



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

EUROSYSTEM

Entwicklungen am österreichischen Finanzierungsmarkt

Bildungs-KickOff 2020 - Weiterbildung für Finanzdienstleister
Wien, 16. Jänner 2020

AL Prof. Dr. Ernest Gnan

Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen

Danke an LD Dr. Kwopil, LD Dr. Valderrama und Mag. Waschiczek für Hilfe bei der Erstellung der Präsentation!



- 1. Was sind „Finanzierungsbedingungen“?
Wodurch werden Finanzierungsbedingungen beeinflusst? → Denkraum**
- 2. Langfristige Perspektive: Natürlicher / Gleichgewichts / neutraler Zins / r^***
- 3. Kurz- bis mittelfristige Perspektive:
Geldpolitik der EZB: Preisstabilitätsdefinition
Aktueller Inflations- und Wirtschaftsausblick im Euroraum
Jüngste geldpolitische Entscheidungen der EZB und Ausblick**
- 4. Übertragungskanäle der Geldpolitik auf den Finanzierungsmärkten**
- 5. Finanzierungsbedingungen in Österreich**

1. Was sind „Finanzierungsbedingungen“?

- Finanzierungsbedingungen beinhalten sowohl die **preislichen** als auch die **nichtpreislichen** Konditionen, die einem Kreditvertrag zugrunde liegen.
 - Der Preis besteht aus den Zinsen und anderen **Gebühren und Provisionen**.
 - Zu den nichtpreislichen Elementen zählen Zusatz- und Nebenvereinbarungen, wie **Sicherheiten** oder **Garantien**, die von den Kreditnehmenden zu stellen sind, sowie **Kredithöhe und -laufzeit**.
- Bedingungen für die Kreditgewährung: Bedingungen eines Kredits, den eine Bank zu gewähren bereit ist, d. h. die Bedingungen des tatsächlich genehmigten Kredits gemäß Kreditvertrag, der zwischen der Bank und dem Kreditnehmer geschlossen wurde (*aus dem Fragebogen für den Bank Lending Survey*).
 - Im Allgemeinen umfassen sie den vereinbarten **Aufschlag auf den relevanten Referenzzinssatz**, die **Kredithöhe**, die **Zugangsbedingungen** und sonstigen Bedingungen in Form von **Kreditnebenkosten** (d. h. **Gebühren**), vom Kreditnehmer zu stellende **Sicherheiten** oder **Garantien**, **Zusatz- oder Nebenvereinbarungen** (covenants) sowie die vereinbarte **Fristigkeit**.

1. Wodurch werden Finanzierungsbedingungen in Österreich beeinflusst?

Struktur

- Strukturelle Wirtschaftsfaktoren in Österreich
- Strukturelle Wirtschaftsfaktoren im Euroraum
- Strukturelle Wirtschaftsfaktoren global



„Natürlicher Zins“/
„Gleichgewichtszins“

- Regulierung/Aufsicht/Compliance: EK, EBA, SSM/FMA
- Banken (Wettbewerb, Zinsmarge, Gewinnvorstellungen Gewinnlage, Gewinnaussichten...)

Konjunktur

- Konjunkturlage, Konjunkturprognose
- Inflation, Inflationsprognose und -erwartungen
- Geldpolitik: OeNB / EZB



Leitzinsen,
risikofreie Marktzinsen

2. Der „natürliche Zins“ / „Gleichgewichtszins“ / „neutrale Zins“ / „ r^* “

Definition (Knut Wicksell, 1898): jenes (reale, d.h. inflationsbereinigte) Zinsniveau, bei dem die Inflation weder steigt noch fällt

- (scheinbar) einfache geldpolitische **Regel**: Geldpolitik setzt Leitzins im Verhältnis zum „neutralen Zins“.
- Wenn Inflation unter der Zielinflation (*EZB: unter, aber nahe bei 2%*) ist, Leitzinsen unter den natürlichen Zins senken (um Wachstum anzuregen und Inflation zu erhöhen), und umgekehrt.

Herausforderungen:

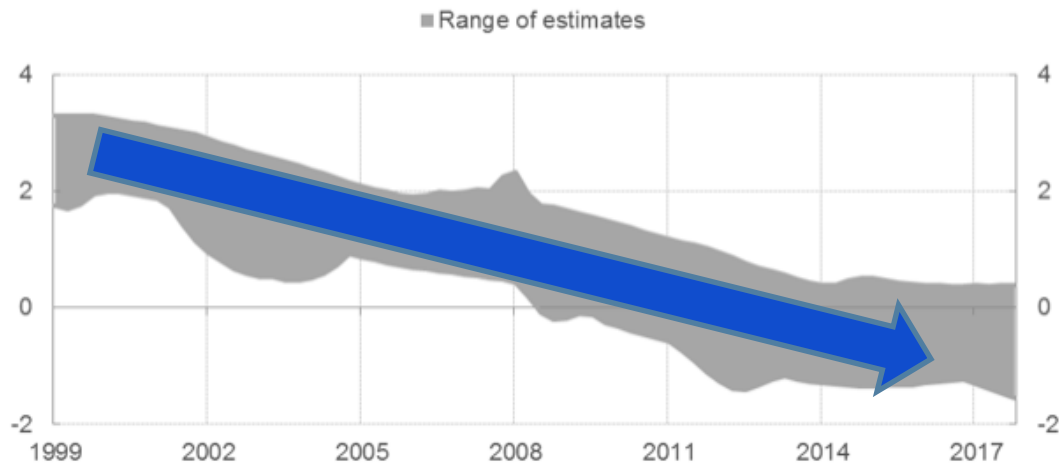
- Wie hoch ist der „neutrale“ Zins?
- Welche Faktoren beeinflussen ihn? (viele Hypothesen - fehlende „Gesamtsicht“; aber dennoch nützlich für mittel- bis langfristigen Ausblick über Zinstendenz)

2. Deutlicher Rückgang des „neutralen“ Zinses sowohl im EA und den USA

Range of point estimates of the natural rate of interest in the euro area obtained from econometric models

(percentages)

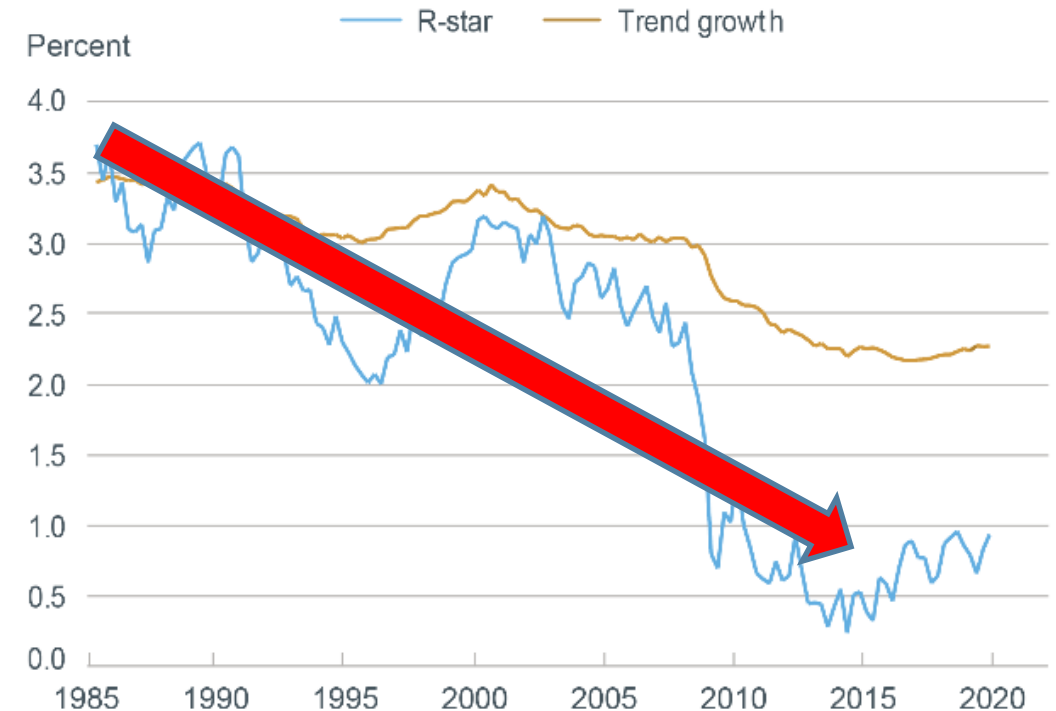
Euroraum



Notes: The grey-shaded area reports ranges of point estimates of r^* for the euro area, as estimated in Brand, C. and Mazelis, F. (2019), "Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest", *Working Paper Series*, No 2257, ECB. Corresponding individual point estimates are reported in Brand, C. et al. (2019), op. cit.

R-STAR FOR THE UNITED STATES LW Estimation

USA



Source: Laubach and Williams (2003).

Note: We plot estimates of the natural rate of interest (r -star) along with those for the trend growth rate of the U.S. economy, a source of change driving r -star.

2. Welche Faktoren treiben „neutralen Zins“ nach unten?

1. Niedrigeres Potenzial-Wachstum

- Weniger Innovationen
- Langsamere technologische Diffusion
- Sektorale Verschiebungen: mehr Dienstleistungen, weniger verarbeitendes Gewerbe

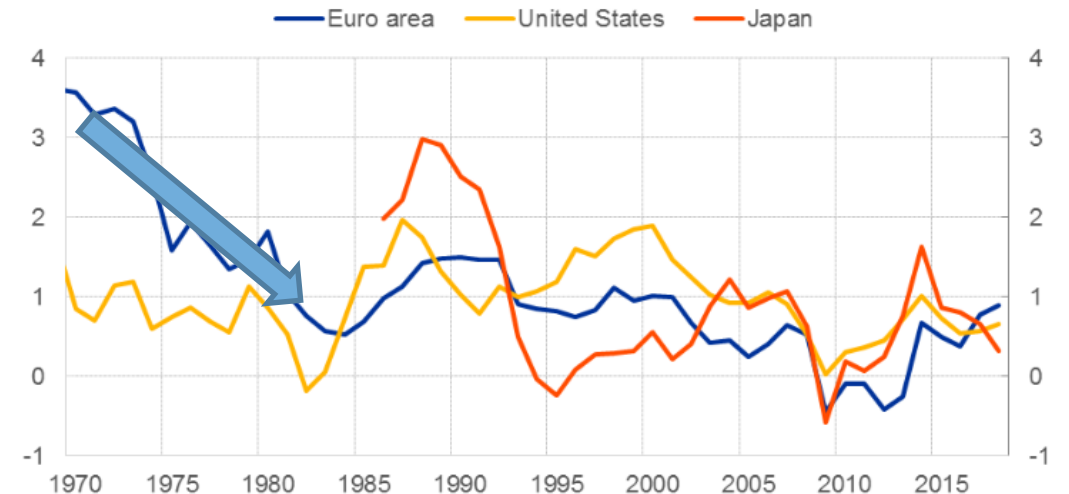
→ Niedrigeres Produktivitätswachstum

- **Klimaveränderung:** Naturkatastrophen, schadensbegrenzende Maßnahmen

Chart 3

Total factor productivity growth

(yearly growth rates, percentages, five-year moving averages, constant prices)



Sources: European Commission AMECO database and ECB staff calculations.

Notes: The euro area reflects data for the original 12 member states.

Latest observation: 2018.

2. Welche Faktoren treiben „neutralen Zins“ nach unten?

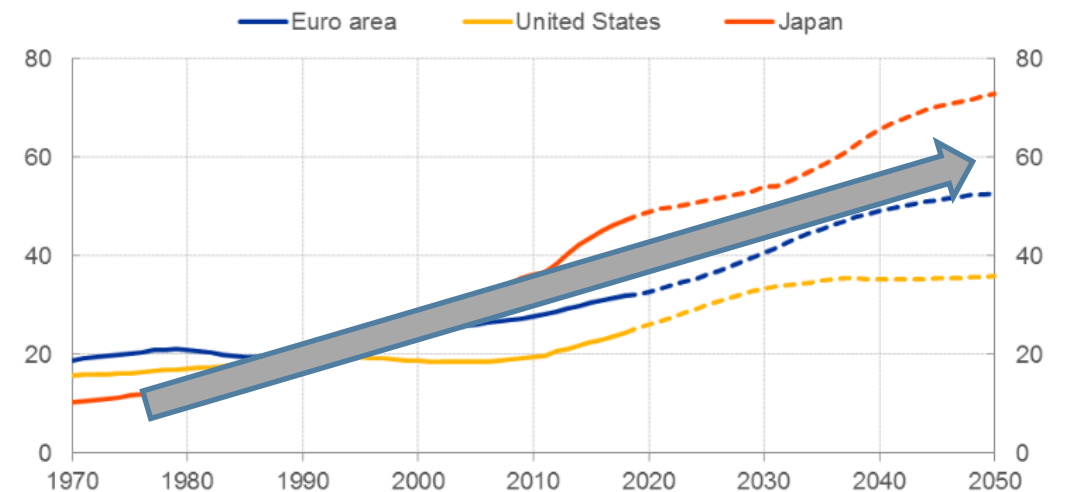
2. Demographie:

- Niedrige Geburtsraten
 - Höhere Lebenserwartung
 - Alterung der Gesellschaft
-
- **Höhere Alters-Abhängigkeits-Ratio**
(Verhältnis der über 65jährigen zu den 15-64jährigen)
 - **Höhere Ersparnisse** für den Ruhestand
 - **Niedrigere Arbeitsproduktivität**

Chart 10

Old-age dependency ratios: historical data and projections

(ratios)



Sources: World Bank, Eurostat, OECD and ECB staff calculations.

Notes: Dashed lines denote projected values. For the euro area, historical data are from the World Bank and projections are from Eurostat. All other historical data and projections are from the OECD.

Latest observation: 2018 for historical data and 2050 for projections.

2. Welche Faktoren treiben „neutralen Zins“ nach unten?

3. Höhere Nachfrage nach „safe assets“:

- Höhere Nachfrage aus EMEs mit unterentwickelten Finanzmärkten
- Höhere Nachfrage für den Ruhestand
- Höhere Risikoaversion nach der Finanzkrise
- Regulierung schreibt Anlage in safe assets vor
- Gleichzeitig **senkt QE** das **frei verfügbare Angebot** an sicheren Wertpapieren

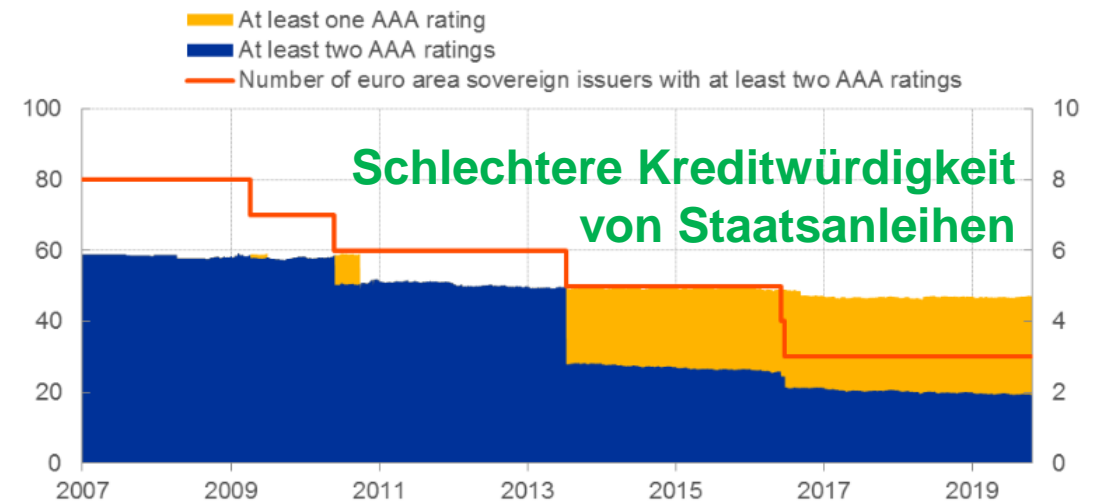
→ „Safe assets“ werden knapper

→ Niedrigere risikofreie Zinssätze

Chart 16

Share of euro area sovereign bonds with AAA rating

(left-hand scale: percentages; right-hand scale: number of sovereign issuers)



Source: ECB.

Note: Ratings based on Moody's, Fitch, Standard & Poor's and DBRS.

Latest observation: 15 October 2019.

2. Welche Faktoren treiben „neutralen Zins“ nach unten?

4. Sparschwemme/“savings glut“:

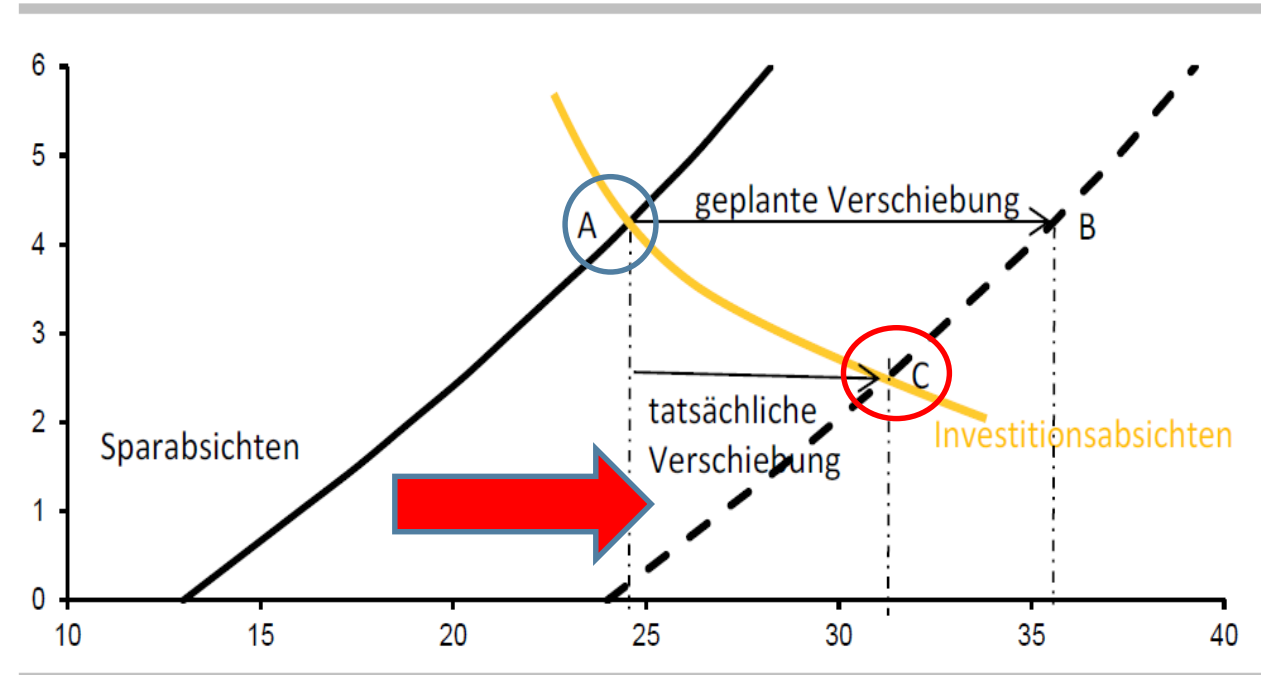
- Höheres (globales) Sparen (Unsicherheit/Risikoaversion...)
- Ungleichheit: „reiche“ Haushalte haben höhere Sparquote
- Alterung: mehr Sparen für Altersvorsorge

Im Vergleich dazu: zu wenig Investitionen

- Digitalisierung, IT → Preis für Kapitalgüter sinkt → private Investitionen sinken
- Budgetäre Sparmaßnahmen → Öffentliche Investitionen sinken

Grafik 1: Wie die Sparschwemme den natürlichen Zins senkt

Hochachse: Weltrealzins; Rechtsachse: globale Ersparnis und Investitionen als Anteil am Welt-BIP; in Prozent

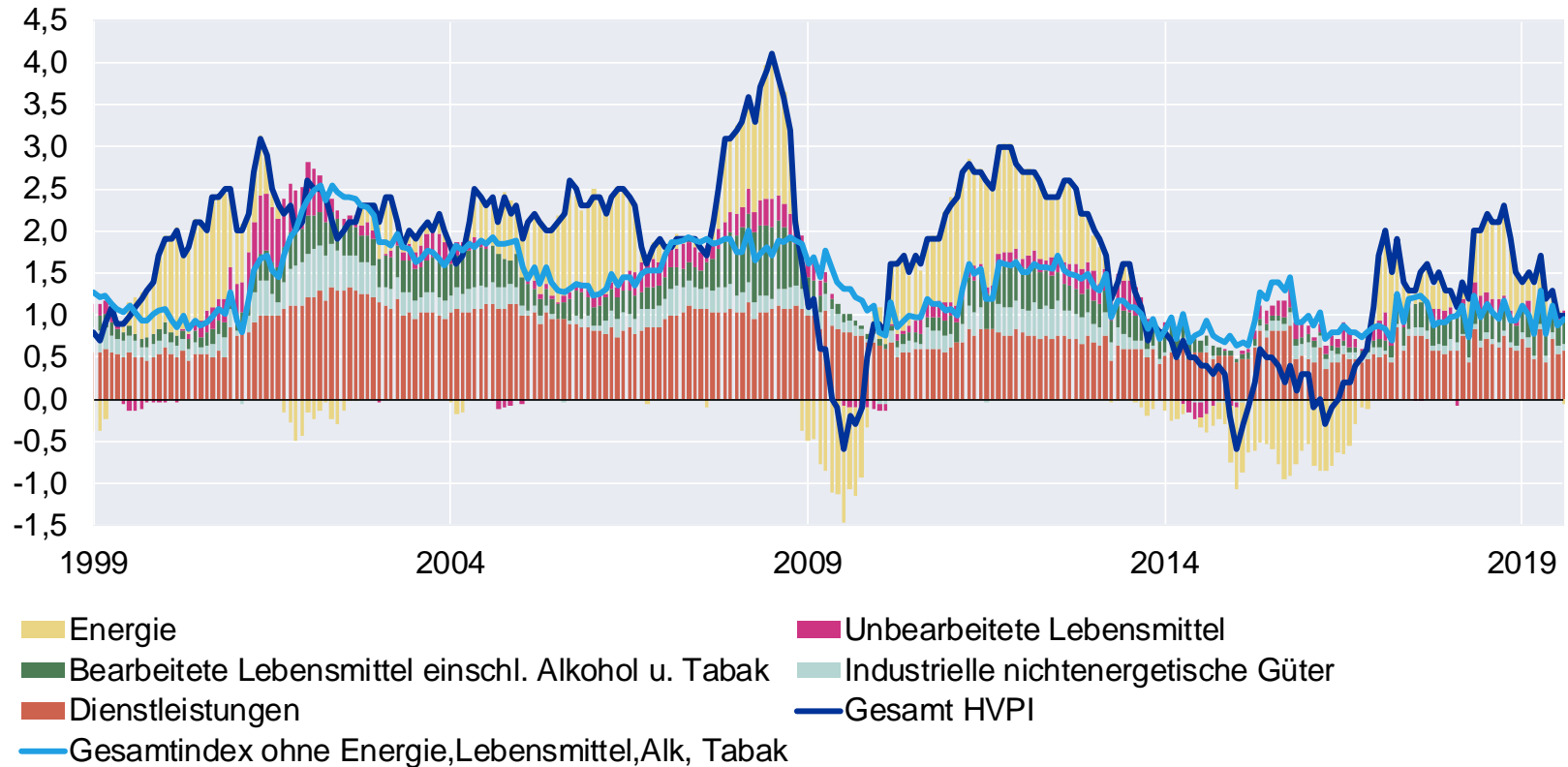


Quelle: Commerzbank-Research

3. Geldpolitik der EZB: Preisstabilitätsdefinition

Komponenten des HVPI

in Prozentpunkten (Linien: in %)



Quelle: Eurostat.

Preisstabilitätsdefinition der EZB

- jährliche HVPI-Inflation
- im Durchschnitt des Euroraums
- mittelfristig
- unter, aber nahe 2%

„Kerninflation“: bereinigt um stark schwankende, von Geldpolitik nicht beeinflussbare Komponenten

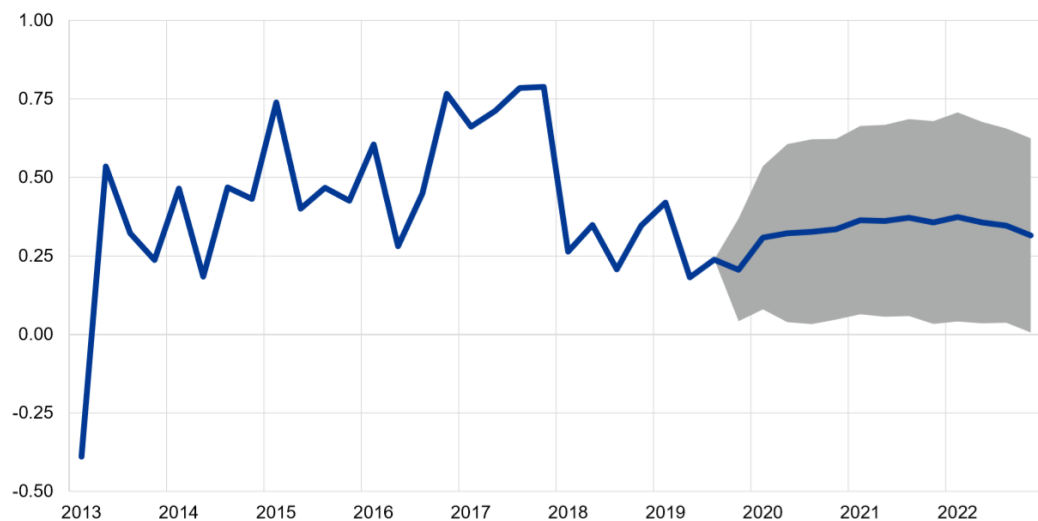
3. Geldpolitik der EZB: Wirtschafts- und Inflationsausblick im Euroraum

Reales BIP: 2020: 1,1%, 2021: 1,4%, 2022: 1,4%

HVPI: 2020: 1,1%, 2021: 1,4%, 2022: 1,6%
HVPI ex: 2020: 1,3%, 2021: 1,4%, 2022: 1,6%

Euro area real GDP

(quarter-on-quarter percentage changes, seasonally and working day-adjusted quarterly data)



Euro area HICP

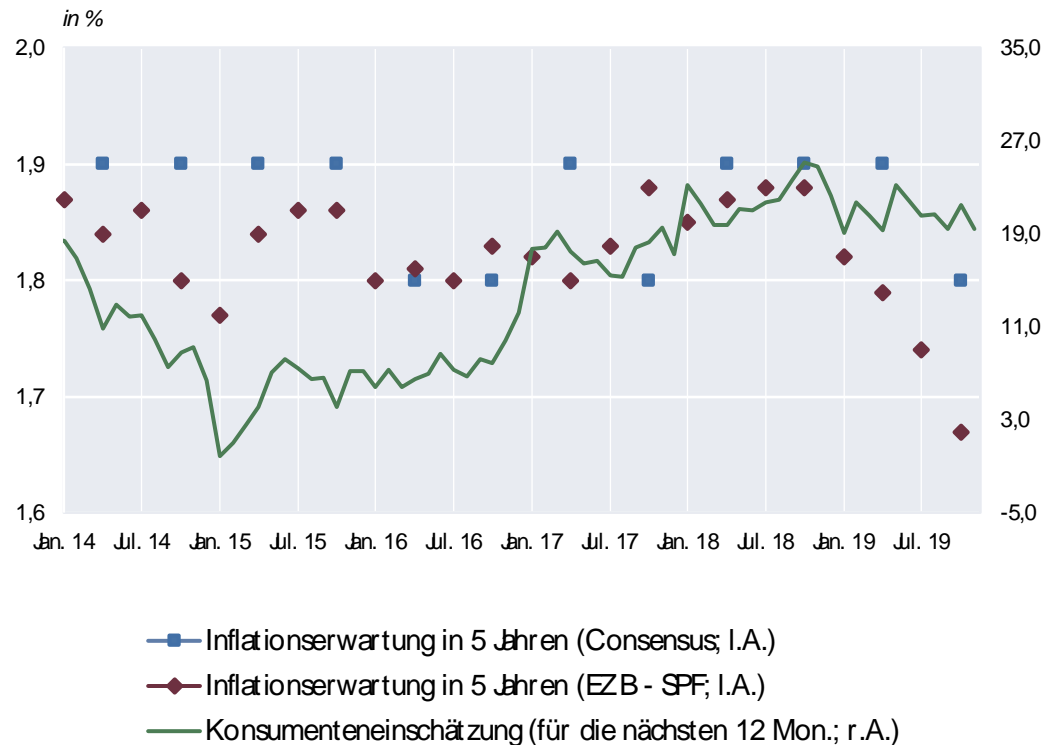
(year-on-year percentage changes)



Quelle: EZB (2019). Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, Dezember 2019 (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201912_eurosystemstaff~c7a91336cb.en.pdf.)

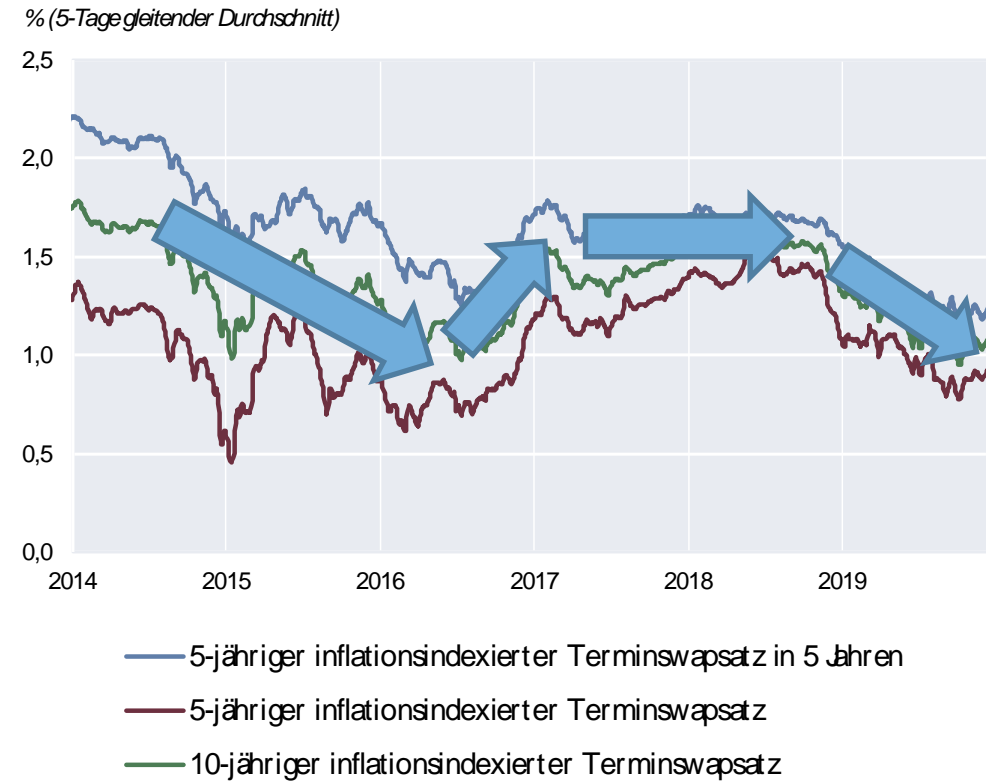
3. Geldpolitik der EZB: Sorge, Inflationserwartungen könnten „entankert“ werden

Umfragebasierte Inflationserwartungen



Quelle: EZB, Europäische Kommission, Consensus Economics Inc.

Finanzmarktbasierete Inflationserwartungen



Quelle: Macrobond.

3. Geldpolitik der EZB: „Einleitenden Bemerkungen“, „Q&A“, „Accounts“

Geldpolitische Sitzungen des EZB-Rats

→ alle 6 Wochen

(2020: 23.1., 12.3., 30.4., 4.6., 16.7.,
10.9., 29.10., 10.12.)

→ Jahresplan auf [EZB-Website](#)

Pressekonferenz Donnerstag 14:30 –

[12. Dezember 2019 Video Stream](#) (11.35)

[Archiv Live Video Streams](#)

[Einleitende Bemerkungen und Transkript der Q&A](#), kurz danach auch [auf Deutsch](#)

Weitere Details 4 Wochen danach in
„[Accounts](#)“

3. Geldpolitik der EZB: 6-Maßnahmenpaket von September 2019



Aktuelle Geldmarktzinsen weiter drücken

- **Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität** um 10 Basispunkte auf -0,50%.
Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert bei 0,00 % bzw. 0,25 %.

Zinserwartungen niedrig halten

- **Forward Guidance:** Die EZB-Leitzinsen werden so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben, bis sich die Inflationsaussichten über den Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2% liegt.

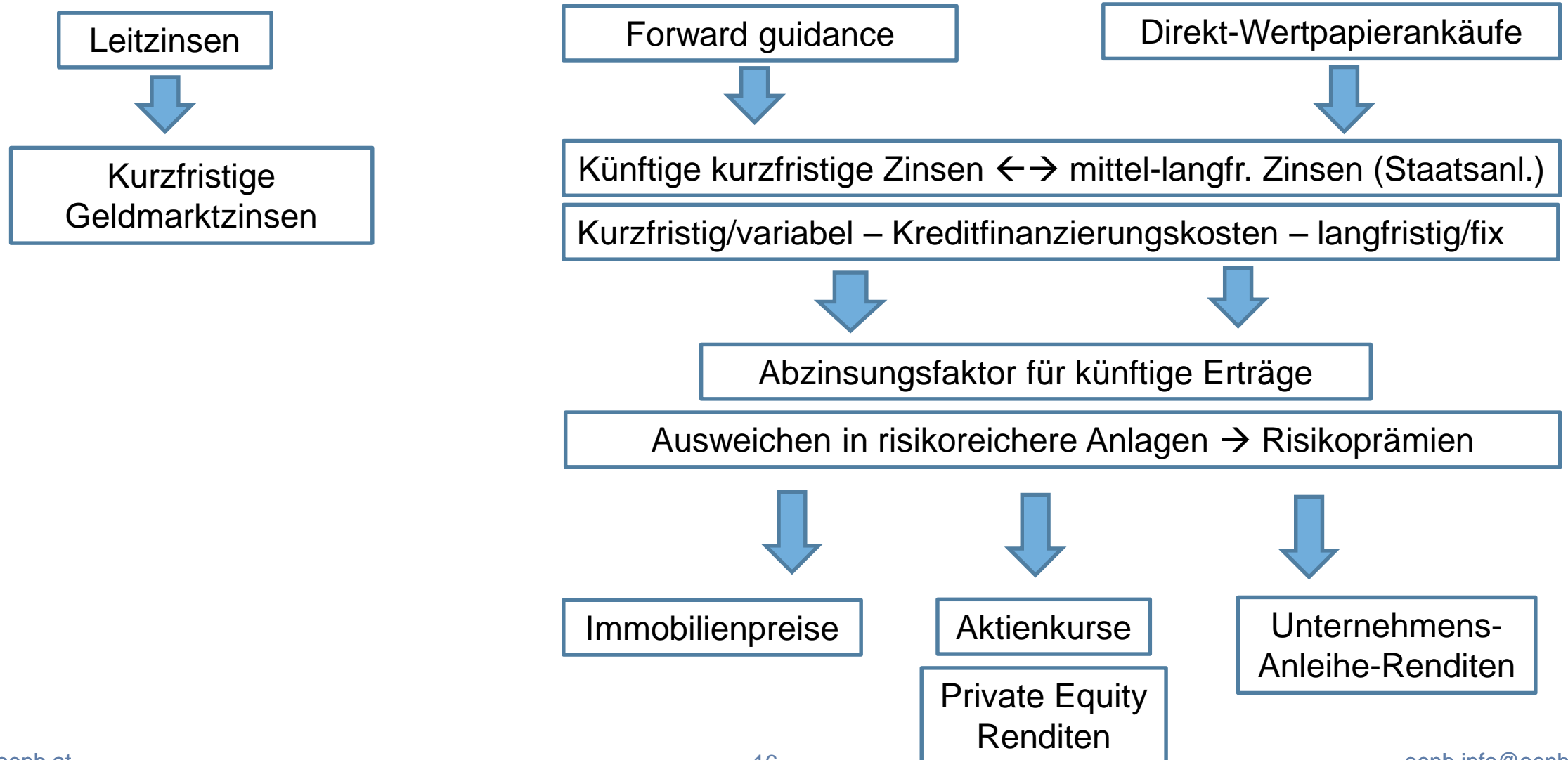
Anleihezinsen über gesamte Zinskurve niedrig halten

- **Wiederaufnahme des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP):** Ab 1. November werden wieder Nettoankäufe in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € stattfinden.
- **Reinvestitionen:** Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere werden für längere Zeit vollumfänglich wieder angelegt.

Bankenrefinanzierung günstig halten, billige Kreditvergabe begünstigen

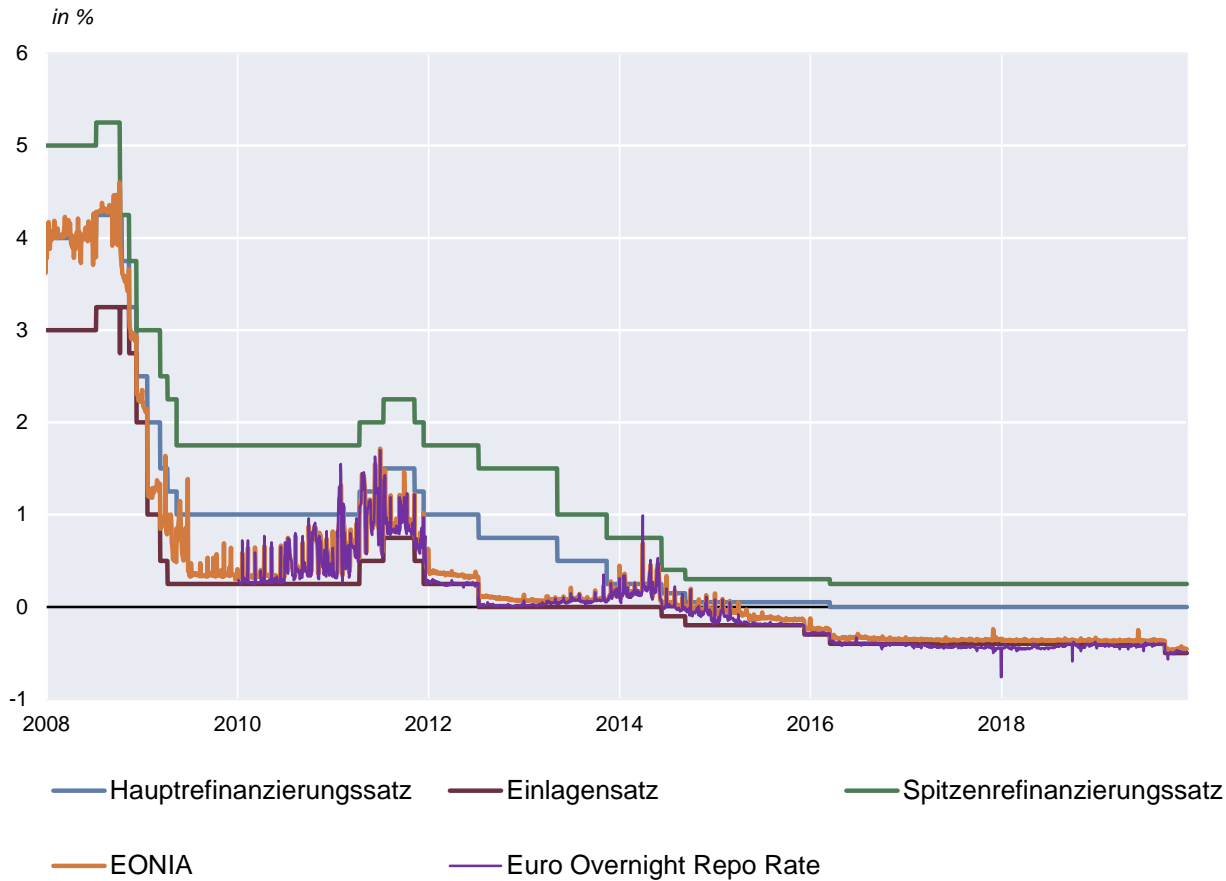
- Änderung der Modalitäten der neuen Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte - **TLTROs**
- **Einführung eines zweistufigen Systems** für die Verzinsung der Reserveguthaben bei dem ein Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagenzinssatz befreit wird: siehe übernächste Folie

4. Übertragung der Geldpolitik: Finanzierungskanäle



5. Finanzierungsbedingungen: Euroraum-Geldmarktzinsen und -erwartungen

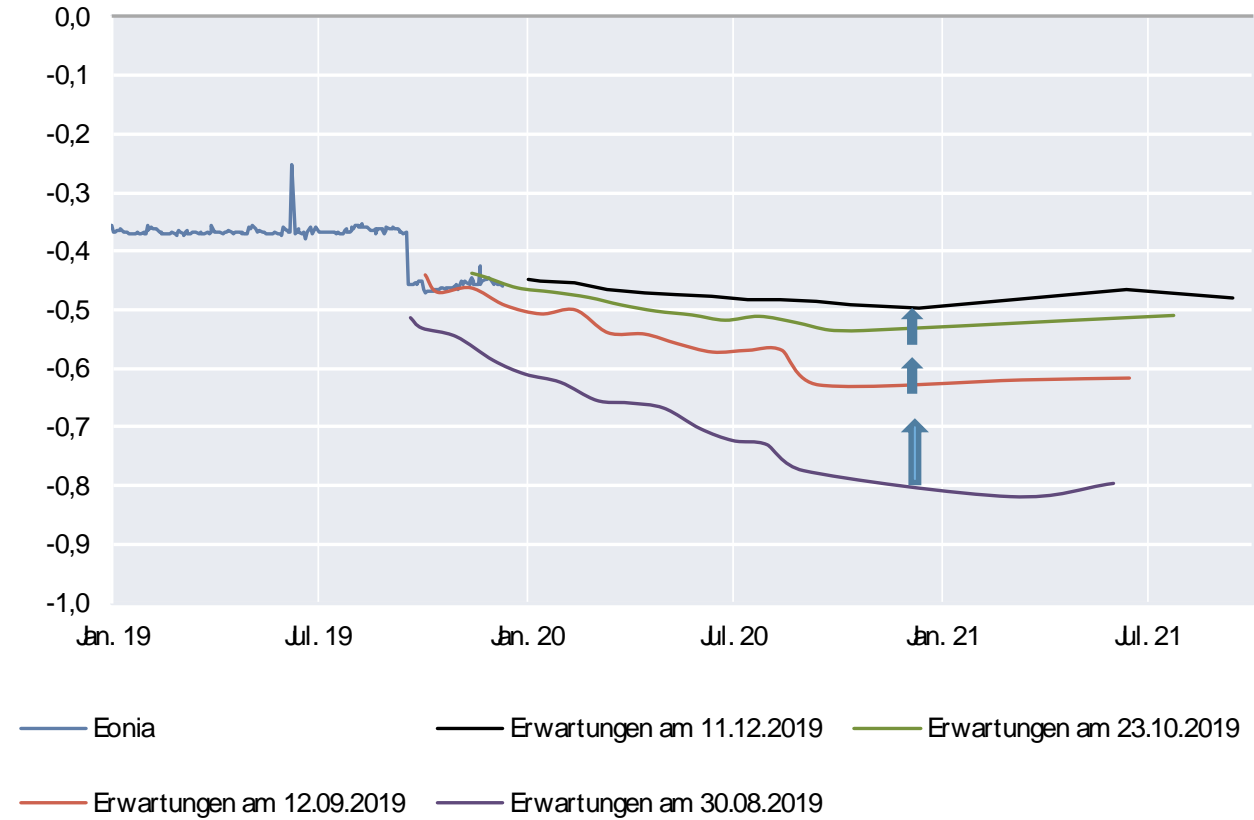
EZB- und Geldmarkt-Zinsen



Quelle: EZB, Macrobond.

Markterwartungen für Tagesgeldsätze

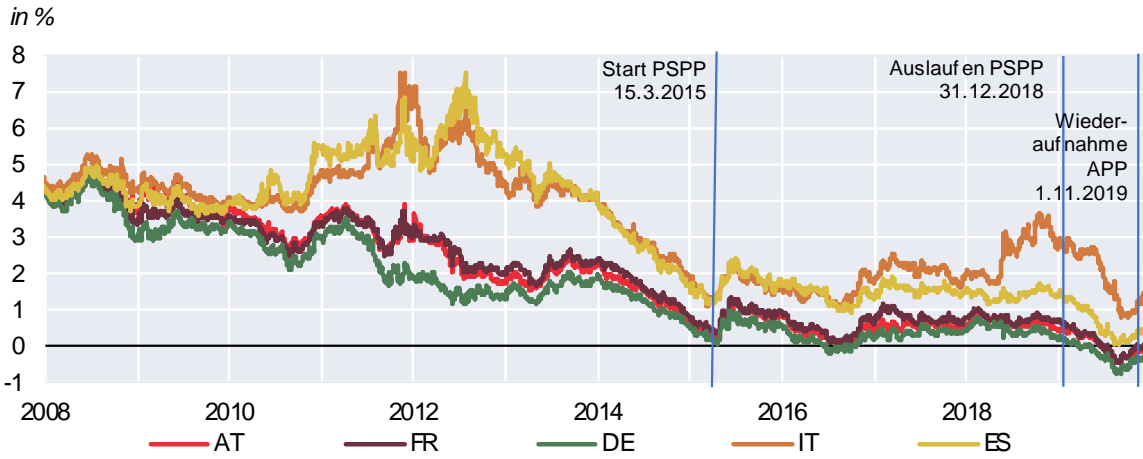
berechnet aus EURO Overnight Index Swaps, in %



Quelle: EZB, Macrobond, eigene Berechnungen.

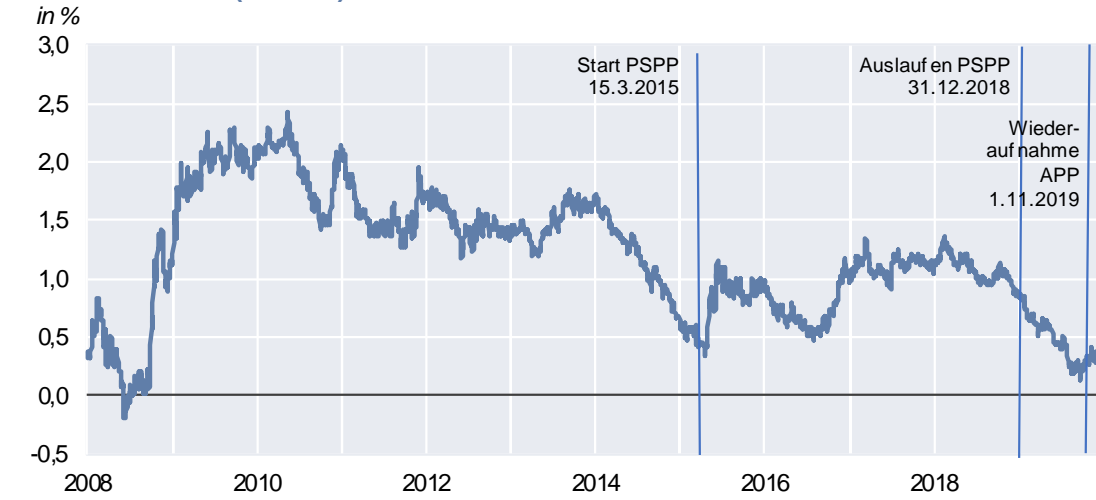
5. Finanzierungsbedingungen in Österreich: Anleiherenditen

Staatsanleihenrenditen (10J) ausgewählter Länder



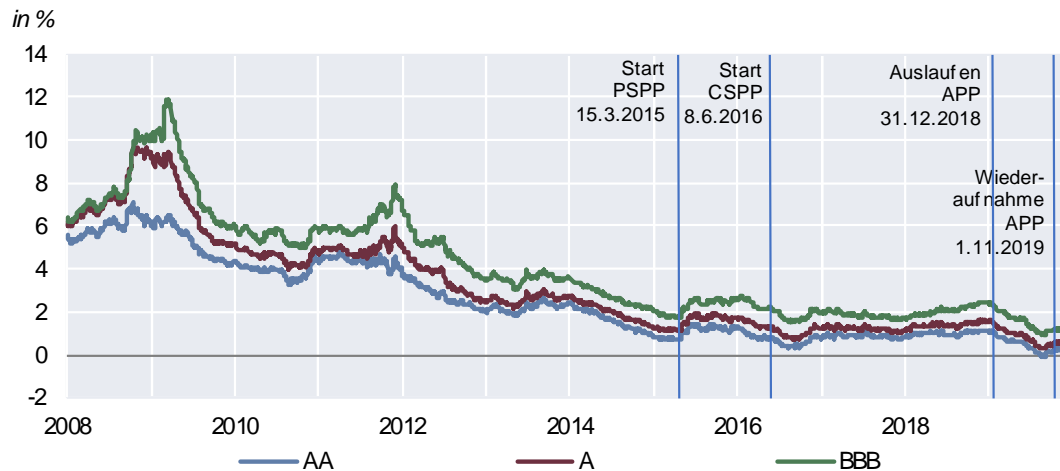
Quelle: Macrobond.

Yield curve DE (10J - 2J)



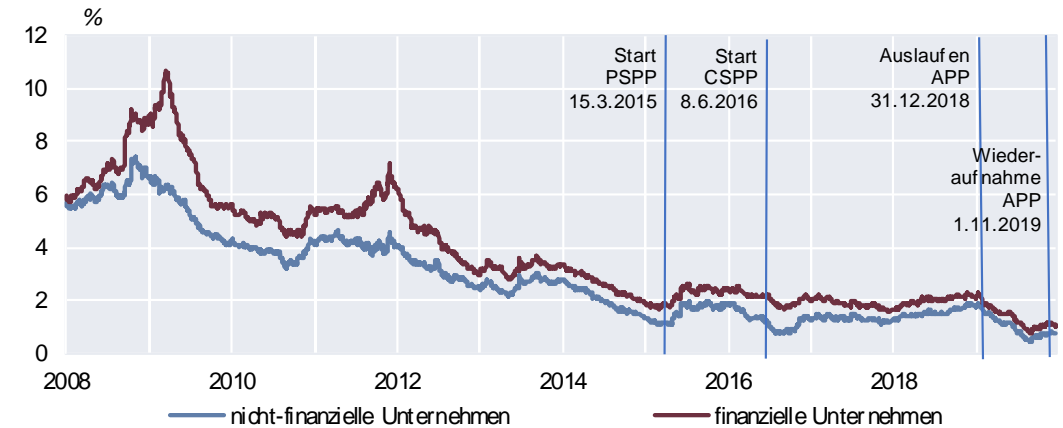
Quelle: Macrobond.

Unternehmensanleihen: Renditen nach Ratingklassen



Quelle: Macrobond.

Renditen für Unternehmensanleihen im Euroraum, 7 - 10 Jahre

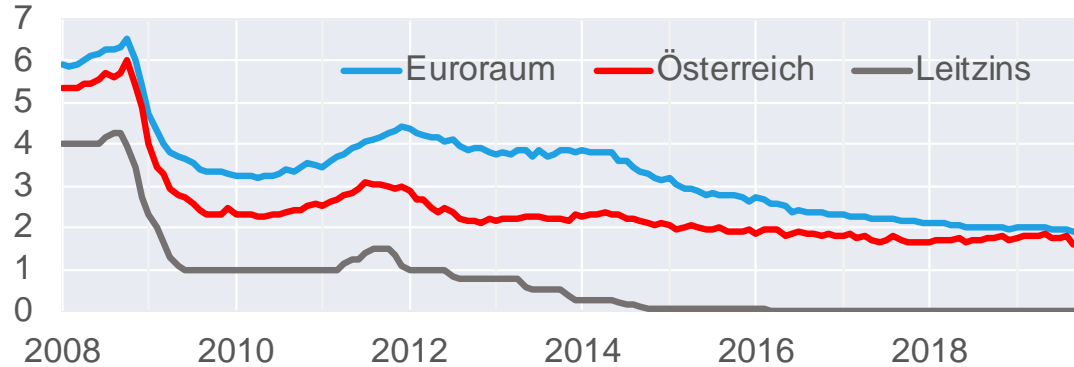


Quelle: Macrobond.

5. Finanzierungsbedingungen in Österreich: Kundenzinsen

Zinssätze für Unternehmenskredite

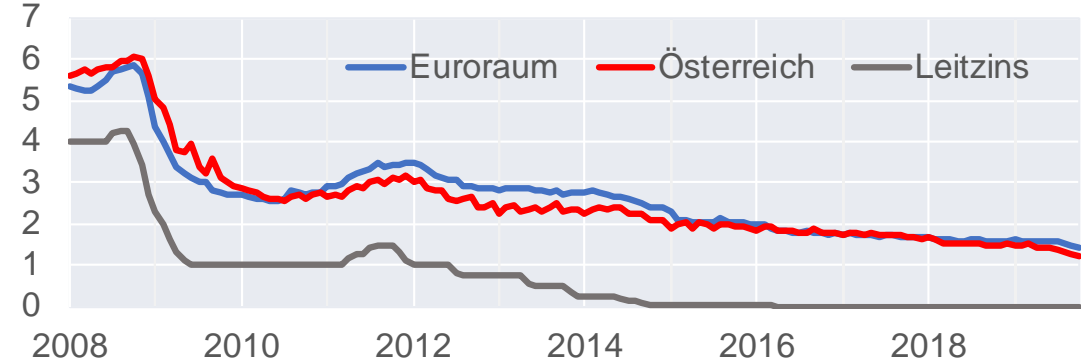
bis 1 Mio EUR, mit Zinsfixierung bis zu 1 Jahr, in %



Quelle: OeNB, EZB.

Zinssätze für Wohnbaukredite an Haushalte

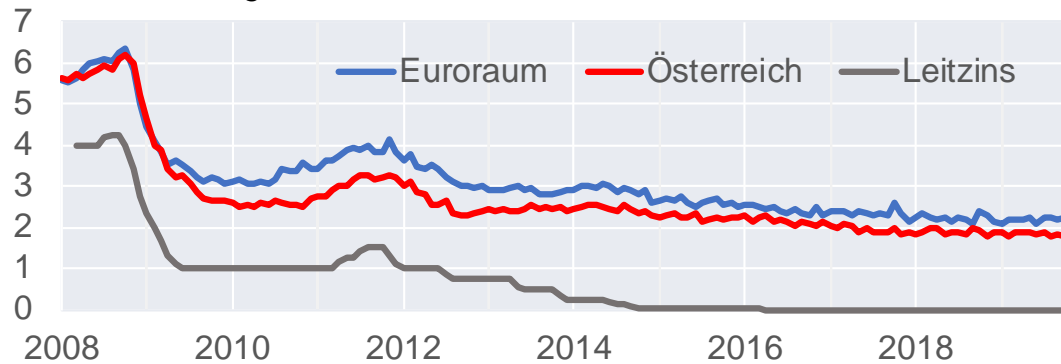
mit Zinsfixierung bis zu 1 Jahr, in %



Quelle: OeNB, EZB.

Zinssätze für sonstige Kredite an Haushalte

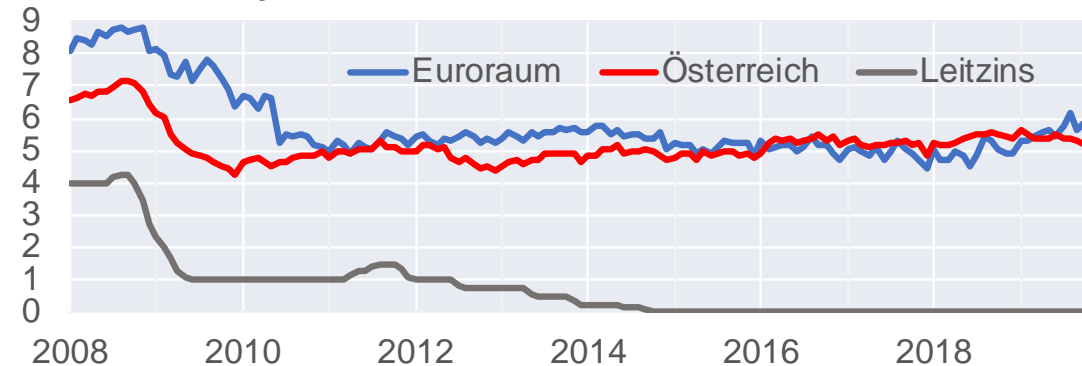
mit Zinsfixierung bis zu 1 Jahr, in %



Quelle: OeNB, EZB.

Zinssätze für Konsumkredite an Haushalte

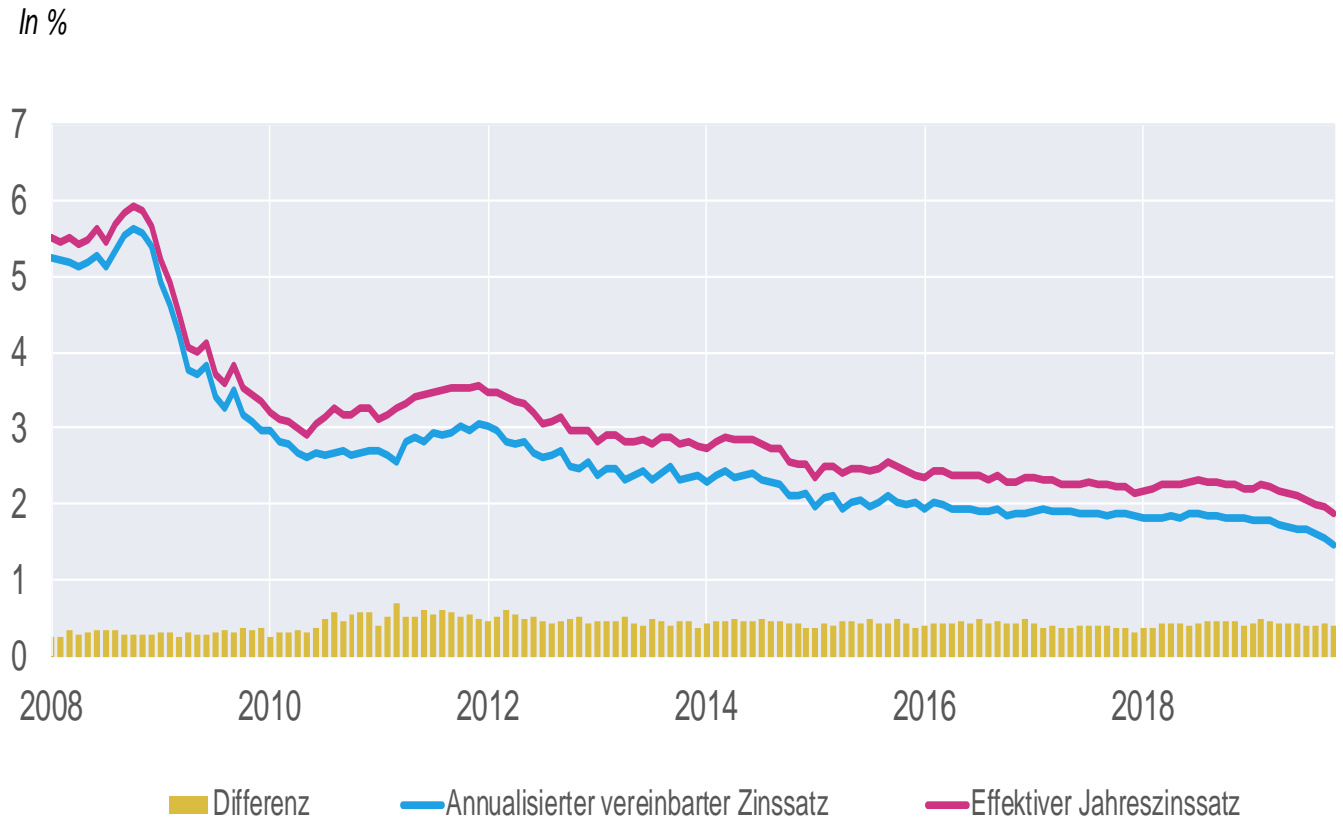
mit Zinsfixierung bis zu 1 Jahr, in %



Quelle: OeNB, EZB.

5. Finanzierungsbedingungen in Österreich: Nebenkosten, effektiver Zins

Zinsen und Nebenkosten für Wohnbaukredite



Quelle: OeNB.

Effektiver Jahreszinssatz

= Gesamtkosten des Kredits für Verbraucher

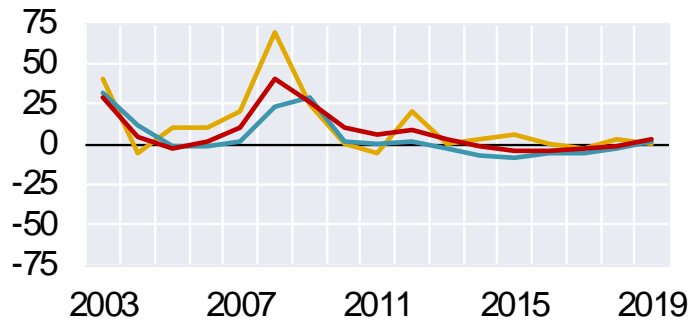
- sämtliche Kosten, einschließlich der Zinsen, Provisionen, Steuern und Kosten jeder Art — ausgenommen Notargebühren —, die der Verbraucher im Zusammenhang mit dem Kreditvertrag zu zahlen hat und die dem Kreditgeber bekannt sind
- Kosten für Nebenleistungen im Zusammenhang mit dem Kreditvertrag, insbesondere Versicherungsprämien, sind ebenfalls enthalten, wenn der Abschluss des Vertrags über diese Nebenleistung eine zusätzliche zwingende Voraussetzung dafür ist, dass der Kredit überhaupt oder nach den vorgesehenen Vertragsbedingungen gewährt wird

5. Finanzierungsbedingungen in Österreich: Kreditkonditionen

Veränderung der Konditionen für Unternehmenskredite

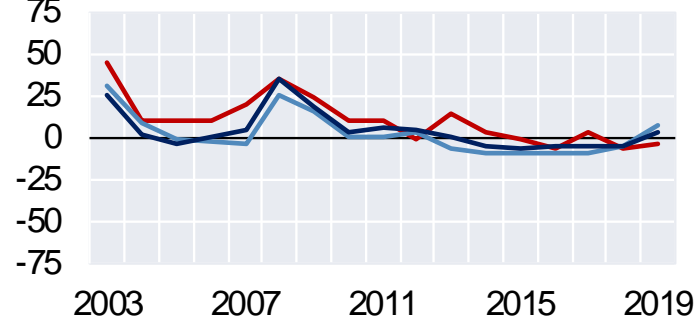
Sicherheitenanforderungen

Saldo der Umfrageergebnisse



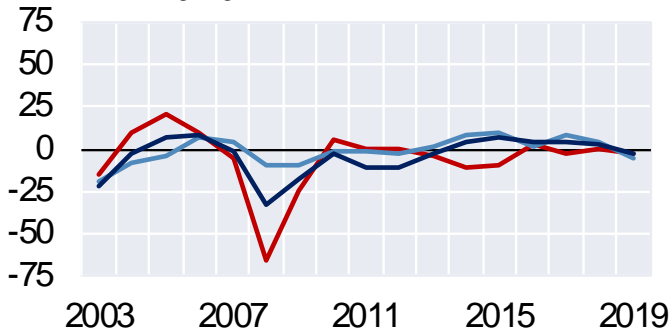
Zusatz- und Nebenvereinbarungen

Saldo der Umfrageergebnisse



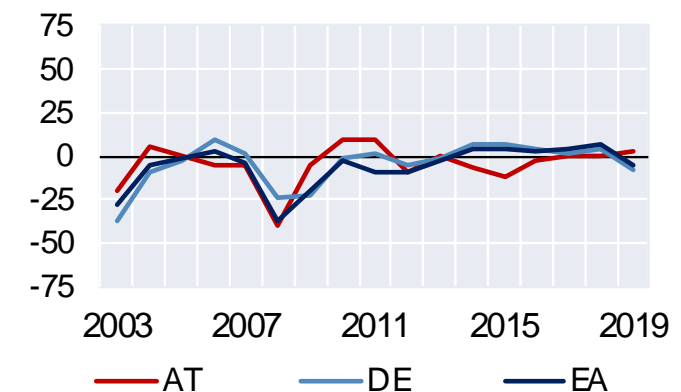
Laufzeit

Saldo der Umfrageergebnisse



Kredithöhe

Saldo der Umfrageergebnisse



Anmerkung: Saldo aus den Antworten Lockerung minus Verschärfung. Jahresdurchschnitte. 2019 bezieht sich auf Q1-Q3.

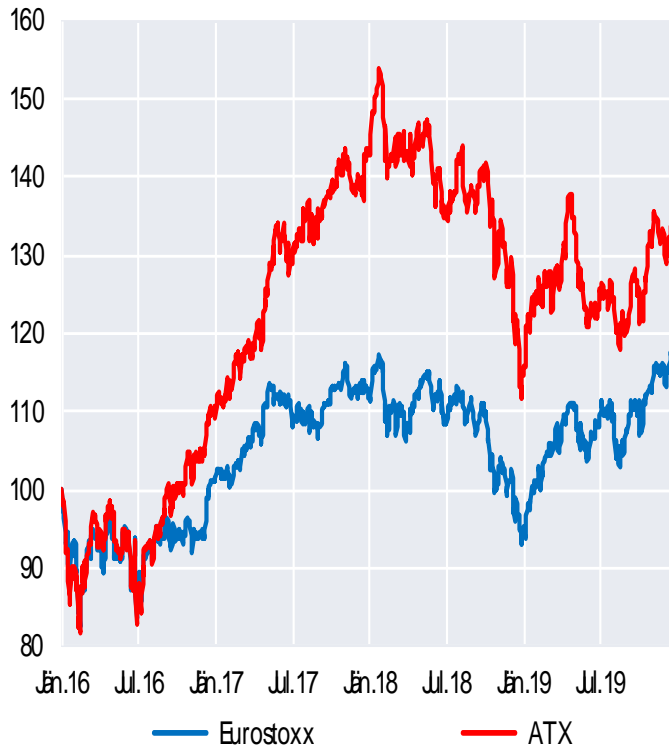
Quelle: EZB

- Verschärfung der nichtpreislichen Kreditkonditionen seit der Krise
 - Besonders ausgeprägt in Bezug auf Sicherheitenanforderungen sowie Zusatz- und Nebenvereinbarungen
 - Auswirkungen auf Kredithöhen und Laufzeiten begrenzt
- Preisliche und nichtpreisliche Faktoren können aber voneinander abhängig sein.
 - Zusatz- und Nebenvereinbarungen verursachen – z. T. erhebliche – Kosten
 - Umgekehrt vermindern strengere Sicherheitenanforderungen und Nebenvereinbarungen das Kreditrisiko, wodurch die Gewährung niedrigerer Zinsen bzw. überhaupt die Vergabe eines Kredits ermöglicht wird.

5. Finanzierungsbedingungen in Österreich: Aktien

Aktienindex: ATX und Eurostoxx

1.1.2016=100



Quelle: Macrobond.

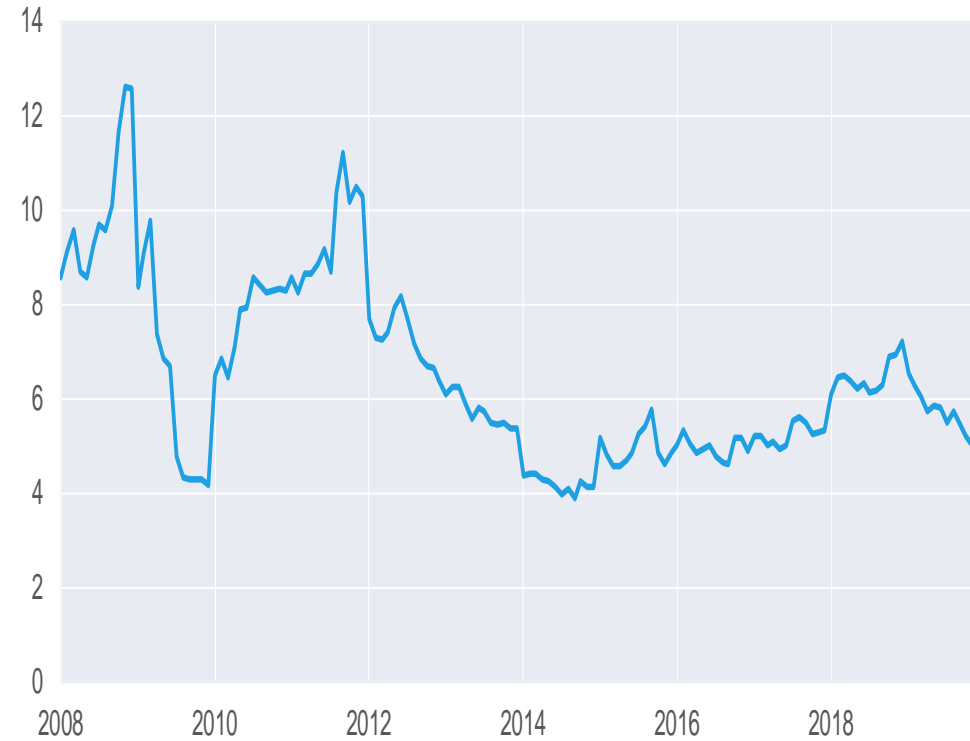
KGV: Eurostoxx



Quelle: Bloomberg.

Gewinnrenditen Aktien

1/KGV



Quelle: Bloomberg.



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

**Danke für Ihre Aufmerksamkeit!
Fragen willkommen!**

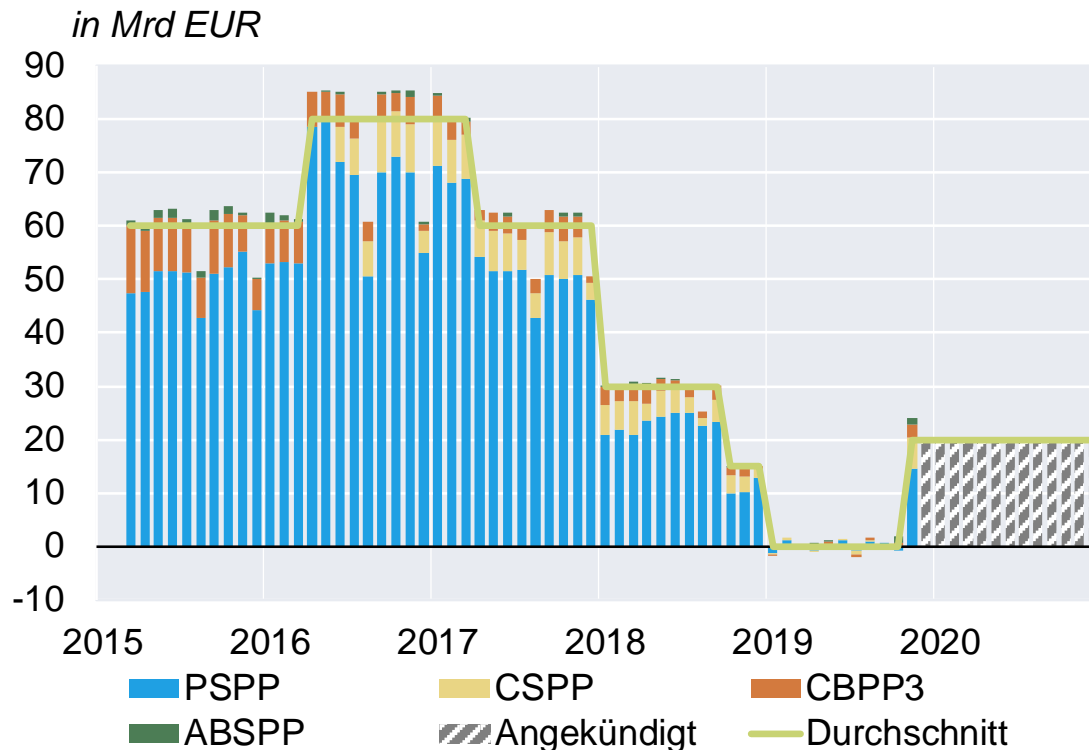
AL Prof. Dr. Ernest Gnan
Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen



Zusatzfolien

Wertpapierankäufe gem EZB-Rat vom September 2019

APP Anleihekaufprogramm - Nettoerwerb

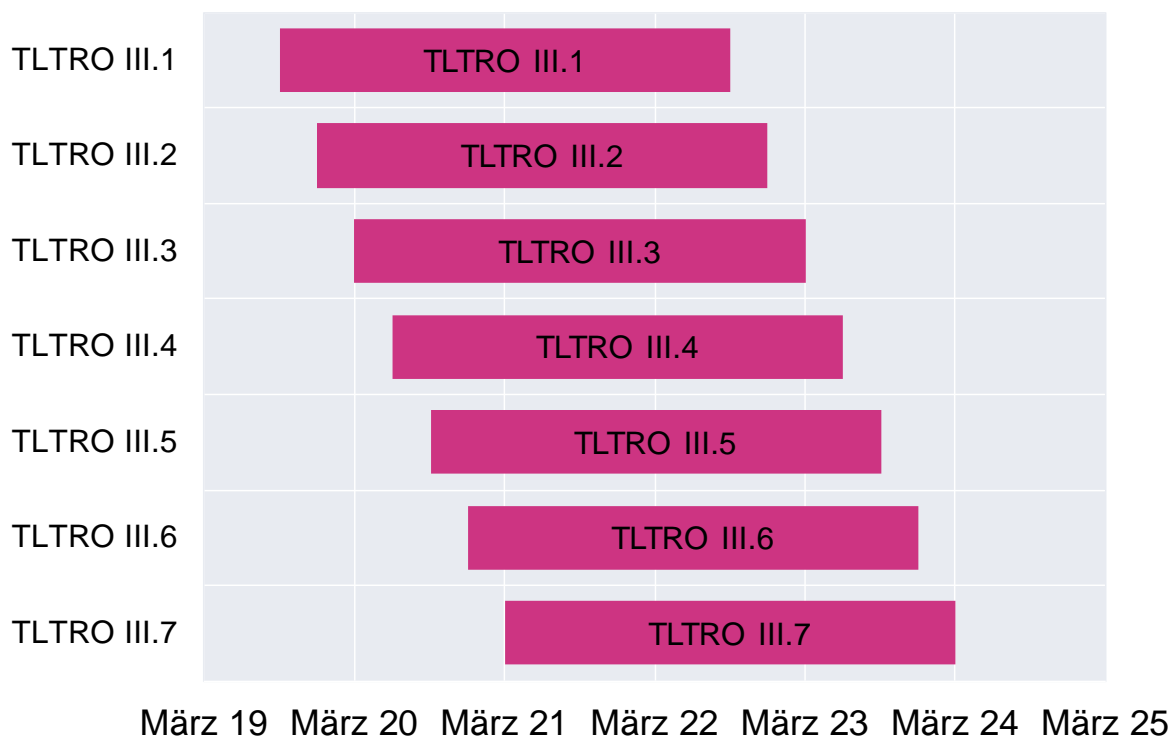


Quelle: EZB.

- Die Nettoankäufe werden **so lange** fortgesetzt, **wie** es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen **erforderlich** ist.
- **Kurz bevor** mit der **Erhöhung der EZB-Leitzinsen** begonnen wird, werden die Nettoankäufe beendet werden.
- Zusätzlich zu den Nettoankäufen wird auch weiterhin das bestehende Portfolio durch **Reinvestitionen** aufrecht erhalten.
- In manchen Monaten des Jahres 2020 werden die Reinvestitionen die Nettoankäufe sogar übersteigen.
- Die Reinvestitionen werden für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem mit der Erhöhung der Leitzinsen begonnen wird, weitergeführt.

TLTRO III

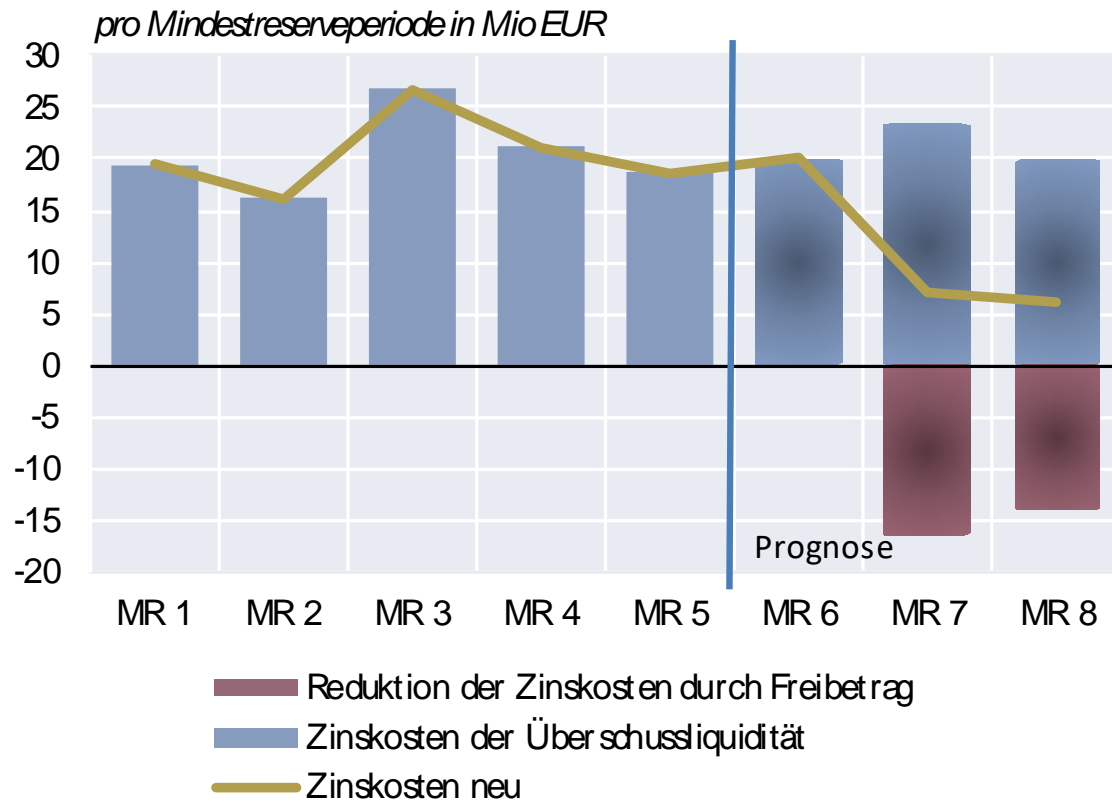
Die Zeitachse der TLTROs III



Quelle: OeNB.

- Von September 2019 bis März 2021 wird jedes Quartal ein neues gezieltes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (TLTRO III) mit einer Laufzeit von jeweils 3 Jahren angeboten.
- Geschäftspartner können im TLTRO III Mittel in Höhe von bis zu 30% des Bestands an anrechenbaren Krediten aufnehmen (abzüglich der Ausleihungen im TLTRO II); pro Geschäft jedoch maximal 10%.
- Der Zinssatz orientiert sich über die Laufzeit der einzelnen Geschäfte an den geldpolitischen Leitzinsen (Indexierung):
 Maximal: Zinssatz im HRG
 Minimal: Zinssatz in der ELF (abhängig von der Kreditvergabe der jeweiligen Bank)
- Vorzeitige Rückzahlungen sind nach 2 Jahren Laufzeit möglich.

Zinskosten für Überschussliquidität in Österreich 2019



Quelle: OeNB.

Notiz: Die Prognose schreibt die MR-Periode 5 fort.

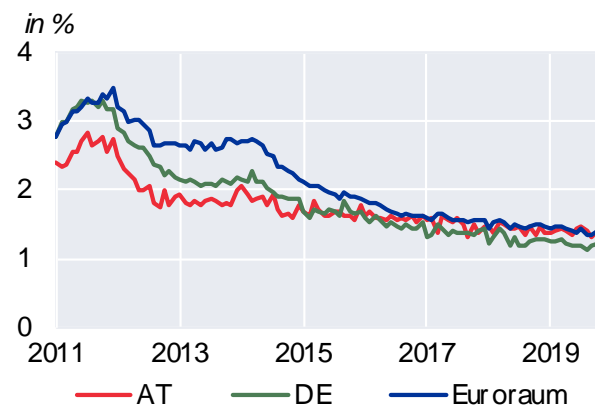
- Ab der 7. Mindestreserveperiode (ab 30.10.2019) wird ein Freibetrag im Ausmaß des 6-fachen Mindestreserveverfordernisses von der Überschussliquidität, die bei der OeNB gehalten wird, abgezogen.
- D.h., dieser Betrag wird von der negativen Verzinsung zum geltenden Einlagezinssatz befreit und somit mit 0% verzinst.
- Das neue System gilt nur für auf Girokonten gehaltene Überschussliquidität, nicht jedoch für im Rahmen der Einlagefazilität gehaltene Liquiditätsbestände.
- Dieser Beschluss soll die bankbasierte Transmission der Geldpolitik unterstützen.

(Anmerkung: Die Länge der Mindestreserveperioden schwankt zwischen 35 und 56 Tagen.)

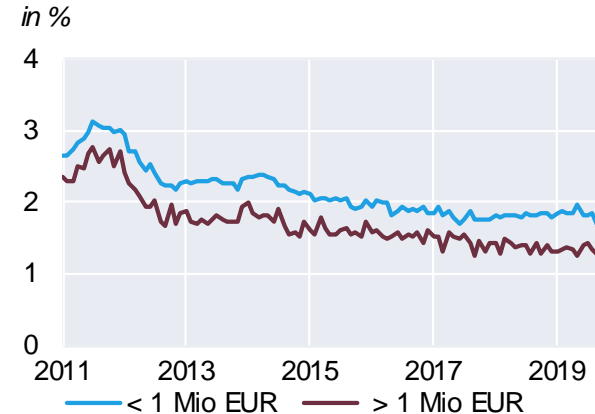
Österreich: Kundenzinssätze - Neugeschäft im Vergleich mit Euroraum und Deutschland

Kreditzinssätze für nichtfinanzielle Unternehmen

Österreich, Deutschland und Euroraum



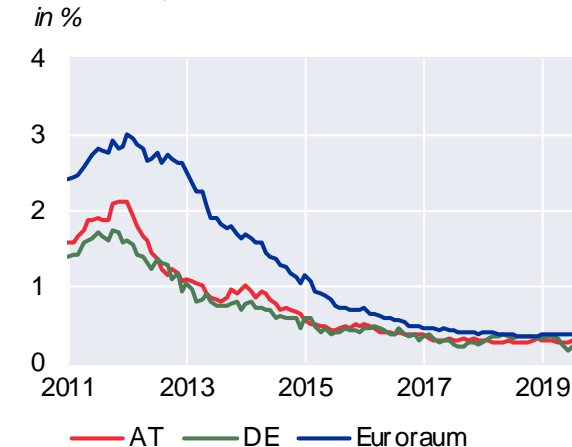
Nach Kredithöhe in Österreich



Einlagenzinssätze mit Bindungsfrist für private Haushalte



Österreich, Deutschland und Euroraum

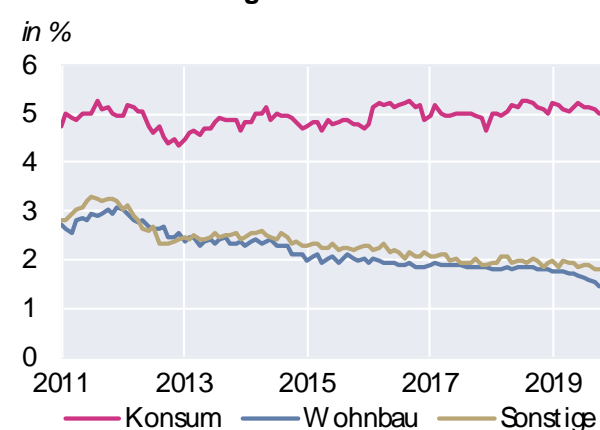


Kreditzinssätze für private Haushalte

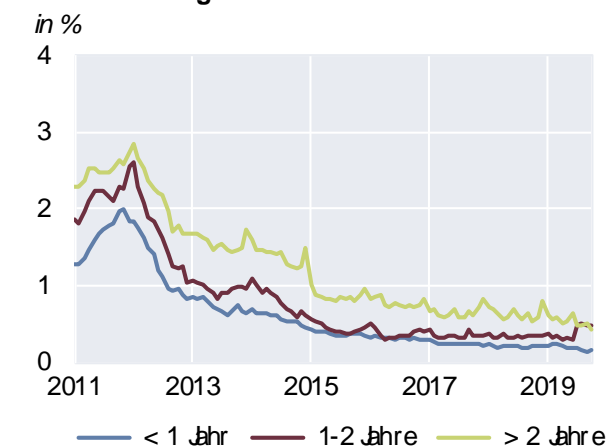
Österreich, Deutschland und Euroraum



Nach Verwendungszweck in Österreich



Nach Bindungsfrist in Österreich



Quelle: OeNB, EZB