

Die Rolle der Anleihe am österreichischen Finanzmarkt

Finanzierungs- und Veranlagungsgeschehen im internationalen Vergleich

Andrea Fenzal,
Matthias Fuchs,
Bianca Ullly¹

Kapitalmarktinstrumente stehen innerhalb des österreichischen Finanzwesens traditionell in hartem Wettbewerb zum dominierenden Einlagen- und Kreditgeschäft. Dennoch stellen Anleihen vor allem für den Staat und die österreichischen Banken ein wichtiges Finanzierungsinstrument dar. Die jüngste Wirtschafts-, Finanz- und Fiskalkrise hat deren Emissionsgeschäft im Hinblick auf das Nachfrageverhalten der Anleger sowie die Finanzierungskonditionen deutlich beeinflusst. Österreichische Staatsanleihen blieben ungeachtet des Verlusts der höchsten Bonitätsbewertung international ein sicherer und attraktiver Hafen. Heimische Banken passten ihr Finanzierungsmodell hingegen an das stark veränderte Wirtschaftsumfeld der vergangenen Jahre an.

1 Anleihefinanzierung in Österreich vergleichsweise stark ausgeprägt

Trotz der historisch stark etablierten Kreditorientierung des österreichischen Finanzwesens, das sich vor allem über Einlagen finanziert, spielen auch Instrumente des Kapitalmarkts – insbesondere Anleihen – in der Veranlagung wie auch in der Finanzierung der österreichischen Volkswirtschaft eine wichtige Rolle. Rund 384 Mrd EUR waren Ende 2016 in langfristigen verzinslichen Wertpapieren veranlagt; die entsprechenden Verpflichtungen beliefen sich auf 505 Mrd EUR.² Der Großteil dieser Volumina liegt – gemäß der Position Österreichs als kleine, stark vernetzte Volkswirtschaft – im Ausland. Deutsche Investoren sind mit rund einem Fünftel des im Ausland platzierten Volumens die größte Gläubigergruppe, gefolgt von jenen Frankreichs (15 %) und der Niederlande (10 %).³ Österreichs Anleiheverpflichtungen liegen damit fest in europäischer Hand. Nennenswerte Anteile

außerhalb Europas sind nur in Japan sowie in den USA (jeweils rund 2 %) zu finden.

Im europäischen Vergleich wird deutlich, dass Anleihen gegenüber anderen Finanzierungsinstrumenten in Österreich eine relativ wichtige Rolle spielen (Grafik 1). Auf Basis nicht konsolidierter Daten⁴ liegt deren Anteil bei 18 % aller Finanzverpflichtungen. Innerhalb Europas ist dies der zweithöchste Wert, nur in Italien ist die Anleihefinanzierung noch wichtiger (23 %). Dagegen liegen börsennotierte Aktien als Finanzierungsinstrument mit 3 % der Gesamtverpflichtungen deutlich unterhalb des EU-Durchschnitts (6 %). Hier kommt vor allem die kreditdominierte klein- und mittelbetriebliche Unternehmensstruktur Österreichs zum Ausdruck. Das kulturell bedingt geringe Interesse österreichischer Anleger an Aktien ist für die Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen ebenfalls nicht förderlich. Börsennotierte Aktien erreichen in skandinavischen Ländern einen Finanzierungs-

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken. andrea.fenzal@oebn.at, matthias.fuchs@oebn.at, bianca.ully@oebn.at

² Quelle: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, OeNB.

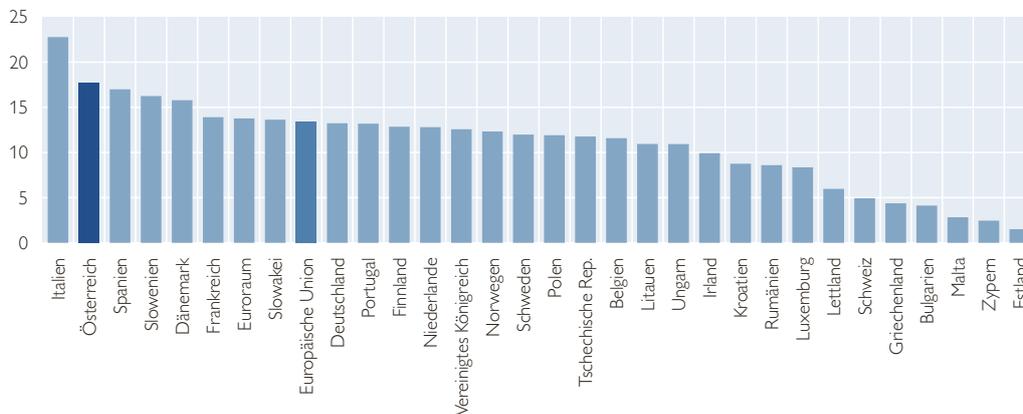
³ Quelle: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) des IWF Ende 2015. SHSS des ESZB.

⁴ Quelle: Eurostat, New Cronos. OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

Grafik 1

Die Anleihefinanzierung spielt in Österreich eine vergleichsweise wichtige Rolle

Anteil an den unkonsolidierten Finanzverpflichtungen in %



Quelle: Eurostat.

anteil von rund 10%, in Deutschland, Frankreich und dem Vereinigten Königreich immerhin 7%.

2 Staat und Banken sind Österreichs wichtigste Anleiheemittenten

2.1 Finanzkrise beeinflusst das Finanzierungsmodell der Banken deutlich

Österreichs Banken⁵ deckten Ende 2016 rund ein Fünftel ihres Finanzierungsbedarfs mit langfristigen Schuldverschreibungen. Diese sind also ein wesentlicher Finanzierungskanal für heimische Banken, selbst wenn deren Bedeutung in der letzten Dekade infolge verschiedener angebots- wie auch nachfrageseitiger Faktoren stetig abnahm. Im Umfeld der Wirtschafts-, Finanz- und Fiskalkrise ab 2007 verfolgten österreichische wie auch internationale Banken einen deutlichen Konsolidierungskurs, beschränkten sich auf ihr Kerngeschäft und verkürzten ihre Bilanzen. Demzufolge sank auch ihr Finanzierungsbedarf. Gleichzeitig

traten neue Regulierungsvorgaben in Kraft, die eine Erhöhung des Eigenkapitalanteils verlangten. Darüber hinaus sorgte die expansive Geldpolitik der EZB für günstige Refinanzierungsmöglichkeiten und machte das Instrument der Anleihefinanzierung aus Sicht der Banken vergleichsweise teuer und damit unattraktiv. Am Höhepunkt der Finanzkrise brach das Emissionsvolumen der österreichischen Banken – im Gleichklang mit dem internationalen Trend – massiv ein und zeigte sich auch seither deutlich rückläufig (Grafik 2). Diese Entwicklung ist nicht nur mit dem geringeren Angebot der Banken, sondern auch durch die im international höchst unsicheren Kapitalmarktumfeld geringere Nachfrage der zumeist internationalen Käufer zu erklären, die ihre Veranlagung insgesamt zurücknahmen und ihr Engagement häufig auf den Heimmarkt konzentrierten (Home Bias⁶).

Der Abverkauf österreichischer Bankanleihen setzte per saldo im Jahr 2009 ein, hielt bis heute an und sum-

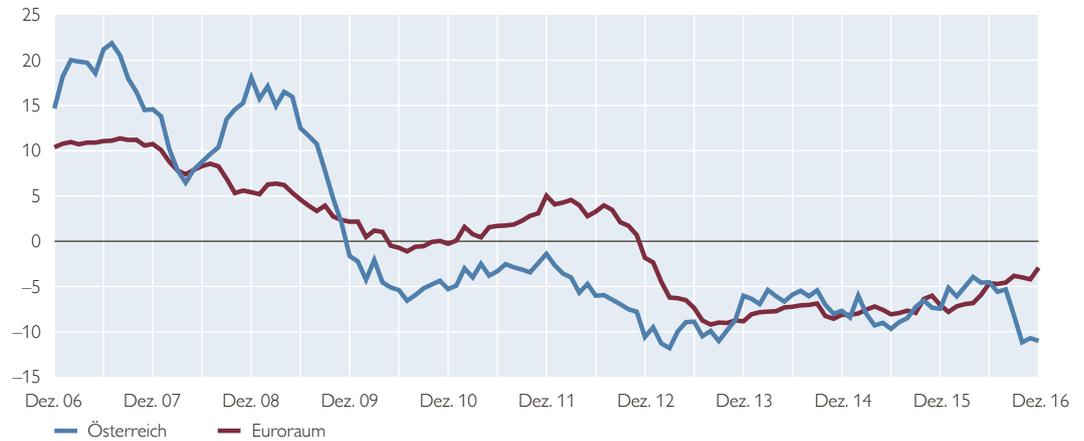
⁵ Entspricht dem ESVG 2010-Sektor 122 (Kreditinstitute).

⁶ In der ökonomischen Verhaltensforschung empirisch belegte Neigung von Investoren, den Kapitalmarkt im eigenen Land ungeachtet einer potenziell höheren Rendite zu bevorzugen.

Grafik 2

Österreichs Bankanleihen werden seit der Finanzkrise abgestoßen

Jahreswachstumsraten des Umlaufvolumens von Bankanleihen in %



Quelle: EZB.

mierte sich bislang auf 108 Mrd EUR. Unmittelbar vor Ausbruch der Krise (2007 und 2008) waren Bankanleihen von in- und ausländischen Investoren dagegen netto noch in erheblichem Umfang zugekauft worden.

Der relativ hohe Stellenwert der Anleihefinanzierung für Österreichs Banken wird im Vergleich mit den übrigen Ländern des Euroraums sichtbar

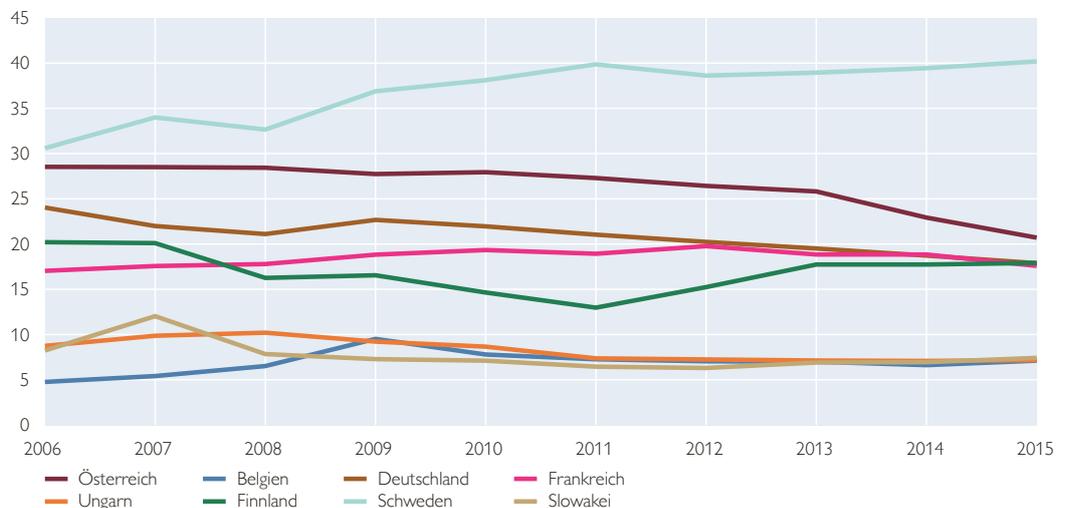
(Grafik 3). In Deutschland und Frankreich hat dieses Instrument relativ zu anderen Finanzierungsformen merklich geringere Bedeutung. Aber auch in ökonomisch vergleichbaren, kleinen offenen Volkswirtschaften wie Finnland oder Belgien trifft diese Beobachtung zu.

Schuldverschreibungen dienen den Banken überwiegend für langfristige

Grafik 3

Österreichs Banken setzen auf Anleihefinanzierung

Anteil der Anleiheverpflichtungen an den gesamten Verpflichtungen der Banken in %



Quelle: Eurostat.

Finanzierung: 40% der Anleihen weisen eine Restlaufzeit von 1 bis 5 Jahren auf, weitere 40% laufen in mehr als 5 Jahren aus. Besonders hoch ist naturgemäß die langfristige Verschuldung gegenüber institutionellen Anlegern wie Pensionskassen, Versicherungen und Investmentfonds. Etwa 90% des gesamten Volumens entfallen auf langfristige Papiere.

Ausländische Gläubiger hielten Ende 2016 mit rund 84 Mrd EUR den überwiegenden Anteil (57%) an österreichischen Bankanleihen. Heimische private Haushalte (14%) sowie österreichische Banken (12%) sind im Inland die wichtigsten Gläubigergruppen.

Neben den Banken finanzieren sich auch Versicherungen, Pensionskassen und Investmentfonds (sonstiger Finanzsektor), die Ende 2016 rund 16 Mrd EUR an Anleiheverpflichtungen aufwiesen, in erheblichem Maß im Ausland; etwa die Hälfte dieses Volumens ist international platziert. Im Inland entfallen knapp 30% auf private Haushalte und je 10% auf Versicherungen und Banken.

2.2 Österreichische Staatsanleihen genießen internationales Renommee

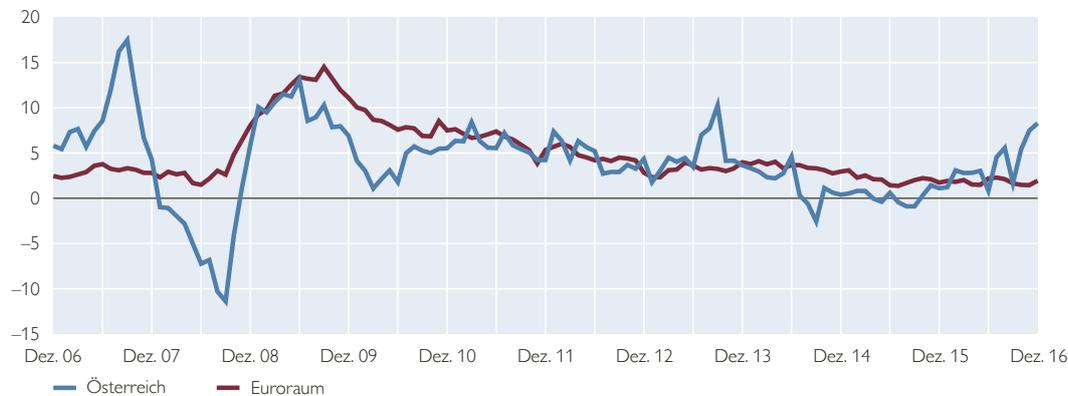
Schuldverschreibungen der Republik Österreich zählen seit Langem zu den weltweit sichersten und daher beliebtesten Anlageprodukten. Der Verlust der höchsten Bonitätsbewertung⁷ durch die wichtigsten Ratingagenturen – den nicht nur Österreich, sondern auch zahlreiche andere renommierte Emittenten von Staatsanleihen im Verlauf der Finanzkrise hinnehmen mussten – schmälerte die internationale Nachfrage kaum. Im Gegenteil, Investoren akzeptierten im schwierigen Anlageumfeld der vergangenen Jahre beim Kauf österreichischer Anleihen sogar negative Renditen und signalisierten damit ihre eindeutige Präferenz für Anlagesicherheit. Deren Umlaufvolumen stieg somit seit 2006 – mit wenigen Ausnahmen, insbesondere im Jahr 2008 – durchgehend an (Grafik 4).

Allerdings änderte sich das Bild ab 2015 insofern, als die Oesterreichische Nationalbank im Rahmen des EZB-Ankaufprogramms, das den Erwerb von

Grafik 4

Österreichs Staatsanleihen sind bei Anlegern gefragt

Jahreswachstumsrate des Umlaufvolumens von Staatsanleihen in %



Quelle: EZB.

⁷ Standard & Poors entzog Österreich die beste Bonitätsbewertung im Jänner 2012, Fitch folgte im Februar 2015, Moody's im Juni 2016.

Staatsanleihen durch nationale Zentralbanken vorsieht, verstärkt als Käufer österreichischer Anleihen in Erscheinung und damit teilweise an die Stelle privater Investoren trat.

Ende 2016 befanden sich 67% der staatlich emittierten langfristigen Schuldverschreibungen im Ausland, das entspricht rund 208 Mrd EUR. Ende 2008 hatte der Auslandsanteil sogar 80% betragen. Im Inland sind Kreditinstitute eine wichtige Gläubigergruppe. Sie haben seit 2008 ebenfalls inländische Staatsanleihen zugekauft und halten nun 11% des Gesamtbestands.

Der Umlauf österreichischer Anleihen im Euroraum entspricht mit 3% des gesamten Umlaufvolumens der Mitgliedstaaten jenem Anteil, der seine Wirtschaftsleistung repräsentiert. Andere Länder zeigen in diesem Vergleich teilweise deutliche Abweichungen. Deutschland steht für ein Drittel der Wirtschaftsleistung des Euroraums, deutsche Anleihen erreichen jedoch nur ein Fünftel des gesamten Umlaufs im Euroraum. Dementgegen repräsentiert Italien zwar nur 16% des gemeinsamen BIP, der Anleiheumlauf erreicht jedoch 24%. Auch französische und spanische Anleihen sind im Verhältnis zu ihrem ökonomischen Gewicht im Euroraum etwas überrepräsentiert, die Niederlande sind dagegen unterdurchschnittlich vertreten.

3 Anleihen als Anlageinstrument

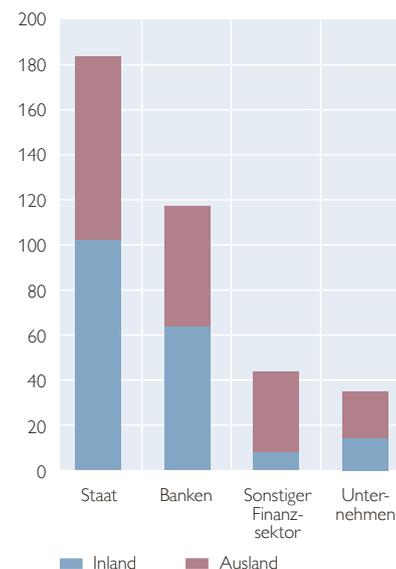
Österreichische Anleger halten rund 380 Mrd EUR an Anleihen, die je zur Hälfte von in- und ausländischen Emittenten begeben wurden (Grafik 5). Staatsanleihen nehmen mit knapp der Hälfte dieses Volumens (184 Mrd EUR) den größten Anteil ein, wobei heimische Staatsschuldverschreibungen (27%) gegenüber Auslandstiteln (21%) etwas stärker gewichtet sind. Anleihen öster-

reichischer und internationaler Banken summieren sich in den Portefeuilles der Anleger auf insgesamt 117 Mrd EUR, ebenfalls etwas zugunsten inländischer Titel. Mit deutlichem Abstand folgen Schuldverschreibungen des sonstigen Finanzsektors (Pensionskassen, Versicherungen, Investmentfonds, Sonstige Finanzinstitute) sowie jene von nicht-finanziellen Unternehmen. In beiden Fällen dominiert der Auslandsanteil.

Grafik 5

Sicherheit zuerst – österreichische Investoren kaufen vor allem Staatsanleihen

Österreichs Vermögen aus in- und ausländischen Anleihen nach Emissionssektor in Mrd EUR



Quelle: EZB.

Österreichs Auslandsforderungen aus Anleihen konzentrieren sich auf etwa zehn wichtige Anleihemärkte, die abgesehen von dem der USA alle in Europa liegen und mit 136 Mrd EUR mehr als 70% des gesamten Anlagevolumens in diesem Segment abdecken. Deutschland ist – wie auch in den meisten übrigen Außenwirtschaftsbeziehungen – Österreichs wichtigste Zielregion für internationale Anleihekäufe.

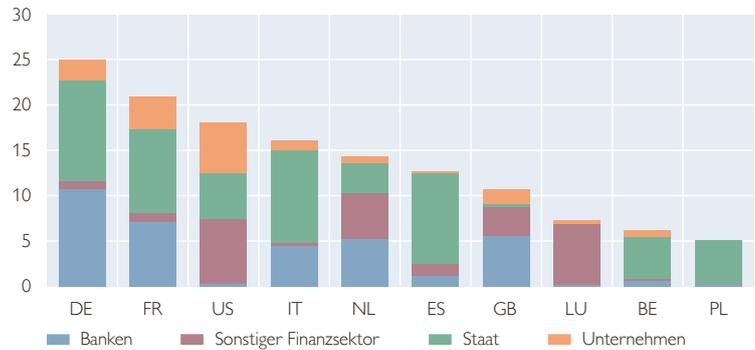
Rund 25 Mrd EUR sind in diese Papiere investiert. Mit deutlichem Abstand folgen Frankreich, die USA, die Niederlande und Spanien. Österreichs Haushaltssektor hält mit knapp 2 Mrd EUR nur in Deutschland nennenswerte Anleihebestände.

Die Struktur der Schuldner ist dabei sehr heterogen (Grafik 6). Während in Italien, Spanien, Frankreich, Belgien und Polen Staatsanleihen als Anlageinstrument – vor allem bei inländischen Investmentfonds und Kreditinstituten – auf Interesse stoßen, dominieren in den USA und Luxemburg überwiegend Titel des sonstigen Finanzsektors. Unternehmensanleihen werden vorzugsweise in den USA, Frankreich und Deutschland gekauft.

Grafik 6

Deutschland ist wichtigstes Anlageziel österreichischer Anleihekäufer

Österreichs Vermögen aus internationalen Anleihen nach Emissionssektor in Mrd EUR



Quelle: OeNB.