatsächlich verabschiedet wird. Die Fiskalpolitik dürfte jedenfalls auch 2021 in den USA expansiver ausfallen als im Euro-Raum. All das könnte für eine weitere Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar sprechen.

Abbildung 9: **Internationale Börsenindizes**

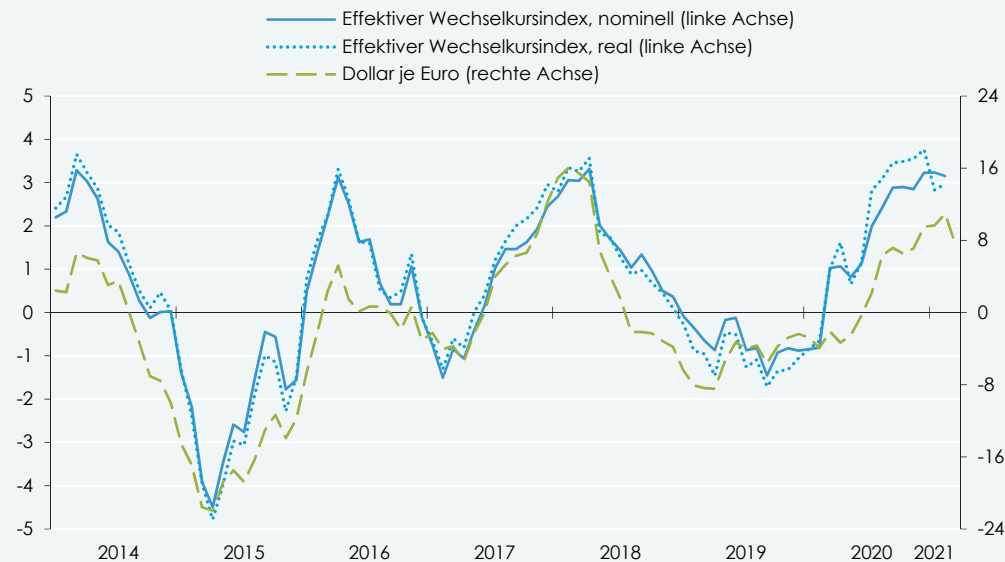
Jänner 2011 = 100



Q: Deutsche Bundesbank, OECD, Wiener Börse.

Abbildung 10: **Effektiver Wechselkursindex und Dollar-Euro-Kurs**

Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: OeNB, WIFO.

Der starke Euro trug auch zu einer deutlichen nominellen und real-effektiven Aufwertung bei. Auch der russische Rubel, die türkische Lira und der ungarische Forint werteten gegenüber dem Euro ab, der Schweizer Franken dagegen auf. Am real-effektiven Wechselkursindex, der auf den Verbraucherpreisindizes basiert, lässt sich die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Österreichs besser ablesen als an den Wechselkursen. Zu seiner Berechnung wird die Veränderung der Wechselkurse um die Entwick-

lung des österreichischen und internationaler Verbraucherpreisindizes bereinigt. Bedingt durch die stabile Preisentwicklung im In- und Ausland wertete der effektive Wechselkursindex Österreichs im Jahresdurchschnitt 2020 um 1,9% auf. Auch für die Industriewaren wuchs er ähnlich stark (+1,8%). Für Österreich bedeuten diese Aufwertungen gleichzeitig – wie schon in den Jahren 2016 bis 2018 – einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit (Abbildung 10).

6. Ausblick

Die erhoffte Konjunkturerholung wird im Euro-Raum 2021 nur zum Teil erreicht werden. In den meisten Ländern des Euro-Raumes sind weiterhin Lockdown-Maßnahmen in Kraft, auch weitere Lockdowns sind nicht auszuschließen. Zudem kommen die Impfkampagnen nur langsam voran. Dies gefährdet die Wachstumsperspektiven für 2021, dämpft die mittelfristigen Wachstumsaussichten und führt zu Unsicherheiten in der makroökonomischen Prognostik. Wie die niedrigen Renditen auf heimische Staatsanleihen andeuten, verfügt Österreich über ausreichend finanziellen Spielraum für Maßnahmen, um Unternehmen und private Haushalte im Bedarfsfall zu unterstützen und eine wirtschaftliche Erholung zu fördern.

Angesichts der Entwicklungen auf den Anleihenmärkten zu Jahresbeginn 2021 signalisierte die EZB für die kommenden Monate eine Ausweitung ihrer Ankäufe im Rahmen des PEPP. Durch diese Ankäufe, deren Ausmaß durch die Marktbedingungen mitbestimmt wird, soll eine akute Verschärfung der Finanzierungsbedingungen vermieden, die Konjunktur gestützt und die mittelfristige Preisstabilität gesichert werden. Die Reaktionsfunktion der EZB bezüglich der Finanzierungsbedingungen wird von einer Kombination aus unterschiedlichen Indikatoren bestimmt⁹⁾. Diese beinhalten die risikofreien

Zinssätze und Staatsrenditen, die am Anfang des Transmissionsprozesses stehen, und die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte, die sich an den Kapitalmärkten oder über Bankkredite finanzieren wollen.

Gegenwärtig zeigen die regulatorischen Kennzahlen keine akute Gefahr für das Bankensystem. Als Folge der Finanzmarktkrise 2008/09 wurde die Bankenregulierung weltweit verstärkt, wodurch das Bankensystem besser auf Krisen vorbereitet ist. Banken sind dadurch derzeit ein Stabilitätsfaktor zur Überbrückung der Krise. Dennoch sollten mögliche Gefahren nicht außer Acht gelassen werden. Eine akkommodative Geldpolitik kann die kurzfristige Stabilisierung der Wirtschaft unterstützen, sie kann jedoch langfristig zu überzogenen Preisen auf den Aktienmärkten und steigenden finanziellen Risiken führen (IWF, 2021). Unternehmen, die überschuldet sind oder eine schlechte Profitperspektive aufweisen, könnte zukünftig der Zugang zu Krediten erschwert werden. Sollte es zu einer deutlichen Insolvenzwelle kommen, kann das auch zu Verlusten im Bankensektor führen. Die Wirtschaftspolitik sollte dementsprechend angepasst werden und die Sanierung von Unternehmensbilanzen unterstützen.

7. Literaturhinweise

Congressional Budget Office (CBO), An Update to the Budget Outlook 2020 to 2030, Congress of the United States, Washington D.C., 2020.

Europäische Kommission, "European Economic Forecast. Spring 2020", European Economy, Institutional Paper, 2020, (125).

Internationaler Währungsfonds (IWF), Preempting a legacy of Vulnerabilities, Global Financial Stability Report, Washington D.C., 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/04/06/global-financial-stability-report-april-2021>.

Lagarde, C., "Monetary policy in a pandemic emergency", Hauptvortrag auf dem EZB-Forum für Zentralbanken, Frankfurt am Main, 2020.

McKay, A., Wieland, J., "Lumpy Durable Consumption Demand and the Limited Ammunition of Monetary Policy", NBER Working Papers, 2019, (26175).

Tenreiro, S., Thwaites, G., "Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions", American Economic Journal Macroeconomics, 2016, 8(4), S. 43-74.

⁹⁾ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210325~e424a7f6cf.en.html>.