

2007–2017: Zehn Jahre im Zeichen der Krisenbewältigung⁷

Im Jahr 2007 führten zunehmende Zahlungsausfälle bei US-Wohnbaukrediten (Subprime) zu Vertrauensverlusten und ersten Verwerfungen auf den internationalen Finanzmärkten, die mit der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 ihren Höhepunkt fanden und eine globale Finanzkrise auslösten. Diese Krise führte 2009 zur weltweit größten Rezession seit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren. Traditionelle wirtschaftspolitische Maßnahmen verhinderten einen längeren und tieferen BIP-Rückgang. Es folgte im Euroraum eine Staatschuldenkrise, der mit weitreichenden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen 2012 begegnet werden konnte. Die notwendige Entschuldung des Privat- und Staatssektors resultierte jedoch in einer erneuten Rezession und rückläufigen Inflationsraten. Gefallene Ölpreise drückten die Inflation 2015 in den negativen Bereich, worauf die EZB mit einem großangelegten Vermögensankaufsprogramm reagierte. Auch in der Aufsicht und in der Regulierung wurden weitreichende Maßnahmen gesetzt, um das Finanzsystem krisenresistenter zu machen. Zehn Jahre nach Ausbruch der Krise hat sich die Lage 2017 beruhigt. Das Wirtschaftswachstum war robust und beschleunigt sich weiter, die Deflationsgefahr gilt als gebannt, die Fiskalpolitik ist neutral und die Geldpolitik steht vor der Normalisierung. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die Entwicklungen der letzten zehn Jahre sowie über konventionelle und neu entwickelte Maßnahmen, die zur Bewältigung der Krise eingesetzt wurden.

Ausgangslage: Hochkonjunktur und Ungleichgewichte

In den Jahren vor der Wirtschafts- und Finanzkrise befand sich die Weltwirtschaft in einer Hochkonjunktur. Die globale Wirtschaftsleistung wuchs im Zeitraum 2003-07 jährlich um durchschnittlich mehr als 5%. Der Welthandel boomte, ebenso die Aktienmärkte. Dieser Wirtschaftsboom war jedoch in vielen Ländern kreditfinanziert und ging mit zunehmenden Ungleichgewichten einher. Günstige Finanzierungsbedingungen mündeten in einigen europäischen Ländern in Immobilienblasen mit überdimensionierten Bauindustrien. Gleichzeitig stiegen die Leistungsbilanzdefizite in Ländern der Euroraum-Peripherie deutlich an.

In den USA zeigte sich der Optimismus in lockeren Kreditvergabestandards (auch bei Kunden mit schlechterer Bonität, „Subprime“), steigenden Immobilienpreisen und in einem stark wachsenden Kreditverbriefungsmarkt, der es den Banken ermöglichte, Risiken auszulagern. Die Jahre vor 2007 hatten damit viele Gemeinsamkeiten mit vergangenen Vorkrisenepisoden (Kredit- und Vermögenspreisboom, hoher Optimismus), wiesen aber auch Besonderheiten auf, wie die Etablierung komplexer Finanzprodukte oder die rasch wachsende globale finanzielle und wirtschaftliche Verflechtung.

2007–09: Von der Finanz- zur Wirtschaftskrise

Mit dem steigenden Zinsniveau und dem Auslaufen der anfänglichen Tilgungsfreiheit von vielen Wohnbaukrediten (insbesondere Subprime) kam es in den USA zu immer mehr Zahlungsausfällen. Ein steigendes Angebot bei einer gleichzeitig rückläufigen Nachfrage bewirkte eine Trendumkehr bei den Immobilienpreisen. Die große Anzahl an ausgefallenen Krediten

⁷ Autoren: Gernot Ebner (Abteilung Finanzmarktstabilität und Makroprudenzielle Aufsicht), Maria Silgoner (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland), Klaus Vondra (Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen).

belastete zunächst die US-Banken, bald jedoch auch global tätige Banken und in weiterer Folge das weltweite Bankensystem. Eine wichtige Rolle spielten dabei Kreditverbriefungen, die aufgrund ihres vermeintlich geringen Risikos von Banken und anderen institutionellen Investoren weltweit gekauft worden waren. Als im Frühjahr 2007 die Ratingagenturen ihre Risikoeinschätzung für viele verbriefte Wertpapiere massiv korrigierten, stieg die Unsicherheit stark an.

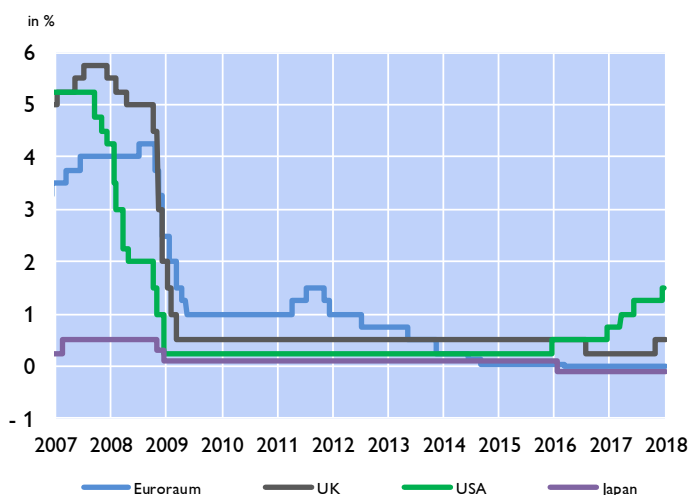
In den Sommermonaten 2007 führten existenzielle Probleme bei mehreren Hedgefonds und geldmarktnahen Investmentfonds sowie erste krisenhafte Entwicklungen bei einzelnen europäischen Banken zu einer Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten. Diese wurde von der Unsicherheit über die Verteilung und Konzentration von Kreditrisiken und über noch nicht realisierte Verluste bzw. stille Lasten bei einzelnen Banken genährt. Als dann am 15. September 2008 die US-amerikanische Investment Bank Lehman Brothers Insolvenz anmeldete, spitzte sich die Lage zu. Die Risikoprämien stiegen deutlich an, Kreditlinien wurden gestrichen bzw. gekürzt und es setzte eine Flucht in liquide Wertpapiere erstklassiger Bonität wie bspw. US-amerikanische oder deutsche Staatsanleihen ein. Dadurch kamen viele Banken und Finanzinstitute massiv unter Druck. Die ursprünglich vom Finanzsektor ausgehende Krise weitete sich zu einer weltweiten Wirtschaftskrise aus. Dies belastete in einem ersten Schritt Exporteure. Im nächsten Schritt wurden Investitionsentscheidungen in allen Bereichen verschoben. Im Euroraum ging die Wirtschaftsleistung im Jahr 2009 um 4,5% zurück.

Österreich war von der Rezession weniger stark betroffen als andere Länder im Euroraum, das BIP ging 2009 jedoch um beachtliche 3,2% zurück. Obwohl nicht direkt betroffen, konnten sich die österreichischen Banken nicht dauerhaft der Vertrauenskrise entziehen. Vor allem das starke Engagement der österreichischen Banken in CESEE stand unter besonderer – teilweise undifferenzierter – Beobachtung internationaler Investoren. Der Druck zur Stärkung der Risikotragfähigkeit der Banken erhöhte sich.

Weltweit reagierten die Notenbanken mit konventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Krise – sie senkten die Zinsen, in den USA und Großbritannien schon 2007, im Euroraum ab Ende 2008. Im Euroraum stellte das Austrocknen des Interbankenmarktes, über den sich die Banken hauptsächlich kurzfristig refinanzieren, das Eurosystem vor eine zusätzliche Herausforderung. Um die Banken mit ausreichend Liquidität zu versorgen ging die EZB – weltweit als erste Zentralbank – ab 2007 dazu über, zu einem fixen Zinssatz Liquidität in unbegrenztem Ausmaß („fixed rate full allotment“) zu vergeben. Dies stellte eine große Systemänderung zum bisherigen Mengentenderverfahren dar, bei dem die Zentralbankgeldmenge direkt gesteuert wurde. Darüber hinaus wurden Finanzierungsgeschäfte mit längeren Laufzeiten sowie auch in anderen Währungen angeboten.

Auf EU-Ebene akkordierte „Bankenpakete“ flankierten die Bemühungen der Geldpolitik zur Gewährleistung der Finanzmarktstabilität. Das österreichische Bankenrettungspaket war mit

Leitzinsen weltweit



Quelle: Macrobond.

einem Gesamtrahmen von 100 Mrd EUR dotiert. OeNB und FMA setzten eine Initiative zur Eindämmung von Fremdwährungskrediten, die im Herbst 2008 de facto zu einem Verbot von neuen Fremdwährungskrediten für Haushalte mit währungsinkongruentem Einkommen in Österreich führte. Die Ende 2007 beschlossene Reform der Finanzmarktaufsicht in Österreich stärkte die Rolle der OeNB. Die OeNB erhielt u. a. die Zuständigkeit für sämtliche Vor-Ort-Prüfungen bei österreichischen Banken und ist seither für die gesamte Einzelbankanalyse verantwortlich. Diese Aufgabenteilung bewährte sich im Krisenmanagement. Die OeNB wirkte zudem maßgeblich beim Aufbau der CESEE-Kooperationsplattform Vienna Initiative mit, die wesentlich zu einer Stabilisierung der Region beitrug.

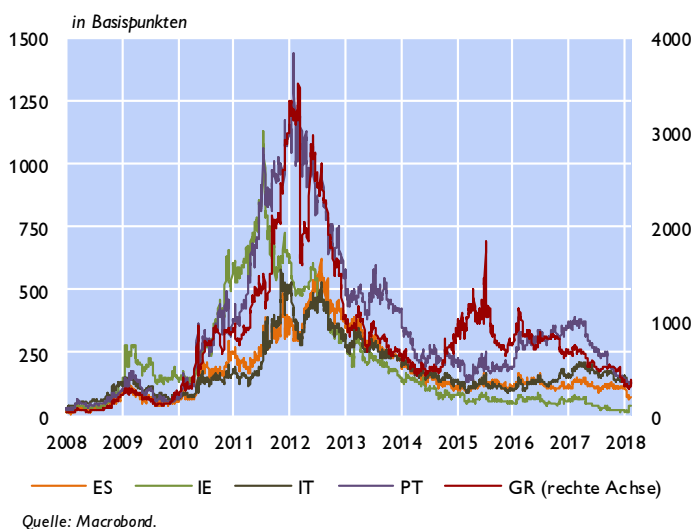
2010–12: Schuldenfinanzierungskrise in Europa

Um der Rezession entgegenzuwirken, wurden in allen Ländern des Euroraums Konjunkturpakete geschnürt. Zusammen mit geringeren Steuereinnahmen trieben die steigenden Ausgaben aufgrund zunehmender Arbeitslosigkeit und die Kosten für Bankenrettungen die Staatsschulden deutlich in die Höhe. In Spanien und Irland verdreifachte bzw. vervierfachte sich die Staatsschuldenquote in nur wenigen Jahren. In der Folge begannen die Finanzmärkte auf einen Staatsbankrott sowie den Austritt einzelner Länder aus dem Euroraum zu spekulieren. Die Renditen für Staatsanleihen stiegen in diesen Ländern stark an.

Auch Österreichs Staatsverschuldung stieg an, verursacht durch Bankenrettungsmaßnahmen, Konjunkturpakete und automatische Stabilisatoren (wie bspw. Arbeitslosenversicherung) in Folge des Wirtschaftseinbruchs. Die Staatsschuldenquote wuchs von etwa 65% des BIP vor der Krise auf bis zu 85% an. Die österreichischen Banken waren jedoch von der Schuldenfinanzierungskrise insofern relativ wenig betroffen, als sie vergleichsweise geringe Forderungen gegenüber den europäischen Krisenländern hatten.

In den Jahren 2010-13 erhielten Griechenland, Irland Portugal und Zypern von IWF und EU Kredite unter der Auflage strikter Spar- und Reformmaßnahmen. 2012 erhielt Spanien eine finanzielle Unterstützung zur Sanierung des angeschlagenen Bankensektors. Auf europäischer Ebene wurden zunächst temporäre Rettungsschirme (Europäische Finanzstabilitätsfazilität EFSF, Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus EFSM) eingerichtet, die später, im Juli 2013, im dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), einem Auffangmechanismus für Staaten in finanziellen Schwierigkeiten, aufgingen. Die fiskalpolitischen Maßnahmen wurden von geldpolitischen Maßnahmen und Programmen flankiert. Allerdings konnte dieses Maßnahmenset alleine den Anstieg der Anleiherenditen nicht stoppen. In Griechenland wurden Anfang 2012 Höchstwerte von bis zu 37% erreicht, in Portugal 16%, in Italien und Spanien 7,5%. Steigende Anleiherenditen verteuern

10-Jahres-Spreads (rel. zu DE) der Euroraum-Peripherieländer



nicht nur die Schuldenaufnahme der Staaten, sondern übertragen sich auch auf die Finanzierungskosten des privaten Sektors.

Die Trendumkehr gelang im Sommer 2012: In einer Rede im Juli kündigte EZB-Präsident Mario Draghi an, dass die EZB alles Nötige tun würde, um die Währungsunion zu erhalten („Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.“). Er signalisierte damit, dass das Eurosystem notfalls in großem Ausmaß Staatsanleihen von Ländern unter finanziellem Druck ankaufen würde. Im Oktober 2012 folgte der formelle Beschluss des Outright Monetary Transactions Programme (OMT) durch den EZB-Rat. Dieses setzt eine strikte Konditionalität für Länder im Rahmen eines Hilfsprogramms voraus und stellt sich damit entschieden den Spekulationen über das Ausscheiden einzelner Länder aus dem Euroraum entgegen. Das OMT hatte eine so hohe Glaubwürdigkeit, dass die Anleiherenditen nachhaltig zu sinken begannen, ohne dass es tatsächlich aktiviert werden musste.

International führten die ersten Lehren aus der Finanzkrise zu einem Mix aus verschärfter Regulierung und verstärkter Aufsicht. Die Stärkung der Widerstands- und Risikotragfähigkeit der Banken – vor allem durch eine höhere und bessere Eigenmittelausstattung sowie strengere Liquiditätsvorschriften – sind Kernelemente von „Basel III“. Das 2011 neu errichtete Europäische Finanzaufsichtssystem umfasst vier neue Institutionen: den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), sowie drei weitere Aufsichtsbehörden für Banken (EBA), Versicherungen (EIOPA) und Wertpapiere (ESMA). Auf europäischer Ebene wurden maßgebliche Schritte gesetzt, um die gegenseitige Abhängigkeit von öffentlichen Finanzen und Banken zu entflechten. Mitte 2012 beschlossen die Staats- und Regierungschefs des Euroraums die Errichtung einer Bankenunion, die einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM), ein einheitliches Sanierungs- und Abwicklungsregime (SRM), sowie ein harmonisiertes Einlagensicherungssystem (EDIS) umfassen soll. Die aufsichtlichen Schwerpunkte der OeNB lagen in der Stärkung der Geschäftsmodelle international aktiver österreichischer Großbanken („Nachhaltigkeitspaket“) sowie in der Eindämmung der mit Fremdwährungskrediten verbundenen Risiken bei österreichischen Tochterbanken in CESEE („Guiding Principles“ von 2010).

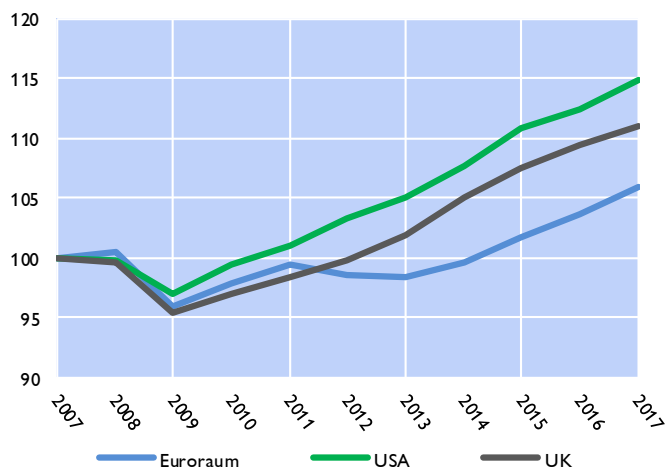
2012–15: Wirtschaftliche Erholung verzögert sich

Obwohl die Staatsschuldenkrise gelöst schien, blieb das Wirtschaftswachstum im Euroraum, anders als in den USA oder Großbritannien, schwach. Gedämpft durch die weiterhin restriktive Fiskalpolitik sowie die (notwendige) Entschuldung von Banken, Unternehmen und Haushalten fiel der Euroraum in eine neuerliche Rezession, begleitet von sinkenden Inflationsraten und sehr hoher Arbeitslosigkeit in vielen Ländern.

Der Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG) im Euroraum wurde schrittweise weiter gesenkt und erreichte 2014 nahezu Null (0,05%), womit die konventionelle Geldpolitik ihre Möglichkeiten weitgehend ausgeschöpft hatte. Mit dem Begriff der „Forward Guidance“ betonte

Euroraum: BIP-Wachstum im Vergleich

Index, 2007 = 100



Quelle: Europäische Kommission, 2017: Prognose.

die EZB ab 2013, dass die Zinsen für eine längere Zeit auf diesem niedrigen Niveau verbleiben werden. Eine Diskussion über unkonventionelle Maßnahmen zur weiteren geldpolitischen Lockerung über die Nullzinsgrenze hinaus setzte ein. 2014 wurde der Zinssatz für die Einlagefazilität erstmals in den negativen Bereich gesenkt; die EZB folgte damit vergleichbaren Entscheidungen der Notenbanken in Dänemark, Schweden und der Schweiz. Dem Set an unkonventionellen, geldpolitischen Maßnahmen sind auch die langfristigen geldpolitischen Operationen (Laufzeit von vier Jahren) mit zusätzlichen Anreizen zur Kreditvergabe zuzurechnen.

Der SSM nahm mit 4. November 2014 seine Arbeit als Aufseher für bedeutende Banken auf. Bevor die EZB die volle Verantwortung über die Bankenaufsicht übernahm, mussten sich die betroffenen Banken einer umfassenden Bewertung (Comprehensive Assessment) unterziehen. Damit werden die Banken des Euroraums von der EZB und den nationalen Aufsichtsbehörden gemeinsam nach einheitlichen Regeln beaufsichtigt. Im Rahmen dessen werden derzeit sieben österreichische Banken direkt durch die EZB beaufsichtigt. Durch die dezentrale Ausgestaltung des SSM behält die OeNB weitreichende Verantwortung und ist gemeinsam mit der FMA weiterhin für einen Großteil der Aufsichtsarbeit zuständig. Der Handlungsspielraum der Aufsicht wurde durch die Umsetzung von Basel III (in der EU als Kapitaladäquanzverordnung CRR und Eigenkapitalrichtlinie CRD IV umgesetzt), das Inkrafttreten der BRRD (Richtlinie für die Sanierung und Abwicklung von Banken) und durch die Einrichtung des Finanzmarktstabilitätsgremiums (FMSG; makroprudenzielle Aufsicht) in Österreich gestärkt.

2014–16: Deflationsrisiken

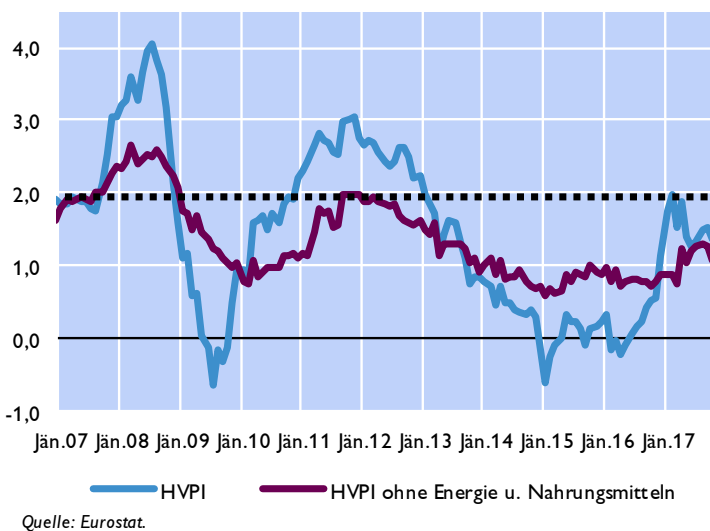
Nach zweijähriger Rezession verzeichnete der Euroraum 2014 wieder ein positives Wirtschaftswachstum. Im Gegensatz dazu blieb die Inflationsrate viel zu niedrig um mit dem geldpolitischen Ziel von „unter aber nahe 2% in der mittleren Frist“ vereinbar zu sein. Bereits gedämpft durch die schwache Konjunktur der Vorjahre, bremste die Halbierung der Ölpreise die Teuerung weiter. Die Inflationsrate fiel Ende 2014 / Anfang 2015 in den negativen Bereich, 2015 lag sie im Jahresschnitt bei 0,0%. Zudem sanken die Inflationserwartungen. Mit sinkenden Inflationserwartungen stiegen die für die Wirtschaft relevanten Realzinsen.

Angesichts der anhaltenden Deflationsrisiken sowie im Sinne der Forward Guidance beschloss das Eurosystem im Jänner 2015 ein breit angelegtes Ankaufprogramm von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP). Im Rahmen des APP werden überwiegend europäische Staatsanleihen angekauft. Das Volumen wurde zunächst auf monatlich 60 Mrd EUR fixiert, ab April 2016 auf 80 Mrd EUR erhöht.

Zur Stärkung der Finanzmarktstabilität beschloss das FMSG – auf Initiative der OeNB – einen Systemrisikopuffer (ab 2016) für ausgewählte österreichische Banken. Die OeNB forderte die Schaffung einer rechtlichen Grundlage für makroprudenzielle Aufsichtsinstrumente in Bezug auf

Inflation und Kerninflation im Euroraum

Jährliche Veränderung HVPI in %

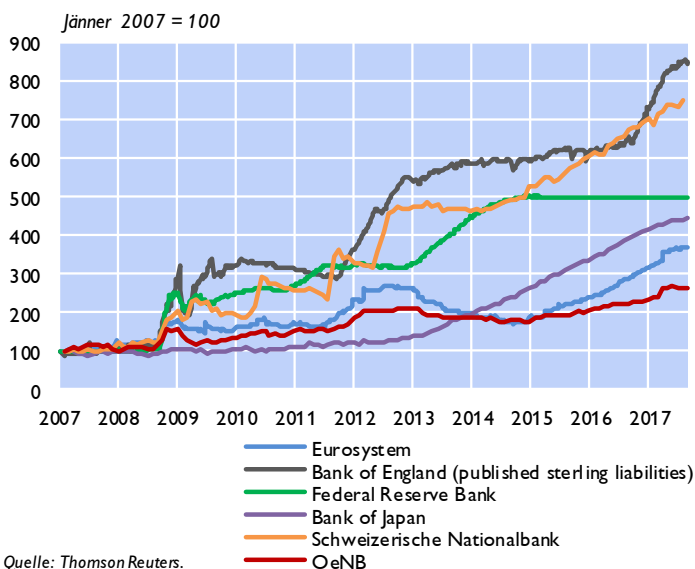


Risiken in der Immobilienfinanzierung (wie bspw. Belehnungsquote oder Schuldendienstquote). Diese wurde im Sommer 2017 vom österreichischen Nationalrat beschlossen.

2016/17: Maßnahmen zeigen Wirkung – Wirtschaftsaufschwung setzt ein

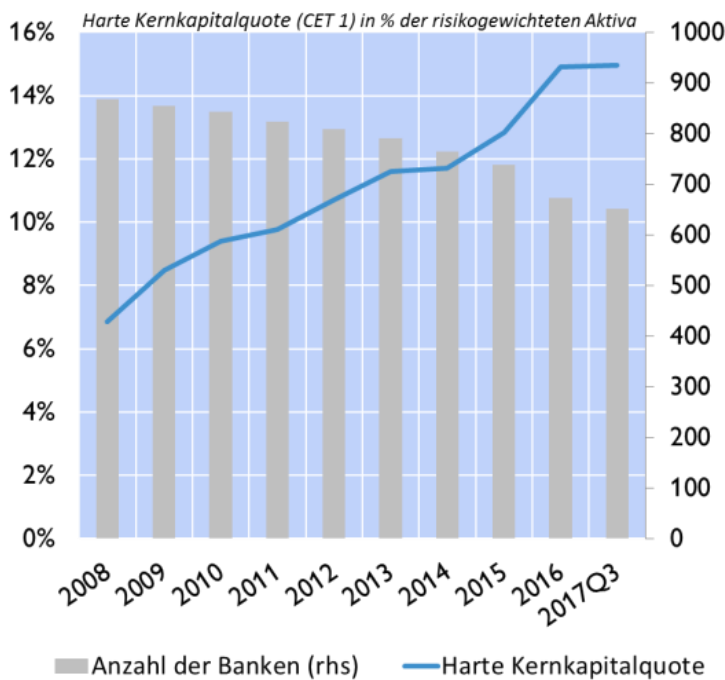
Mit einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von 2% in den Jahren 2015-17 hat der Euroraum die Doppelrezession überwunden. 2015 wurde erstmals wieder das Vorkrisenniveau des BIP übertroffen. Anfang 2017 sind auch die Deflationsrisiken endgültig gewichen, auch wenn die Inflation weiterhin unter der Preisstabilitätsdefinition des Eurosystems bleibt. Seit 2017 haben wieder alle Euroraum-Staaten Zugang zu den Finanzmärkten. Die fiskalpolitische Konsolidierungsphase ist einer Phase mit neutraler Ausrichtung gewichen.

Bilanzsummen der Zentralbanken



Dem Eurosystem ist es – ebenso wie anderen wichtigen Notenbanken – gelungen, die Wirtschaft aus der schwersten Finanzkrise seit den 1930er Jahren zu führen. Als Folge des Ankaufprogramms ist die Bilanz des Eurosystems bis Ende 2017 auf 4,4 Bio EUR angewachsen. Während in den USA mit Zinsanhebungen und einer Reduktion der Notenbankbilanz der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik bereits begonnen wurde, befindet sich das Eurosystem im Stadium der Rekalibrierung, im Zuge derer die Netto-Anleihen-Ankäufe mit reduzierten Volumina (seit April 2017 60 Mrd EUR, seit Jänner 2018 30 Mrd EUR pro Monat) bis zumindest September 2018 fortgesetzt werden, gegebenenfalls aber auch darüber hinaus, bis die Inflationsrate einen mit der Zielsetzung vereinbaren Bereich erreicht hat. Der Hauptrefinanzierungssatz lag Ende 2017 bei 0,0% und der Zinssatz für die Einlagenfazilität bei -0,4%.

Österreichischer Bankensektor



Die österreichischen Banken werden aktuell von externer Seite wieder deutlich besser eingeschätzt. Diese Verbesserung reflektiert die von den Banken gesetzten Maßnahmen zur Stärkung der Risikotragfähigkeit, zur Adaptierung der Geschäftsmodelle und zur Erhöhung der Kosteneffizienz in einem Niedrigzinsumfeld. Zur Stärkung der Finanzmarktstabilität haben auch die aktive und konsequente Arbeit der OeNB in der Aufsicht sowie im Rahmen des FMSG (u.a. Systemrisikopuffer, Gesetz für makroprudenzielle Instrumente in der Immobilienfinanzierung) beigetragen. Die Kapitalisierung (CET1-Quote) der österreichischen Banken verdoppelte sich von 2008 bis zum dritten Quartal 2017 auf 15%, die Anzahl der Banken fiel um knapp ein Viertel und die Anzahl der Filialen auf den niedrigsten Stand seit 1995.