



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
EUROSYSTEM

Potential und Risiken der Kapitalmarktunion für die Wirtschaft Europas und Österreichs

25. AW Vorlesung

Wien, am 11. Juli 2017

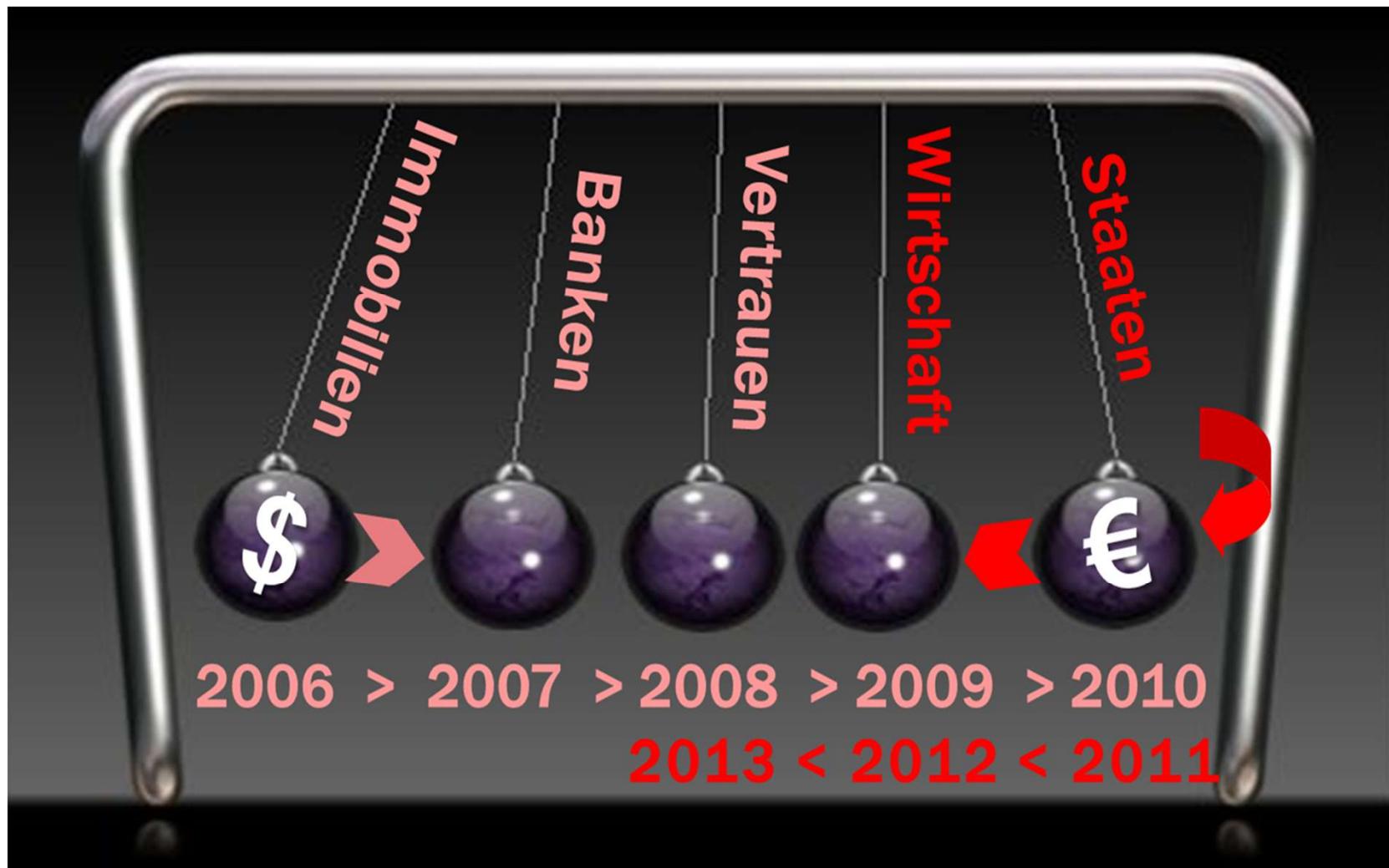
Andreas Breitenfellner
www.oenb.at



Überblick

1. **Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?**
2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?
3. Konkrete Maßnahmen
4. Bedeutung für Österreich
5. Gefahren und Chancen des Brexit
6. Schnittstelle zur Fiskalunion
7. Fazit

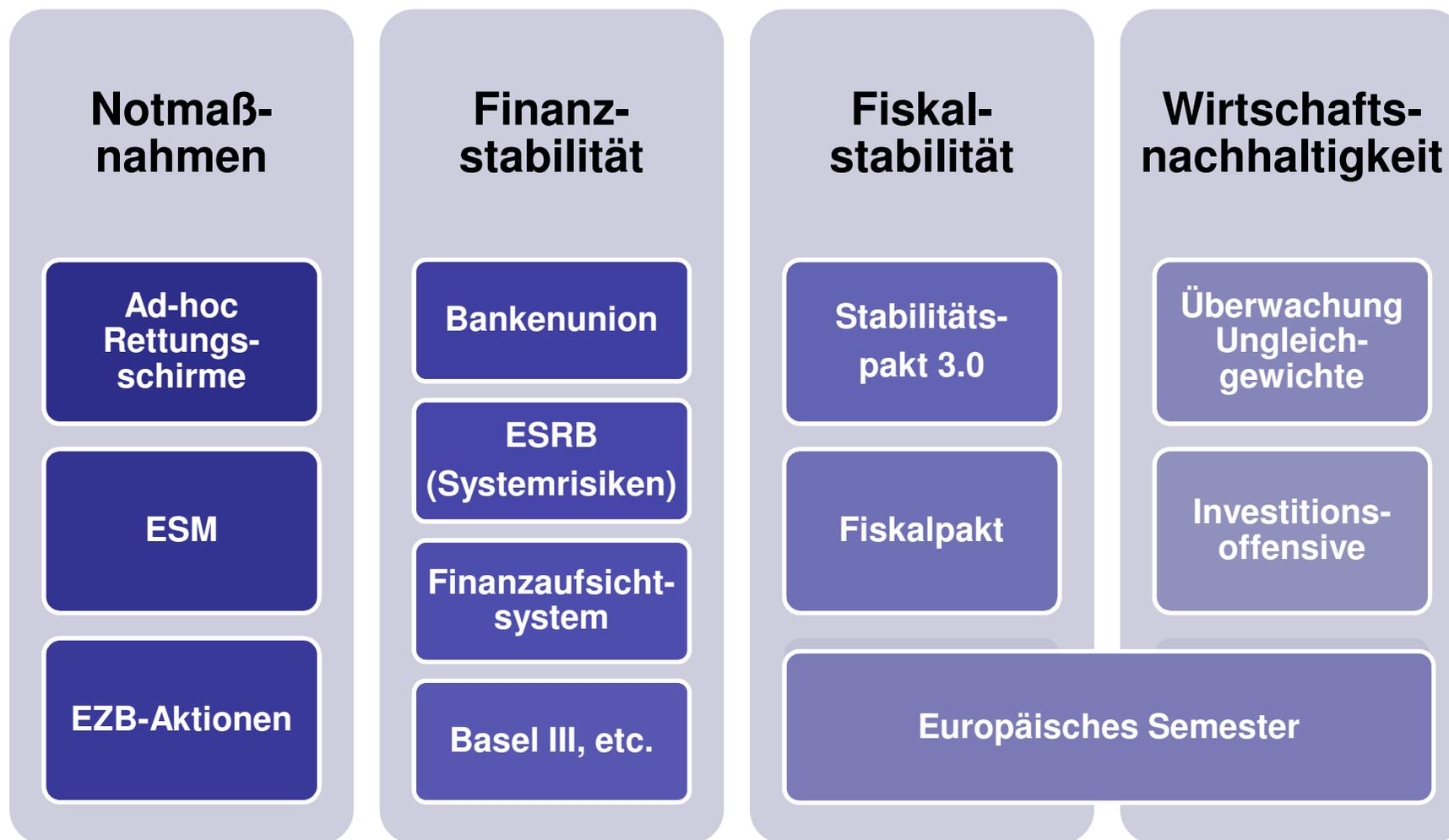
Von der Finanzkrise zur Euroraumkrise



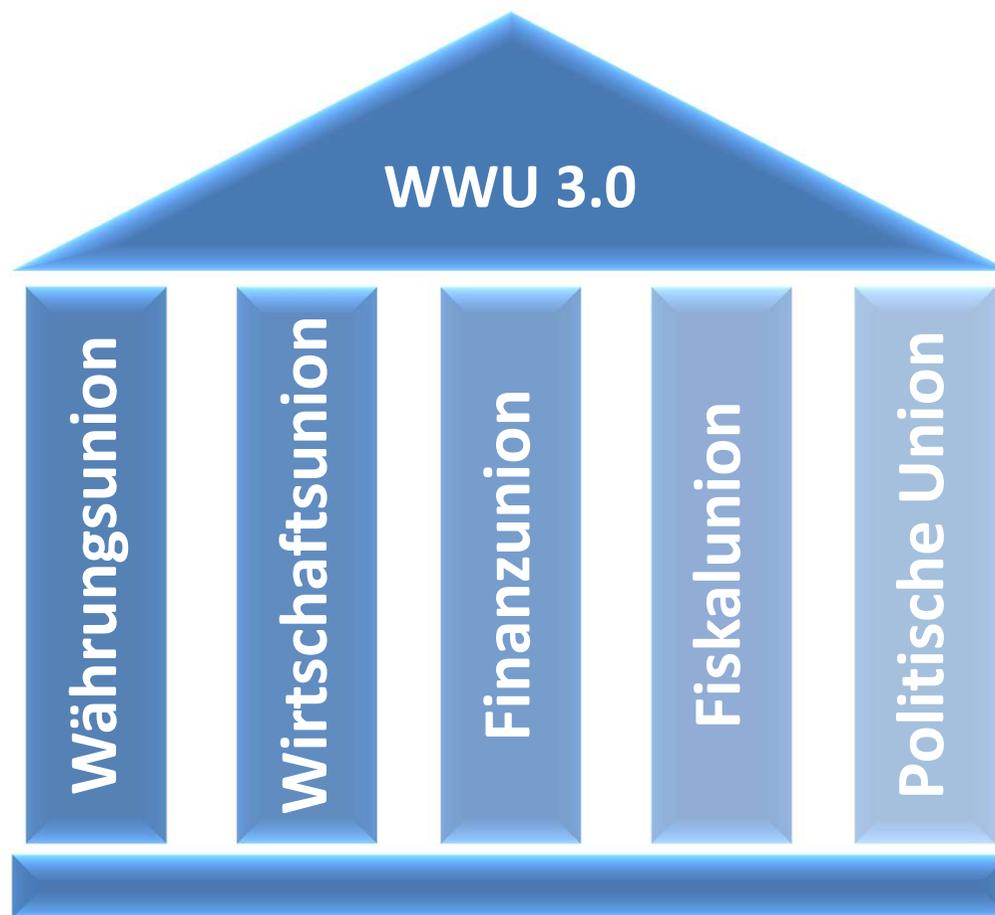
Auf der Suche nach Krisenlösungen



Antworten auf die Krise



Fünfpräsidentenbericht: Wirtschafts- und Währungsunion 3.0



Finanzunion (Teil der Ersten Stufe)

Bankenunion vollenden

- **SSM – Aufsicht**
- **SRM – Abwicklung**
- **EDIS – Einlagensicherung**

Kapitalmarktunion - Startschuss

Zweite Stufe von WWU 3.0 – die Langzeitperspektive

Wirtschafts- union

- Formalisierung Konvergenzprozess

Fiskalunion

- Makroökonomische Stabilisierungsfunktion

Politische Union

- ESM in EU-Rahmenwerk integrieren
- Schatzamt für den Euroraum

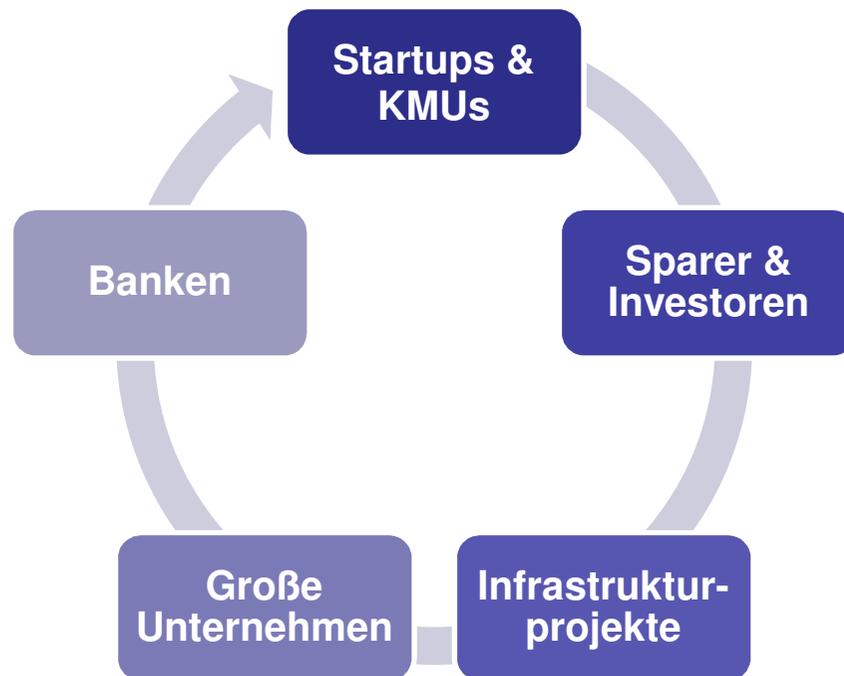
Überblick

1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?
- 2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?**
3. Konkrete Maßnahmen
4. Bedeutung für Österreich
5. Gefahren und Chancen des Brexit
6. Schnittstelle zur Fiskalunion
7. Fazit

Warum Kapitalmarktunion?

- **Wirtschaft weniger abhängig von Banken**
- **Europa braucht 2 Billionen EUR für Infrastrukturinvestitionen**
- **Aktienmärkte seit Krise geschrumpft**
- **Mittlere Unternehmen 5x mehr Anleihen & Aktien in USA**
- **Aktienmarktdichte variiert enorm (6% bis 125% des BIP)**
- **Risikokapitalmarkt fragmentiert und dünn**
- **Neue Anlagemöglichkeit für Sparer**

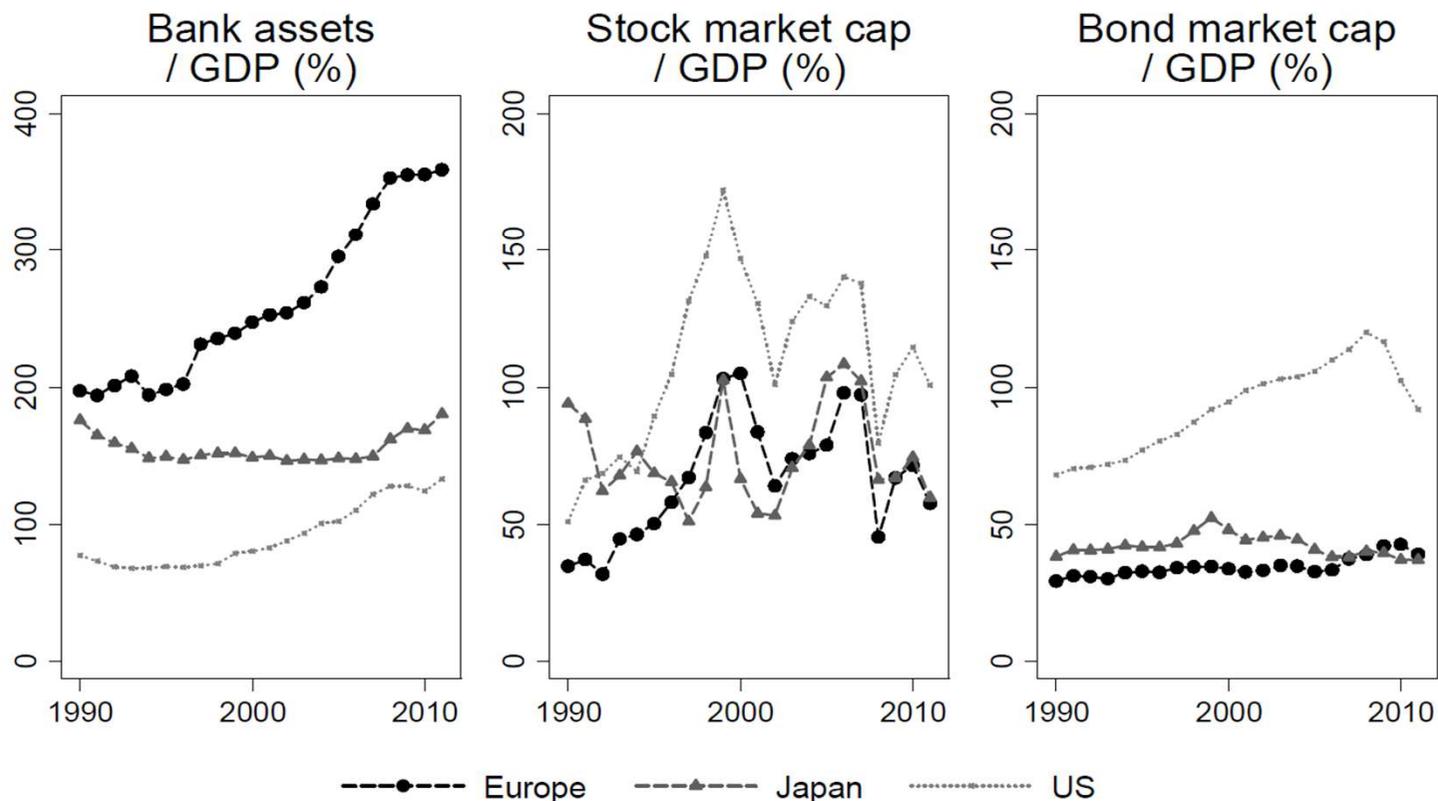
Kapitalmarktunion schafft Win-Win für alle



- **Wachstum und Arbeitsplätze**
- **Ein Binnenmarkt für Kapital**
- **Verbesserter Zugang zu Finanzmitteln, u.a. Risikokapital, KMU**
- **Diversifizierte Unternehmensfinanzierung (Stabilität)**
- **Kreditkosten für Unternehmen senken**
- **Investitionszuflüsse aus EU-Ausland**

Europäische Bankenabhängigkeit stieg mit WWU

Financial structure since 1990 in Europe*, Japan and U.S.A.



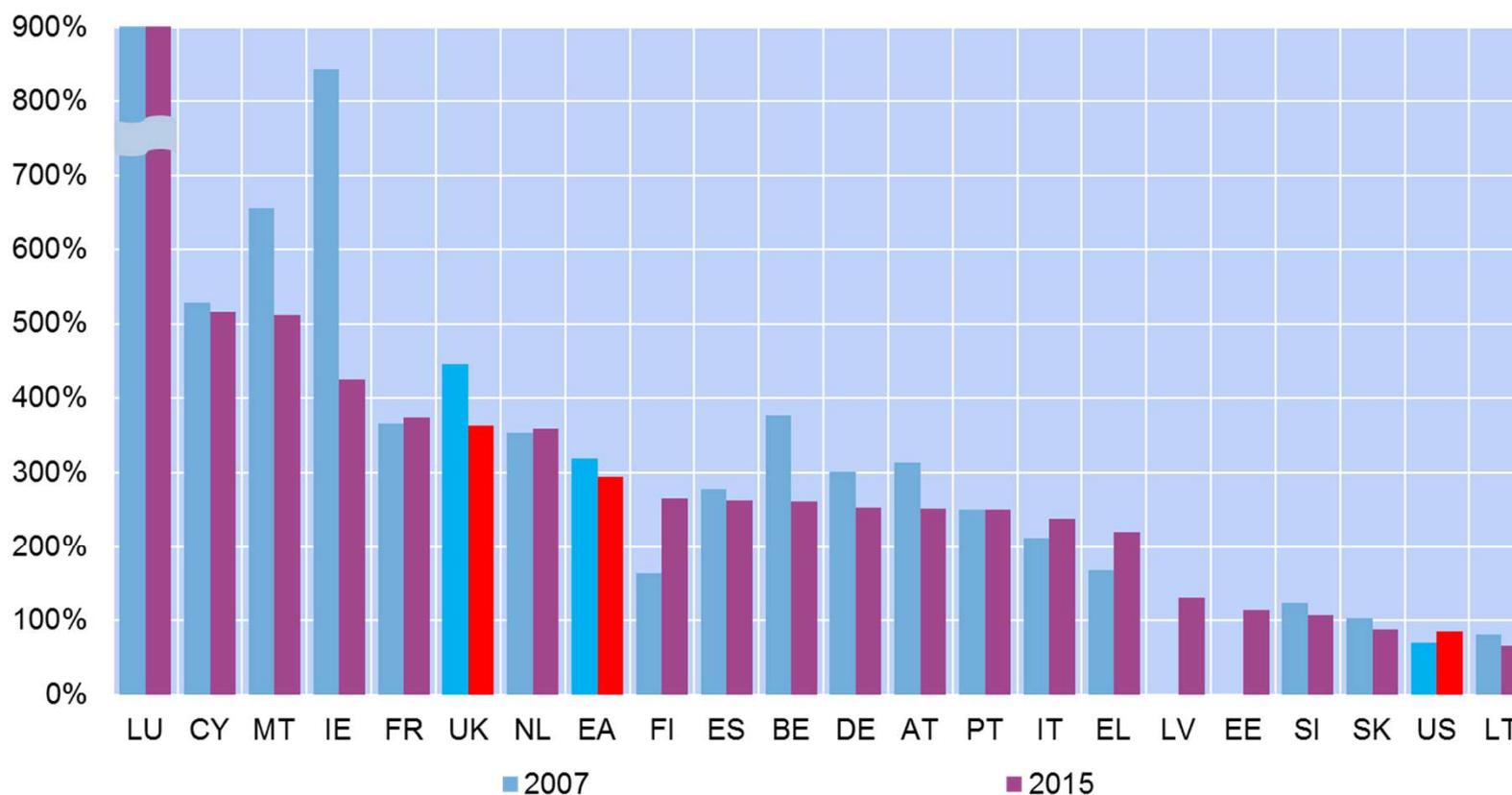
* Europe comprises 15 Euro area, 6 other EU and 3 non-EU countries.

Source: World Bank, various (central) bank statistics. In: Langfield and Pagano, 2015, p. 38.

Bankenabhängigkeit wieder gesunken seit Krise

Größe des Bankensektors in Euroraum, Großbritannien und USA

Gesamtforderungen in % des BIP

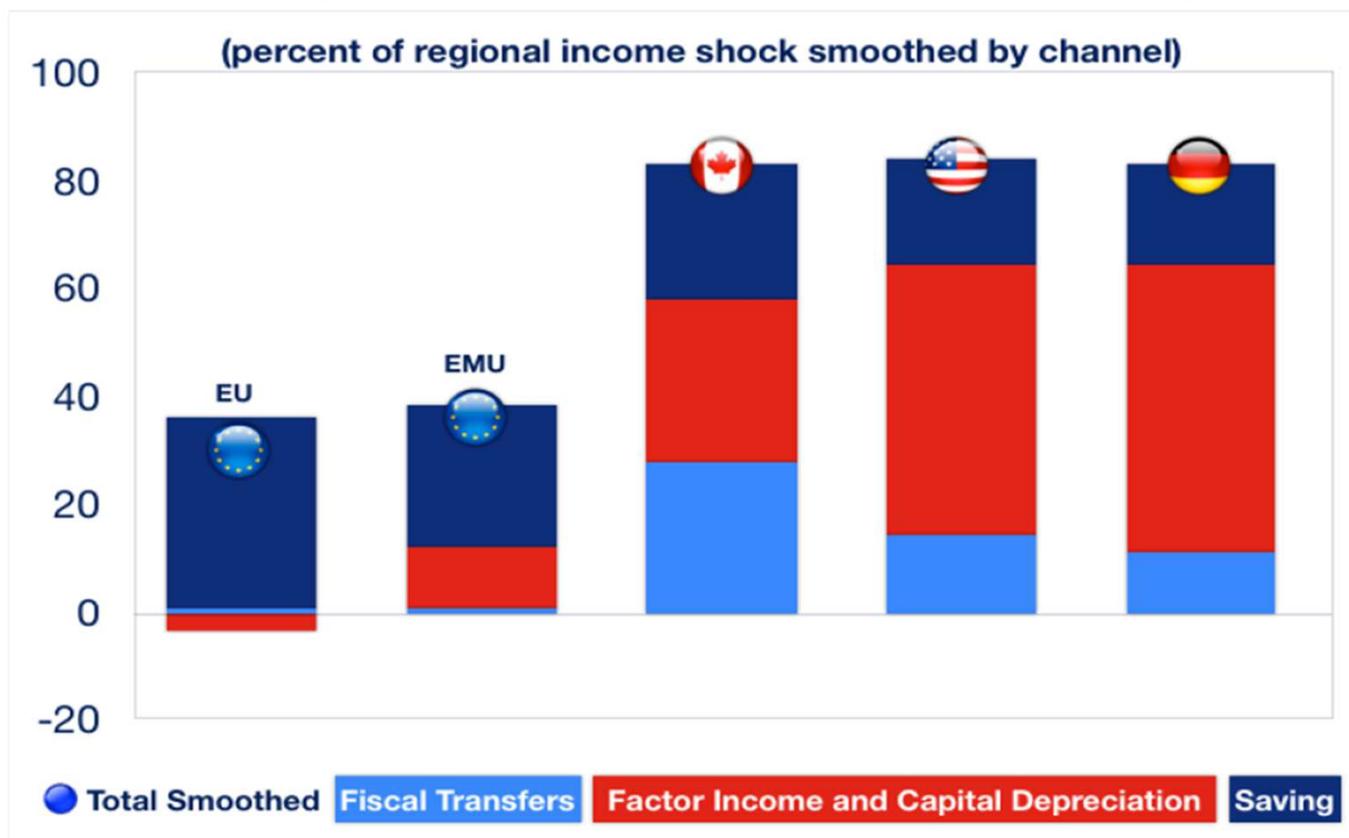


Quelle: EZB, Eurostat, FRED St. Louis.

LU: 2007: 31.800%; 2015: 1.548%.

Interregionale Risikoteilung v.a. über Finanzmärkte

Overall risk sharing in EU, EMU, Canada, U.S.A, and Germany

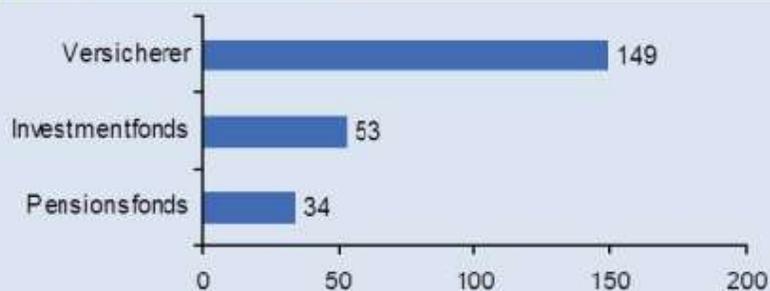


Source: Various studies. In IMF, 2013, p.8.

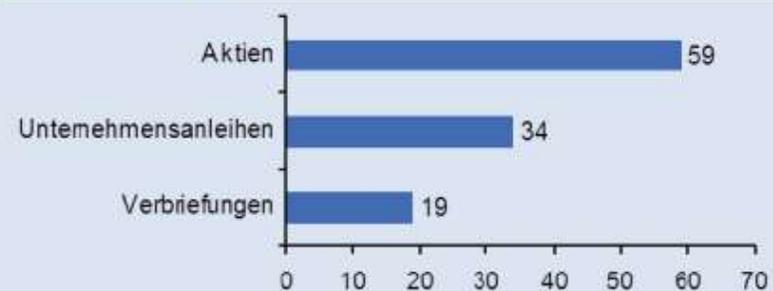
Einzelne Segmente besonders schwach entwickelt

Europas Kapitalmärkte im Verhältnis zu den US-Märkten (jeweils gemessen in Prozent des BIP)

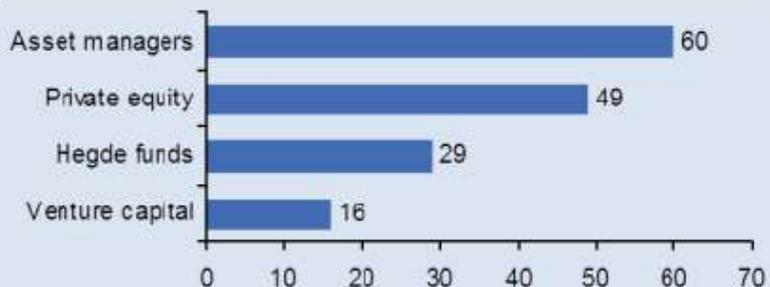
Kapitalsammelstellen



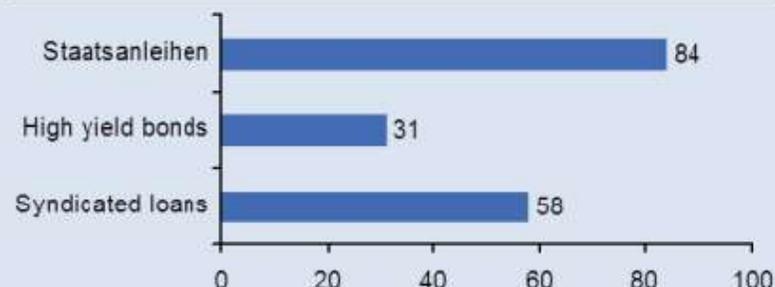
Marktvolumina



Verwaltete Vermögen

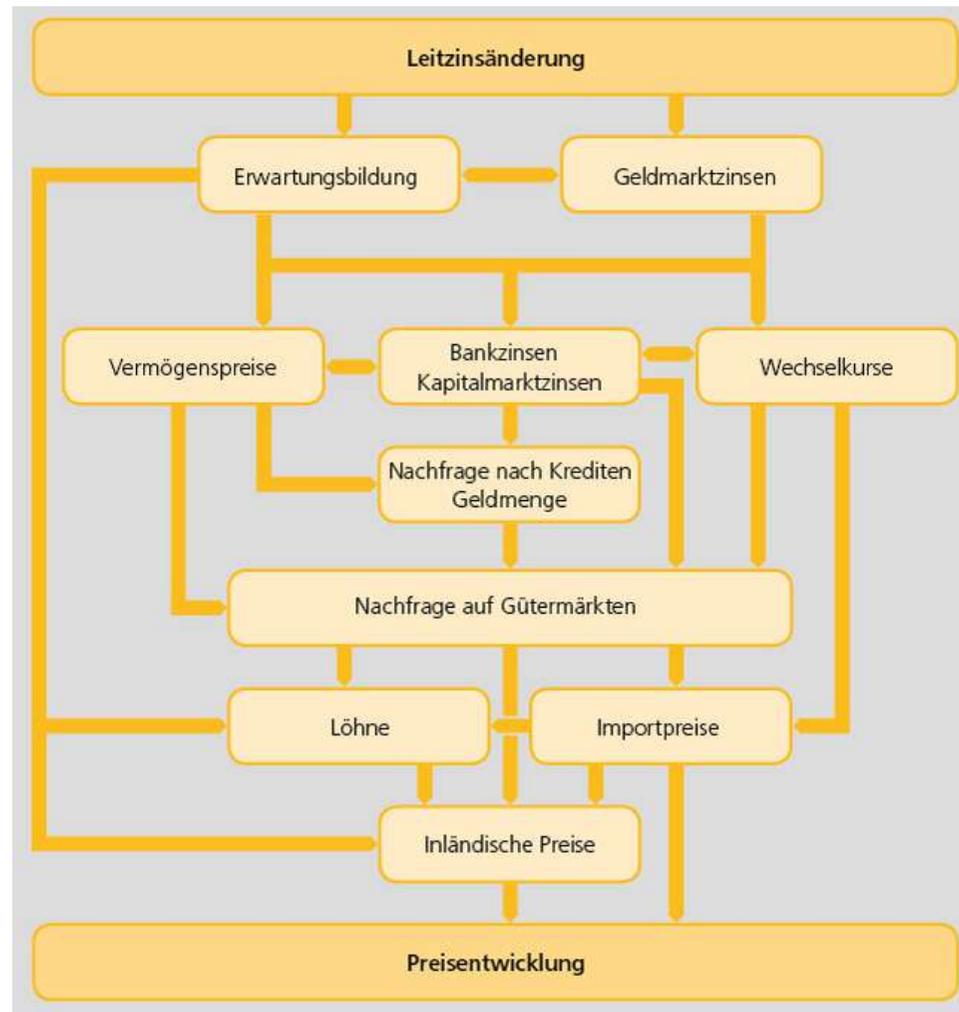


Schuldtitel



Quelle: New Financial, 'Driving growth: Making the case for bigger and better capital markets in Europe', Oktober 2014.

Vermögenspreiskanal im Transmissionsmechanismus überträgt Geldpolitik auf Wirtschaft



Kritik: „More of the Same“

- Mehr Finanzmarktabhängigkeit der Realwirtschaft
 - Mehr Konzentration statt Wettbewerb
 - Mehr Krisenanfälligkeit (Komplexität)
 - übermäßige Kreditaufnahme durch Verbriefung
 - Diversifizierung kann Risiken verschärfen
 - Subvention der Großbanken
 - Kurzfristorientierung schadet KMUs
 - Auch US KMUs bankenfinanziert
 - Stabilisierungsrolle Bundesstaaten unterschätzt
 - Pensionssysteme umlagefinanziert
 - Investitionsschwäche Nachfrageproblem
- Fünfpräsidentenbericht: „**letztlich einheitliche europäische Kapitalmarktaufsicht**“

Überblick

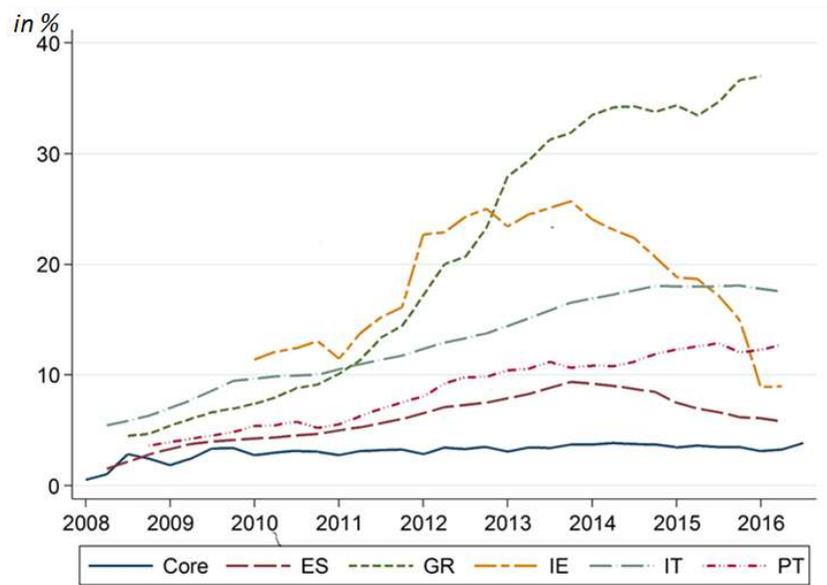
1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?
2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?
- 3. Konkrete Maßnahmen**
4. Bedeutung für Österreich
5. Gefahren und Chancen des Brexit
6. Schnittstelle zur Fiskalunion
7. Fazit

33 Maßnahmen in 6 Bereichen

1. **Finanzierung für Innovation, Start-ups & KMUs**
 - Risikokapital, KMU-Beratung, Crowdfunding, ...
2. **Einfacherer Börsenzugang von Firmen**
 - Prospektrichtlinie, Unternehmensanleihen, Steueranreize, ...
3. **Investitionen in Infrastruktur und Nachhaltigkeit**
 - Eigenkapitalregeln, konsistente Regulierung,...
4. **Ausbau privater und institutioneller Anlagen**
 - Kleinanlegerprodukte, Pensionssparen,...
5. **Mehr Bankenfinanzierung für die Realwirtschaft**
 - Ausnahmen Genossenschaftsbanken, STS, Pfandbriefe,...
6. **Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen**
 - Konvergenz Insolvenzprozesse + Aufsicht,...

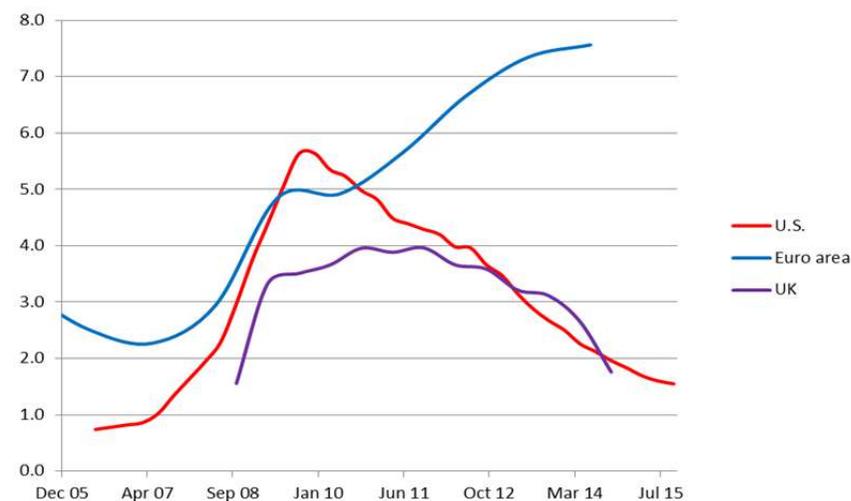
Durch Verbriefung faule Kredite aus Bankbilanzen?

Anteil notleidender Kredite am Kreditbestand



Quelle: Schoenmaker & Véron (2016) basierend auf IMF/FSI-Daten

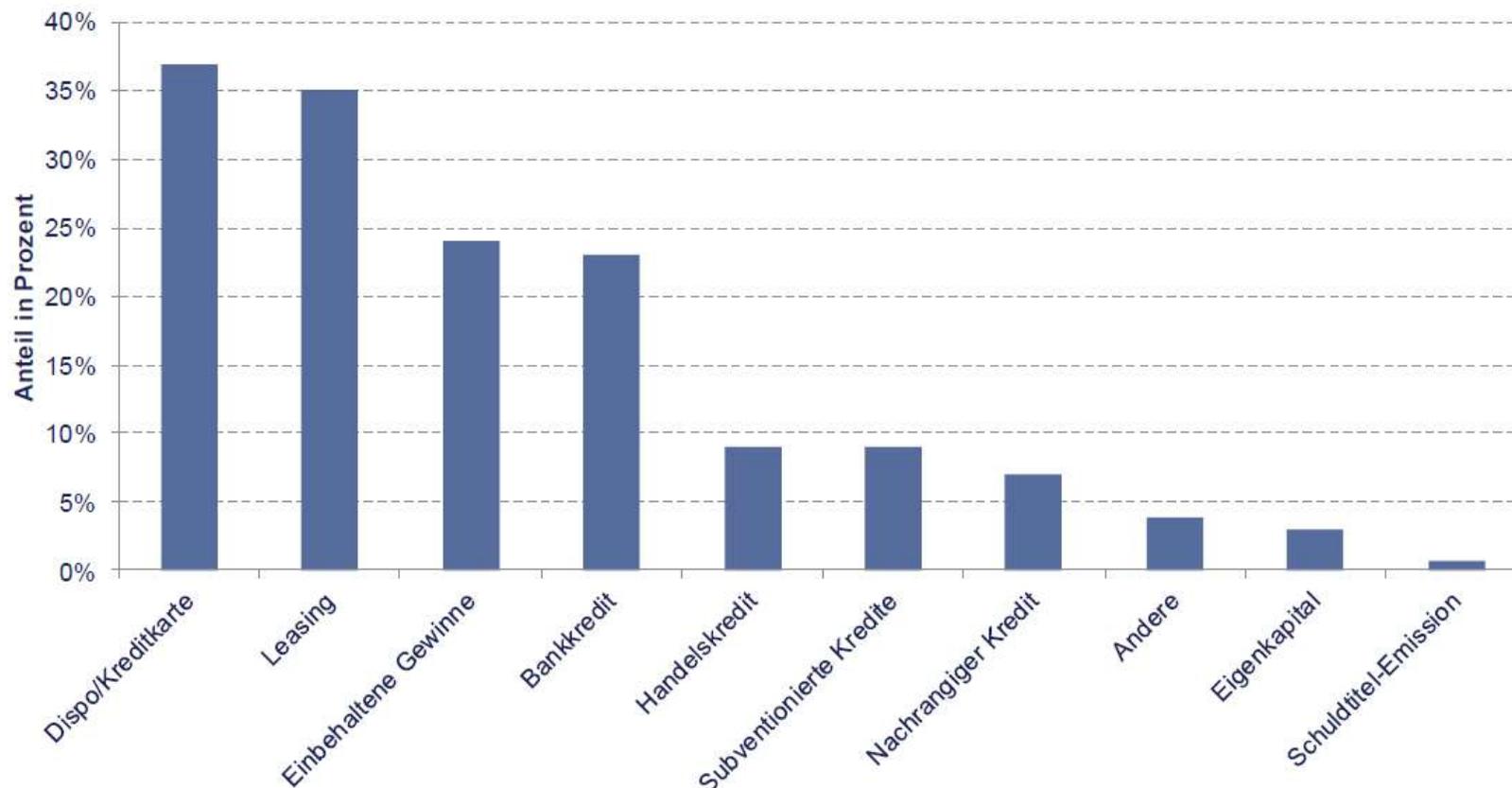
Non-Performing Loans



% of total loans. Source: Christian Odendahl (Centre for European Reform, London) based on Fed/FRED & IMF/FSI databases

Investorenbasis für KMUs erweitern: vereinfachte Wertpapierprospekt, Insolvenzrecht, etc.

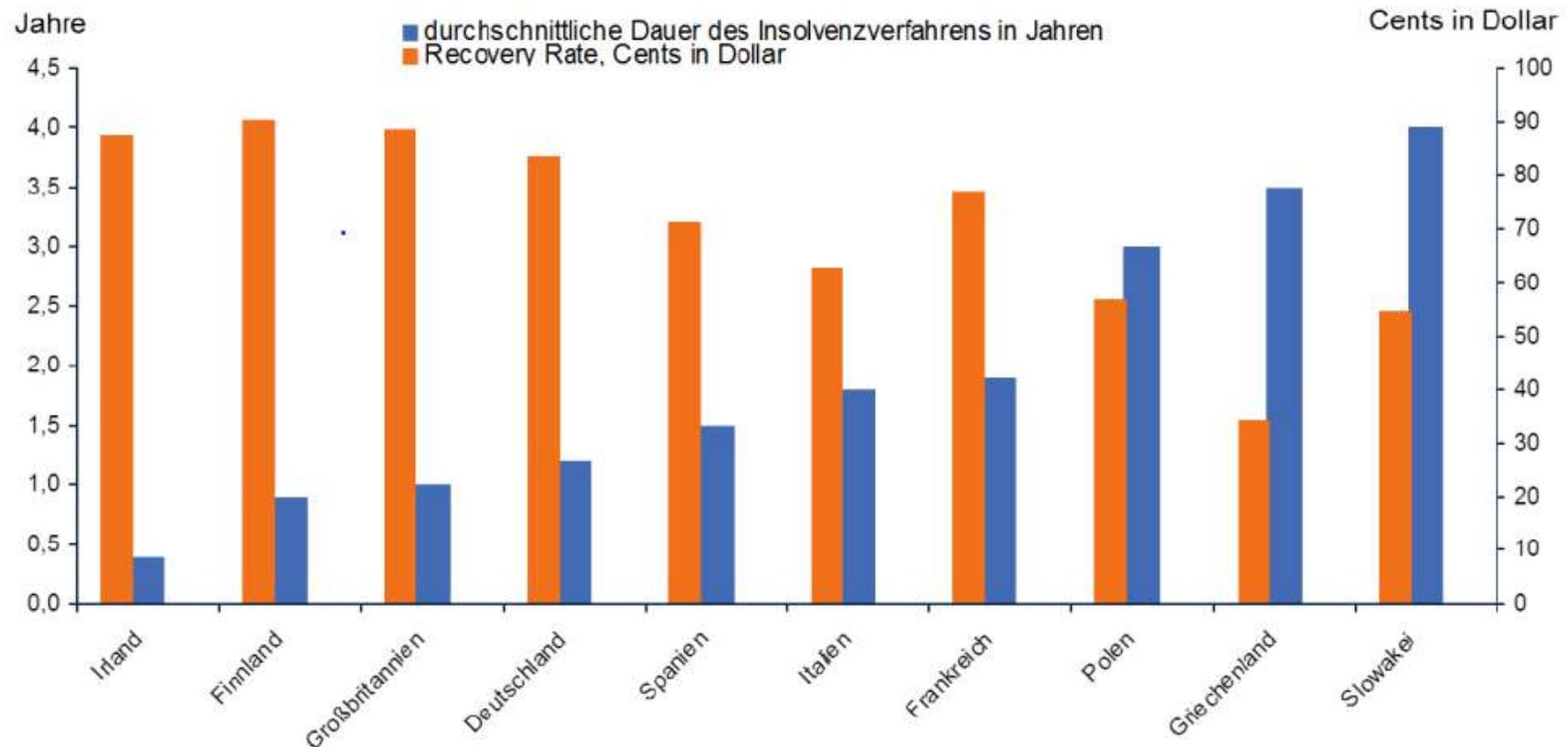
KMU-Finanzierungen in 2014



Quelle: Véron und Wolff (2015), Bruegel, EUK, SAFE 2014, NORD/LB Fixed Income Research

Ende mit Schrecken statt Schrecken ohne Ende

Insolvenzregeln in ausgewählten EU-Ländern

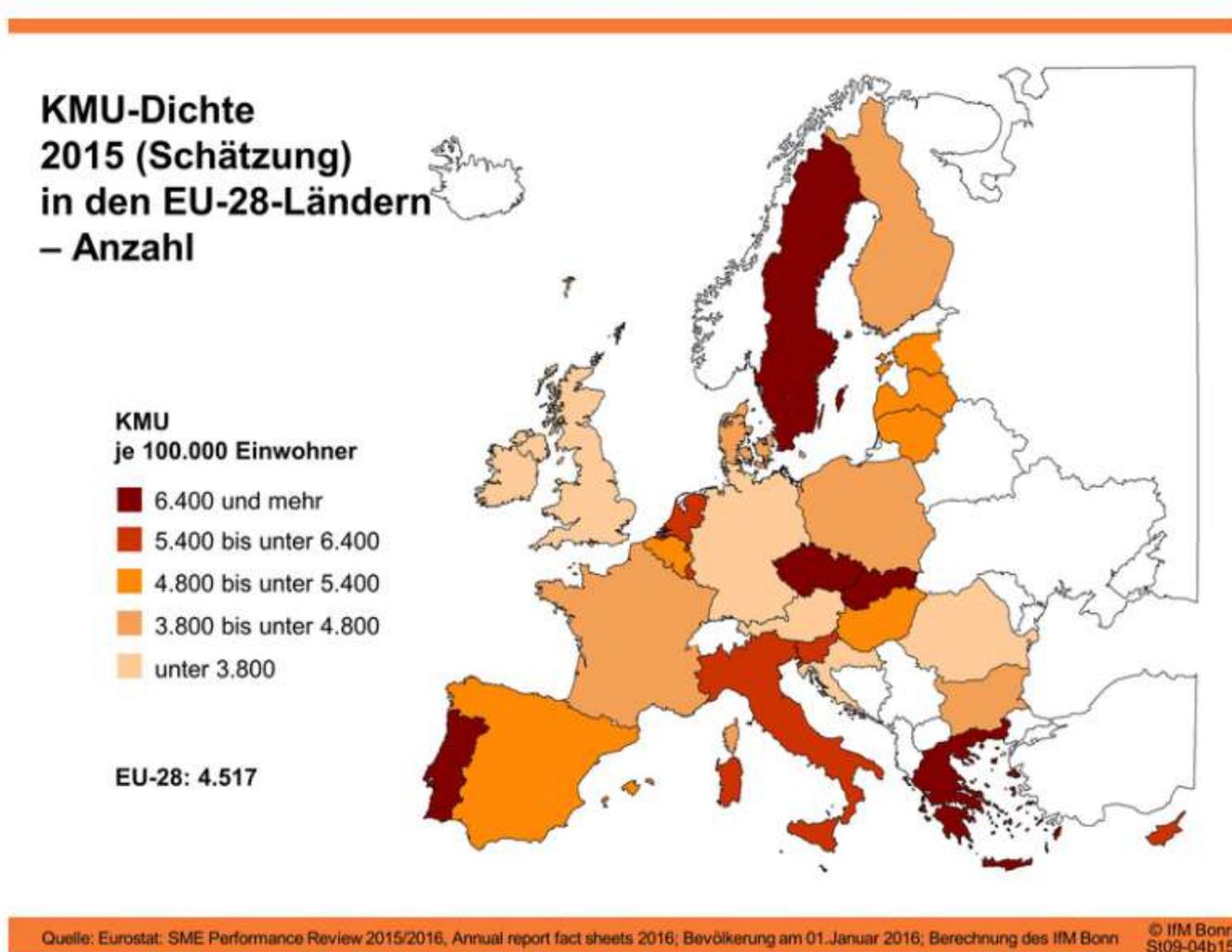


Quelle: World Bank Doing Business database, 2015.

Überblick

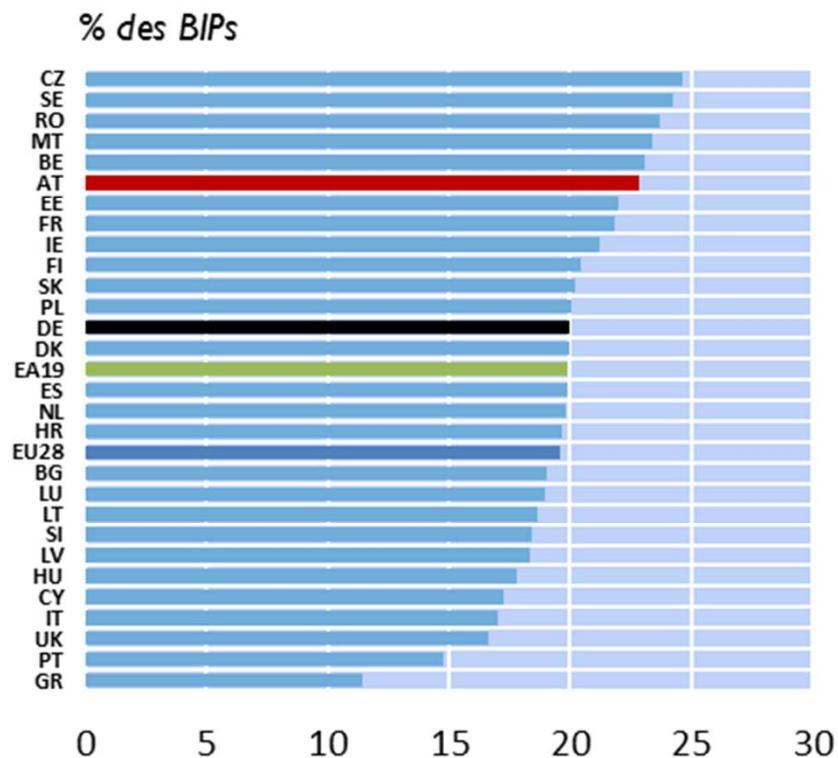
1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?
2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?
3. Konkrete Maßnahmen
- 4. Bedeutung für Österreich**
5. Gefahren und Chancen des Brexit
6. Schnittstelle zur Fiskalunion
7. Fazit

Österreichischer KMU-Anteil nur knapp unter EU-Ø Beschäftigte je KMU über EU-Ø



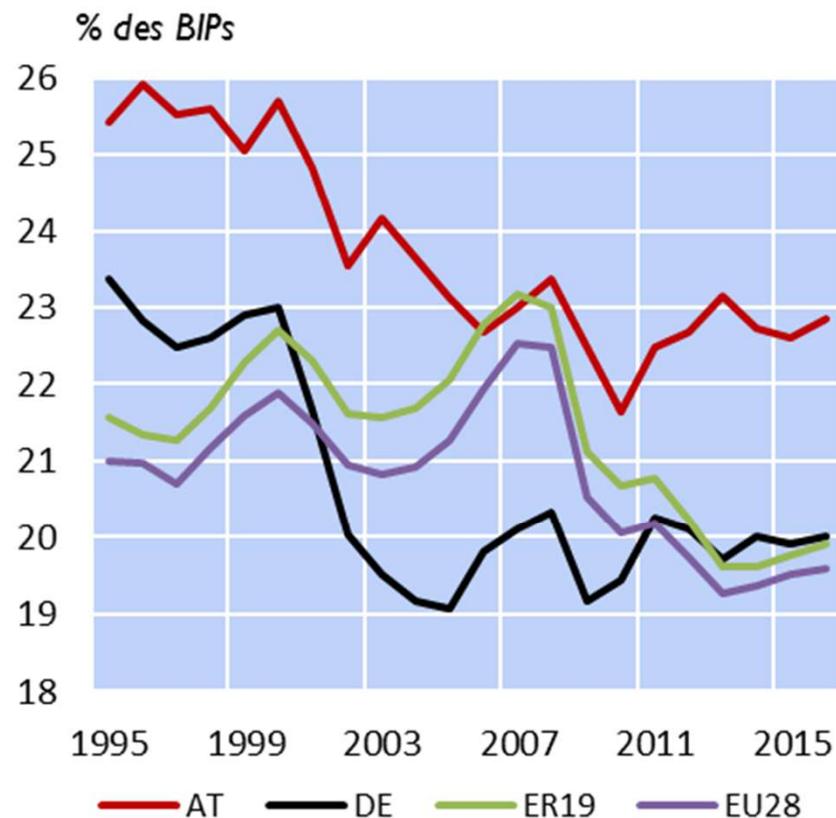
Österreich Investitionslücke unterdurchschnittlich

Investitionsquote (2016¹⁾)



Quelle: Eurostat. 1) FI, IE, LU, PL: 2015

Entwicklung der Investitionsquote



Österreichs KMUs: relative geringe(r) Finanzierungsprobleme und -bedarf

Einschätzung der Finanzierung von KMUs

Zugang zu Finanzierung

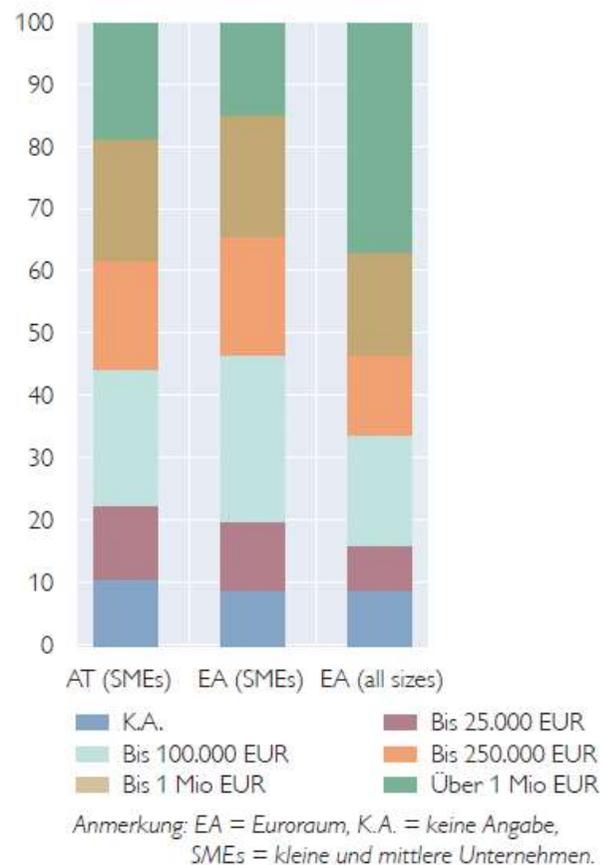
1 (leicht) bis 10 (sehr schwierig), Einschätzung der befragten Unternehmen, 2.-3. Quartal 2015



Quelle: EZB (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE)

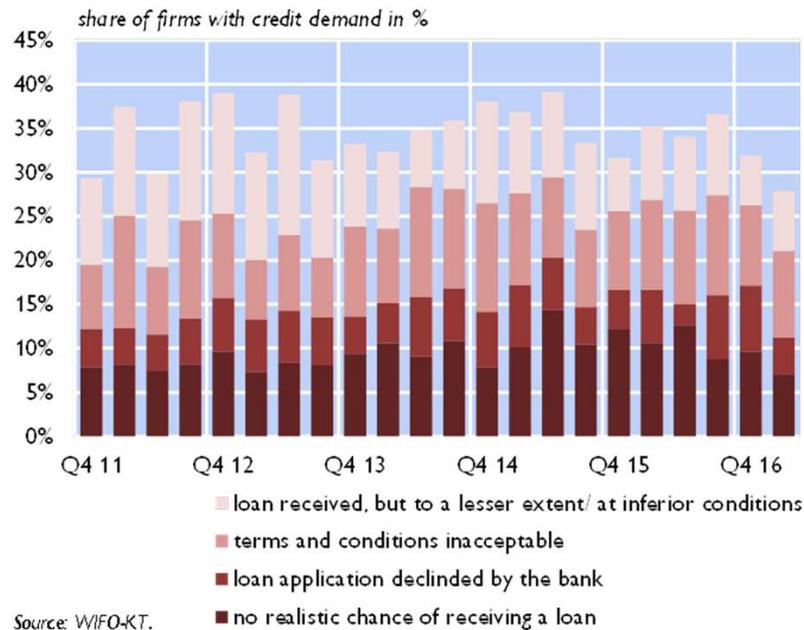
Finanzierungsbedarf nach Betragsgröße

Anteile an den Nennungen in %, Q2 bis Q3 2014

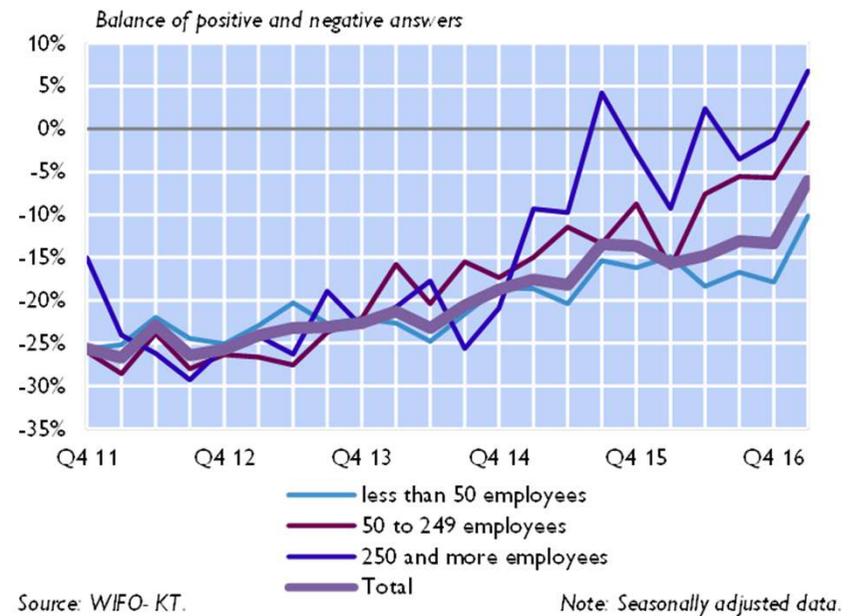


KMUs relativ mehr von Kreditbeschränkung betroffen

Forms of credit constraints



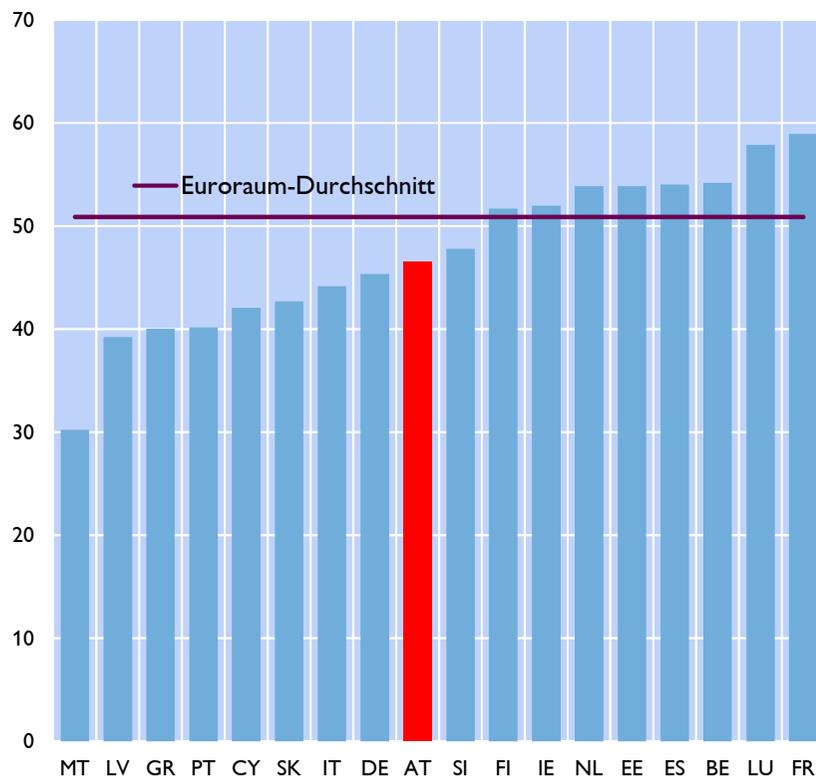
Willingness of banks to grant a loan



Unterdurchschnittliches Eigenkapital

Anteil des Eigenkapitals an der Außenfinanzierung

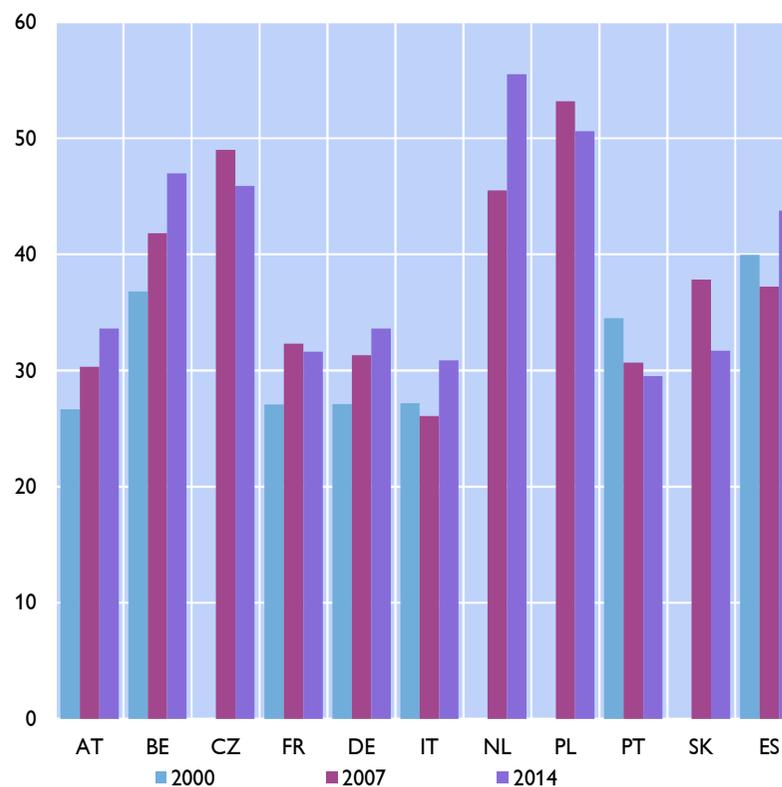
in % (Bestand, 3Q2016)



Quelle: SDW der EZB (Finanzierungsrechnung).

Eigenkapital nichtfinanzieller Unternehmen

in % der Bilanzsumme



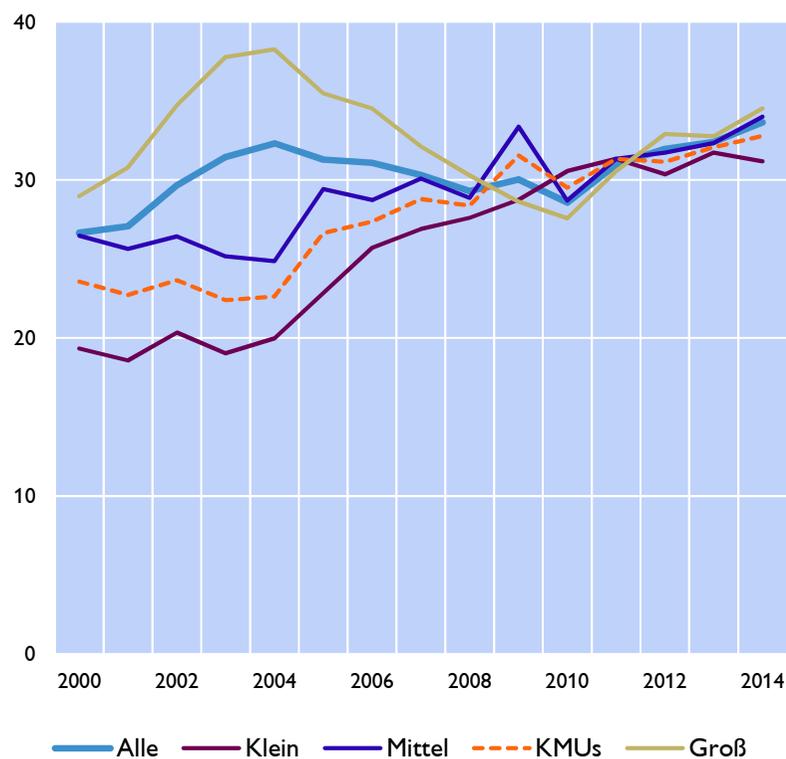
Quelle: BACH-Datenbank.

NL: 2008 statt 2007

KMUs bauen Eigenkapital auf Bau und Tourismus hinken nach

Eigenkapital der österreichischen Unternehmen

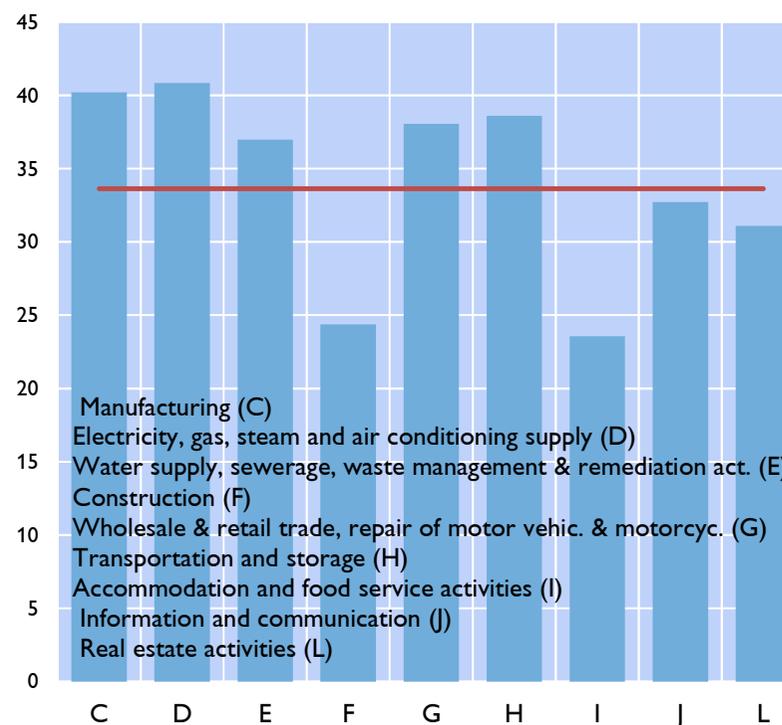
in % der Bilanzsumme



Quelle: BACH-Datenbank.

Eigenkapital der österreichischen Unternehmen nach Sektoren

in % (2014)

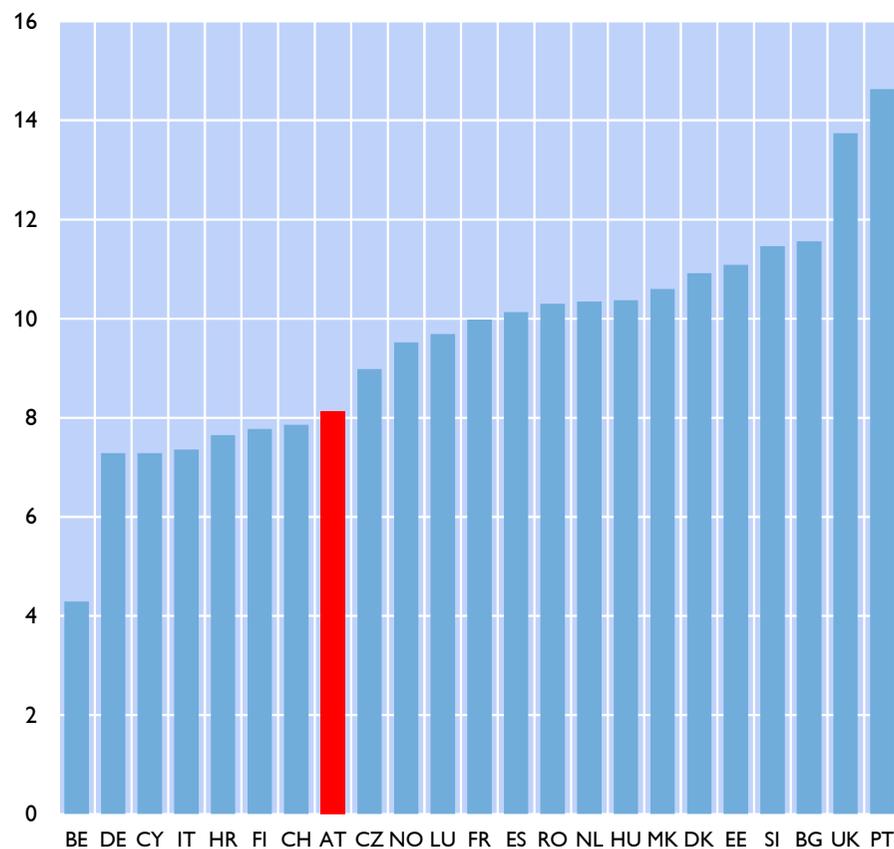


Quelle: BACH-Datenbank.

Unterdurchschnittliche Geburtenrate von Start-ups (keine einheitliche Definition)

Unternehmensgründungen

pro 1000 bestehenden Unternehmen; 2014



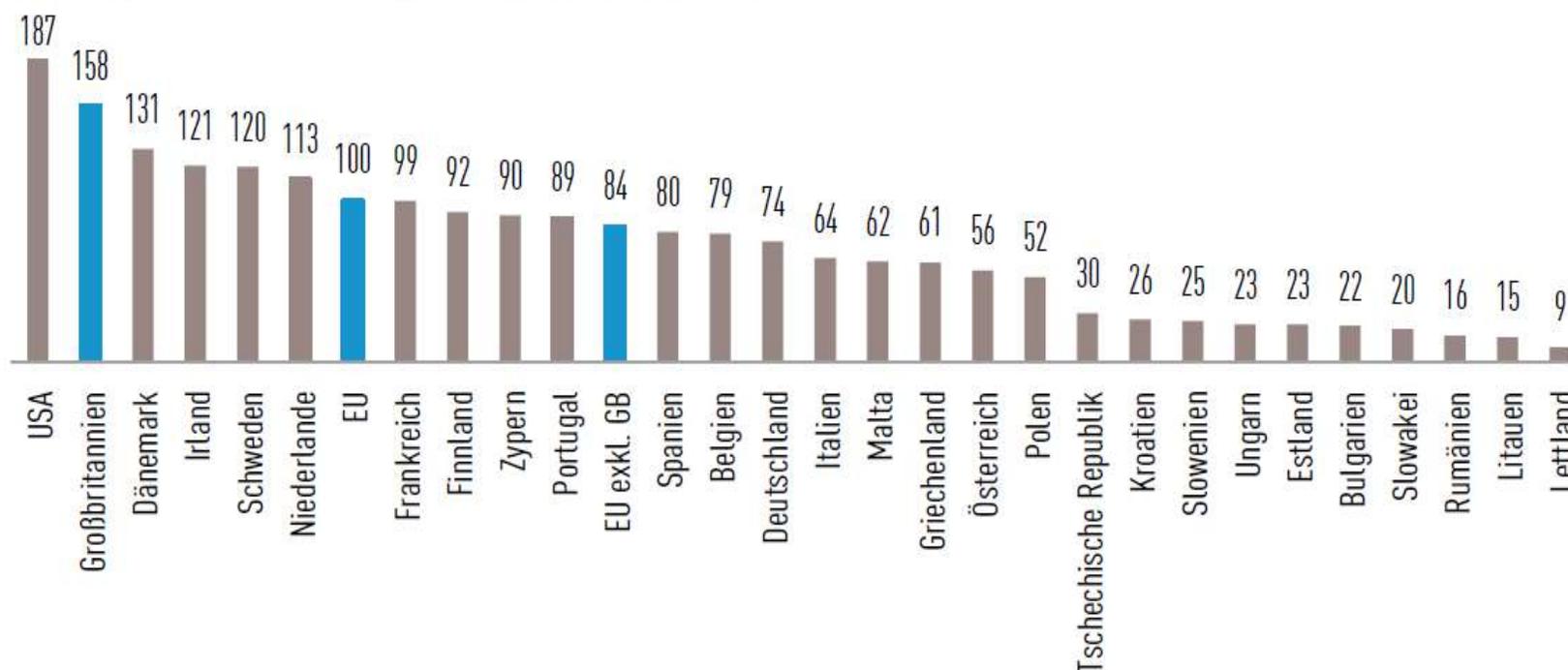
Quelle: Eurostat.

Überblick

1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?
2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?
3. Konkrete Maßnahmen
4. Bedeutung für Österreich
- 5. Gefahren und Chancen des Brexit**
6. Schnittstelle zur Fiskalunion
7. Fazit

Brexit: Ohne UK verliert EU Kapitalmarkttiefe

ABBILDUNG 1 ► Tiefe der EU-Kapitalmärkte mit und ohne Großbritannien



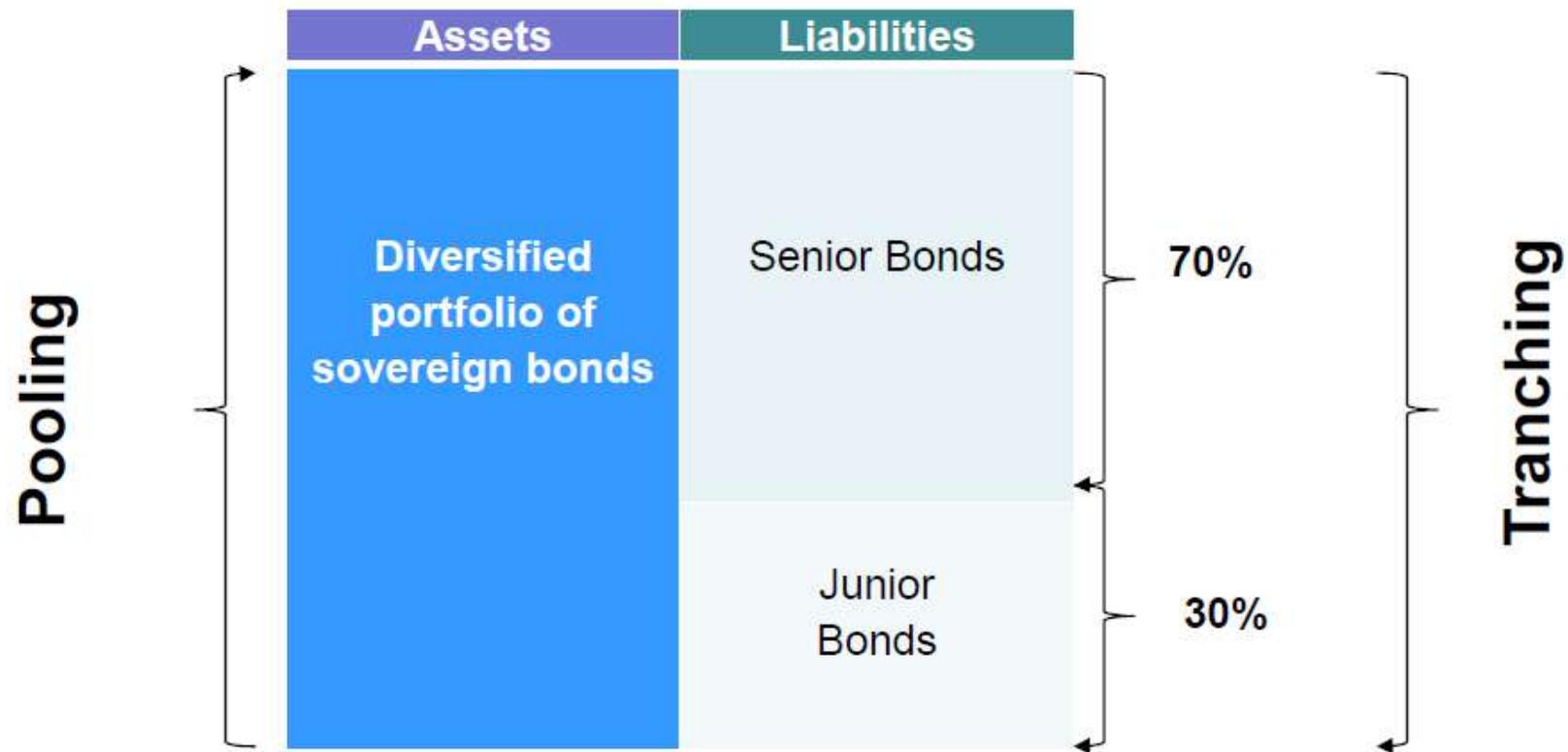
Die Abbildung zeigt die relative Tiefe der Kapitalmärkte in Europa in 25 verschiedenen Sektoren (fünf Jahre bis 2014, im Verhältnis zum BIP, umbasiert auf EU = 100).

Quelle: New Financial, [Beyond Brexit What next for European capital markets?](#), Juni 2016.

Überblick

1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?
2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?
3. Konkrete Maßnahmen
4. Bedeutung für Österreich
5. Gefahren und Chancen des Brexit
- 6. Schnittstelle zur Fiskalunion**
7. Fazit

Sovereign Bonds Backed Securities (European Safe Bonds)

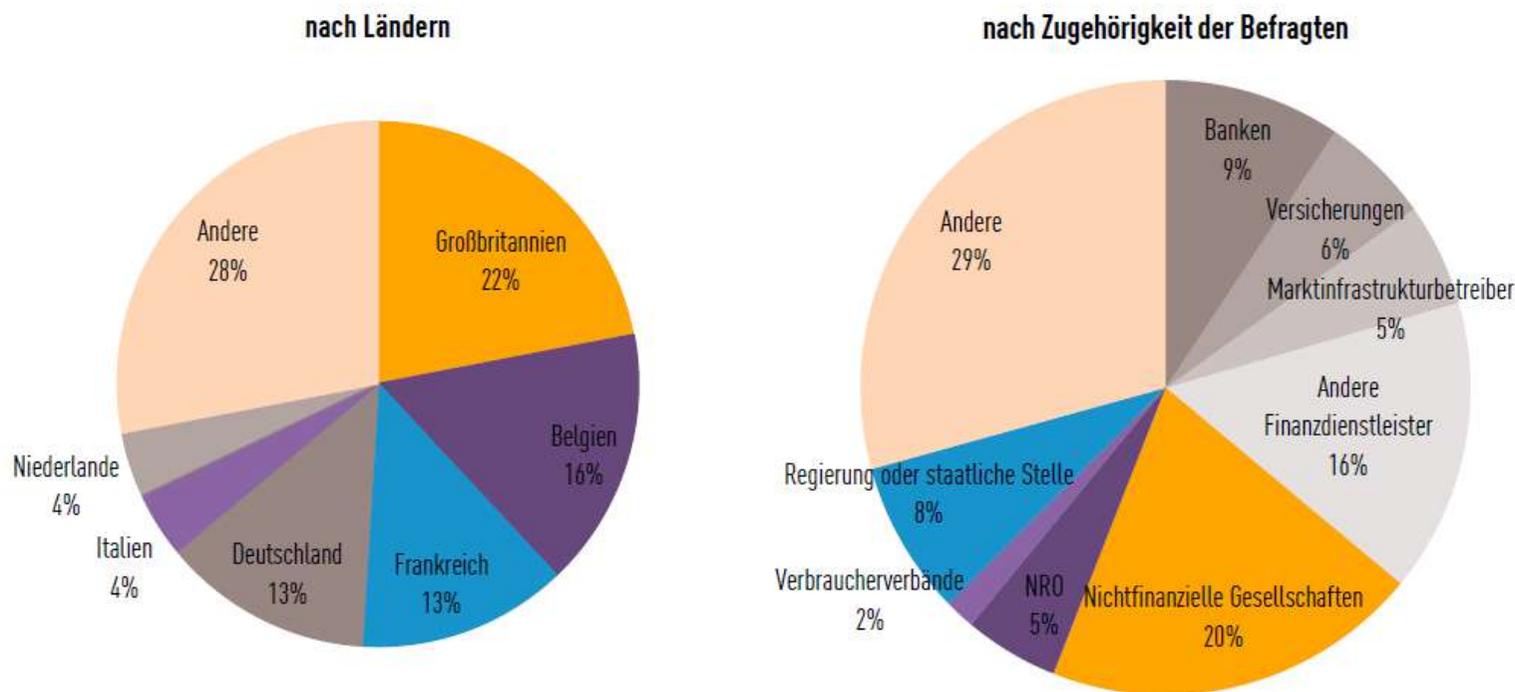


Überblick

1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?
2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?
3. Konkrete Maßnahmen
4. Bedeutung für Österreich
5. Gefahren und Chancen des Brexit
6. Schnittstelle zur Fiskalunion
- 7. Fazit**

Breite Öffentlichkeit beteiligt sich wenig an Diskussion

ABBILDUNG 3 ► Das Interesse an einer Kapitalmarktunion konzentriert sich auf wenige Länder und Stakeholder

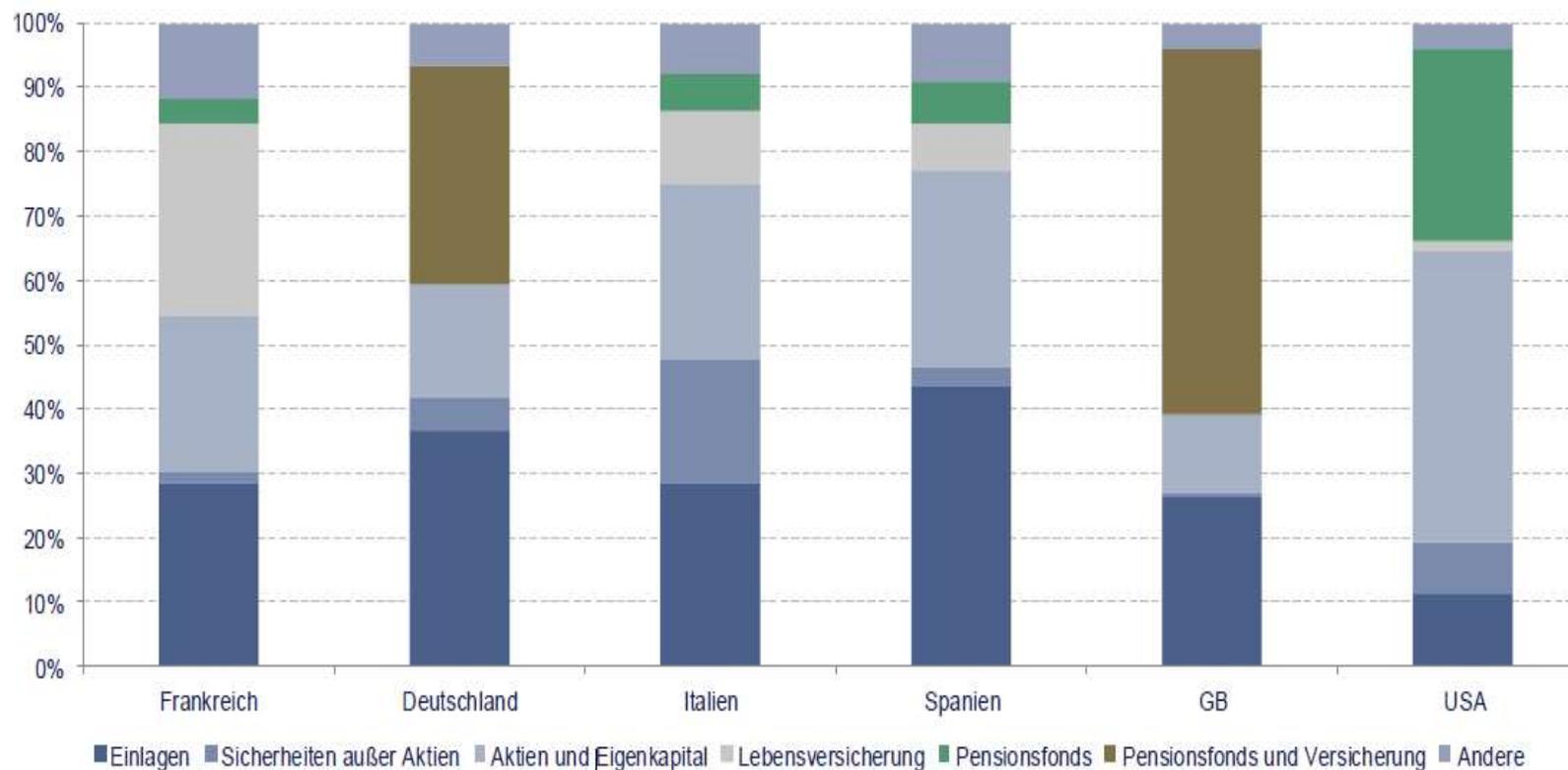


Die Abbildungen zeigen die Beteiligung an der Konsultation zum Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ nach Ländern und Zugehörigkeit der Befragten.

Quellen: Europäische Kommission, [Feedback Statement on the Green Paper "Building a Capital Markets Union"](#), SWD(2015) 184 final, 30. September 2015; L. Quaglia, D. Howarth und M. Liebe, [The Political Economy of European Capital Markets Union](#), Journal of Common Market Studies Vol. 54, Annual Review, pp. 185-203, 2016.

Banken bleiben wichtig!

Assets von Haushalten



Quelle: Bank of England, NORD/LB Fixed Income Research
Stand: 2012 - 2014

Ergänzende Folien

ANNEX

Zentrale Aufsicht – Pro und Kontra

TABELLE 1 ► Konkurrierende Ansätze in Bezug auf die Vorgehensweise und die politische Durchführbarkeit der Kapitalmarktunion

	SCHRITTWEISE VERÄNDERUNGEN	INSTITUTIONELLE VERÄNDERUNGEN
Wo sollten die Schwerpunkte liegen?	Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen, schrittweiser Abbau von Hindernissen	Einheitliche Aufsicht und Regulierungsbefugnisse auf EU-Ebene
Was kann die Kapitalmarktunion bewirken?	Einzelne Schritte summieren sich, bewirken einen politischen Impuls durch die übergreifende Initiative	Beseitigung grenzüberschreitender Hindernisse durch Harmonisierung und Zentralisierung
Wie sollte mit nationalen Empfindlichkeiten umgegangen werden?	Vermeiden. Die komplexe regulatorische Agenda darf nicht durch politische Sackgassen gefährdet werden.	Ausräumen. Ohne institutionelle Veränderungen wird das Potenzial der Kapitalmarktunion von vornherein marginalisiert.

Grundsätze der Kapitalmarktunion

1. **Kapitalmärkte sollen dahin ausgerichtet werden, dass die Wirtschaft den größtmöglichen Nutzen aus ihnen ziehen kann**
2. **Beseitigung von Hindernissen hinsichtlich grenzüberschreitender Investitionen**
3. **Aufbauend auf dem Stabilitätsgedanken der Finanzmärkte ein einziges Regelbuch für die Finanzindustrie aufzustellen, das konsistent über alle EU-Länder hinweg durchgesetzt wird**
4. **Verbraucher- und Anlegerschutz**
5. **Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der EU**

Kapitalmarktunion: Woran wird gearbeitet?

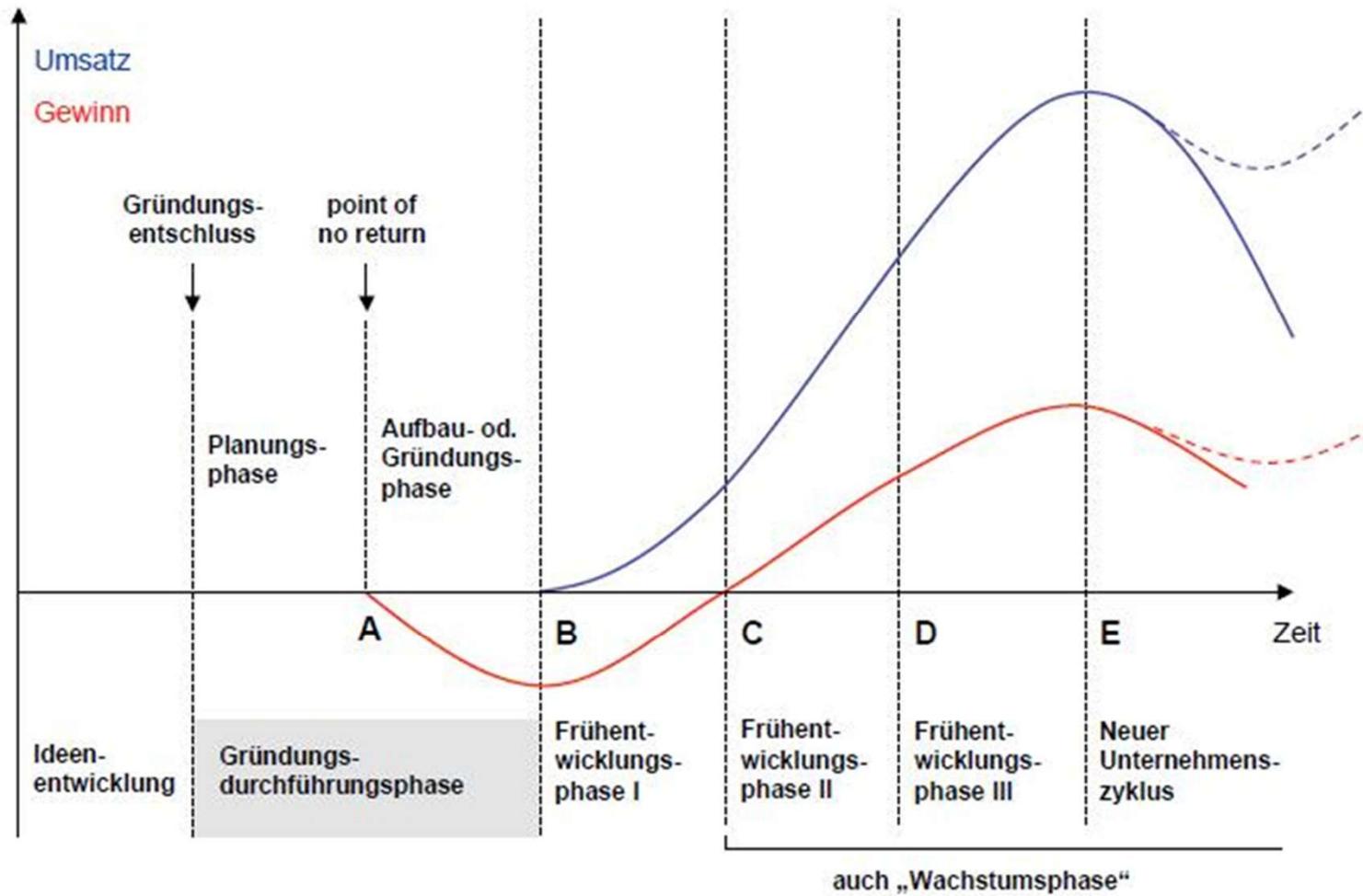
Vorschriften zu

- **Kreditverbriefungen: einfach, transparent & standardisiert**
- **Infrastrukturinvestitionen: Neue Anlageklasse, Versicherungen**
- **Prospektrichtlinien: vereinfachen, Kosten senken**

Konsultation zu

- **Risikokapital: Investmentfonds erleichtern**
- **Pfandbriefe: standardisieren**

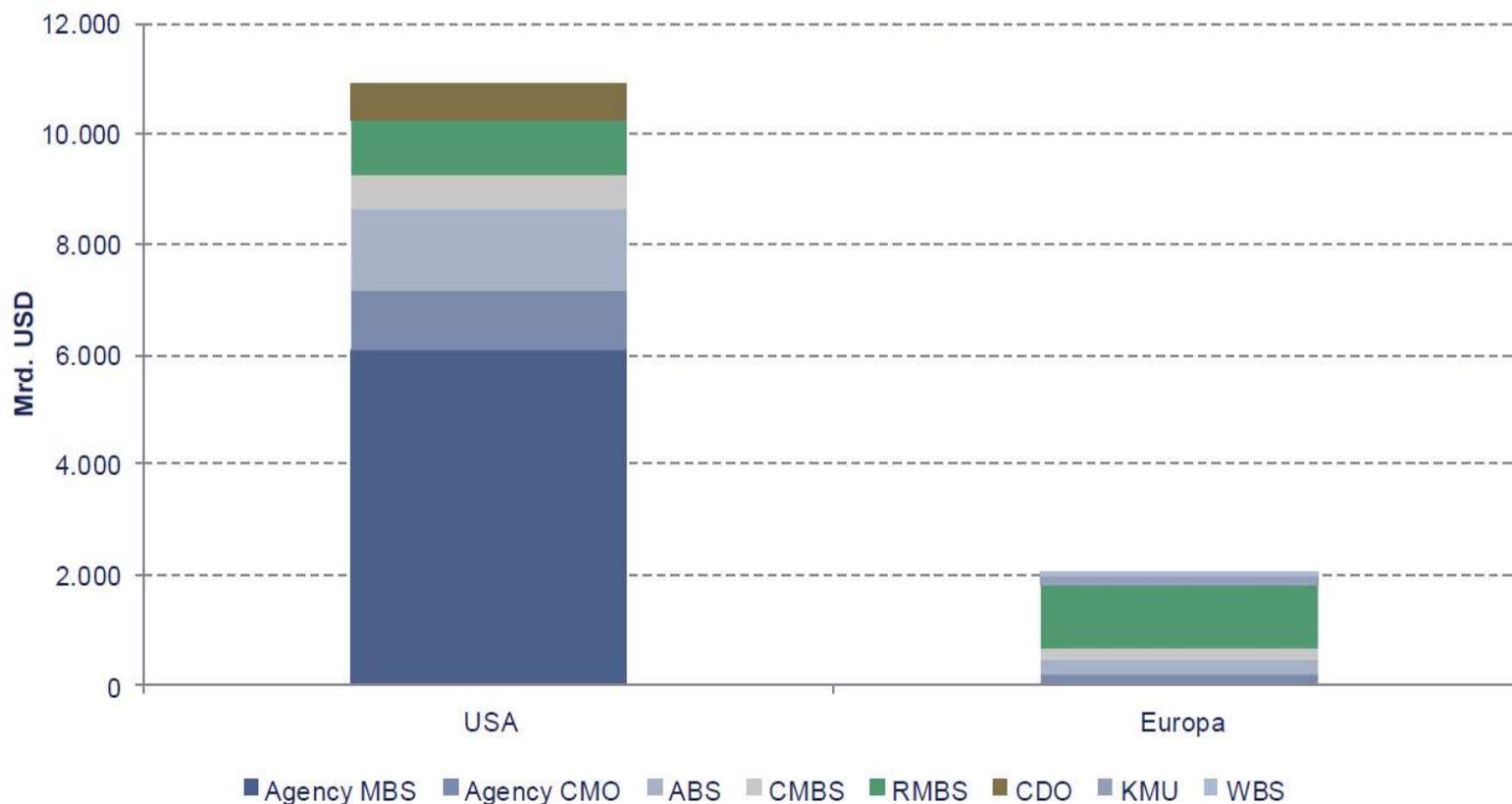
Finanzierungsbedarf im Unternehmenszyklus



Quelle: Zacharias (2001), Rüggeberg (2003)

Simpler, transparenter und standardisierter Markt für Verbriefungen (STS)

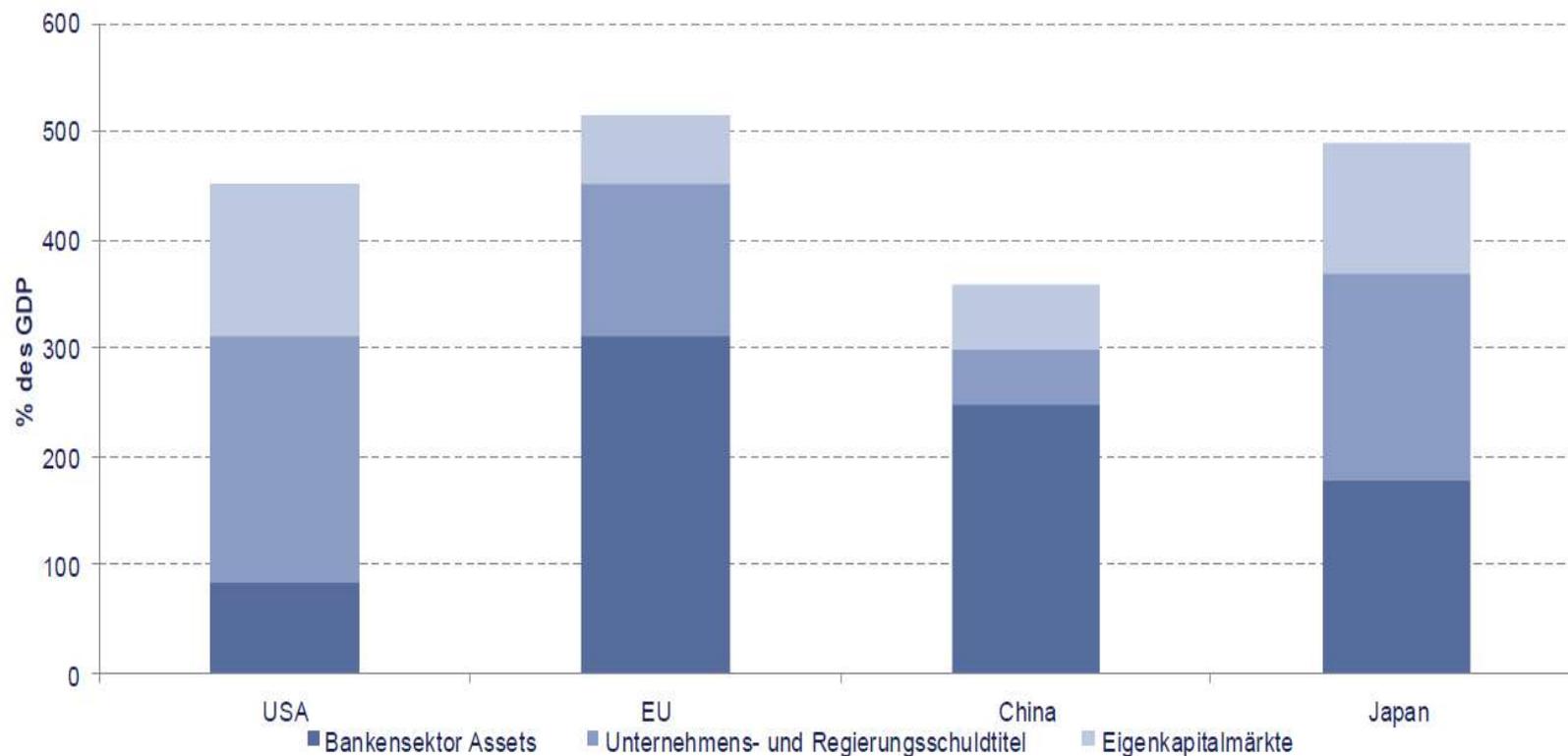
Ausstehende Verbriefungen USA und Eurozone



Quelle: Bank of England, NORD/LB Fixed Income Research
Stand: 2014

Europa ist bankenzentriert

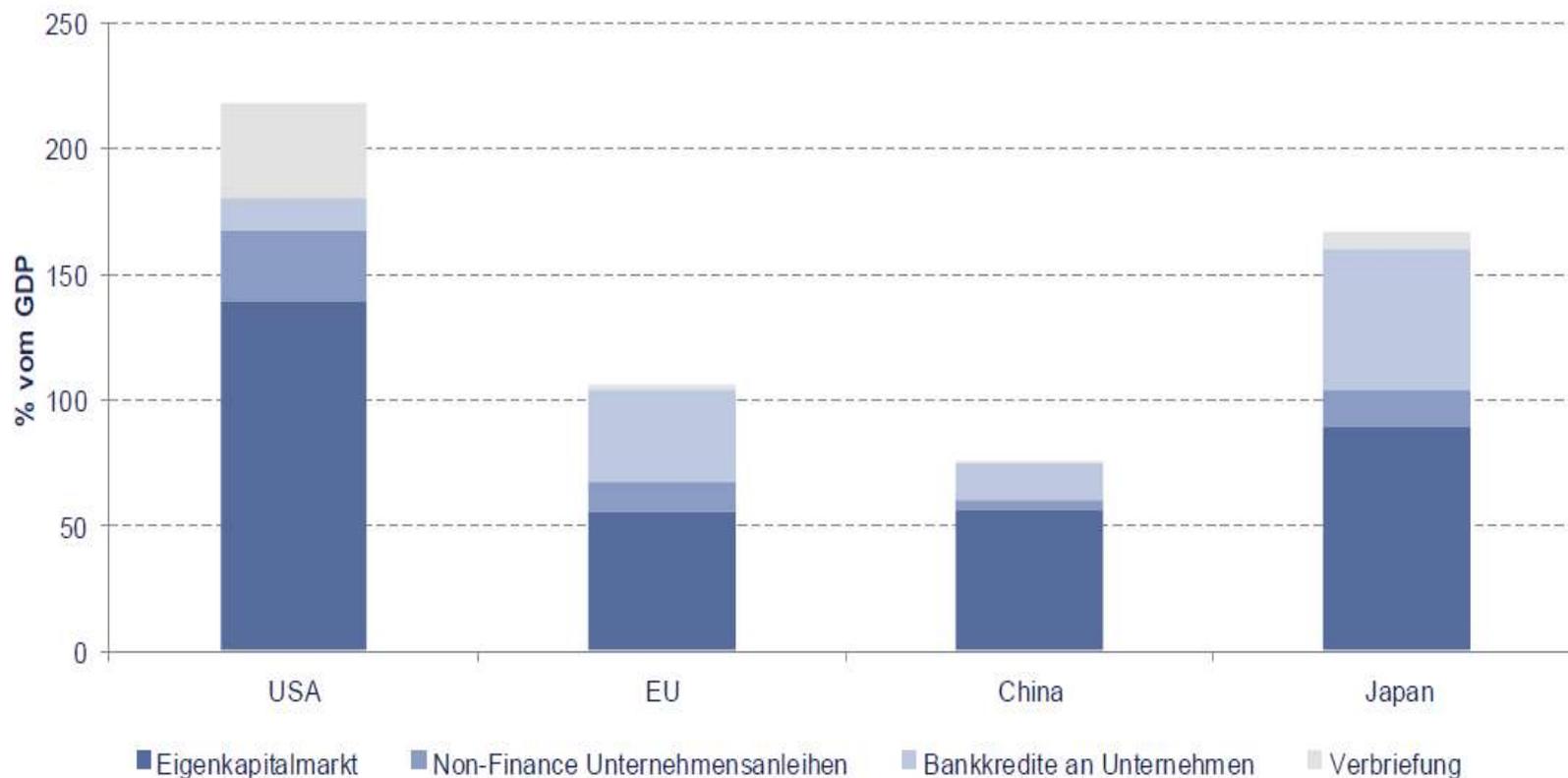
Größe der Finanzsektoren und Kapitalmärkte in Prozent des GDP



Quelle: Véron und Wolff (2015), NORD/LB Fixed Income Research
 Stand: 2014 mit Ausnahme des Eigenkapitalmarktes der EU (2012), Unternehmens- und Regierungsschuldtitel (2013) und Bankensektor Assets Japan (2013)

Diversifizierung der Unternehmensfinanzierung

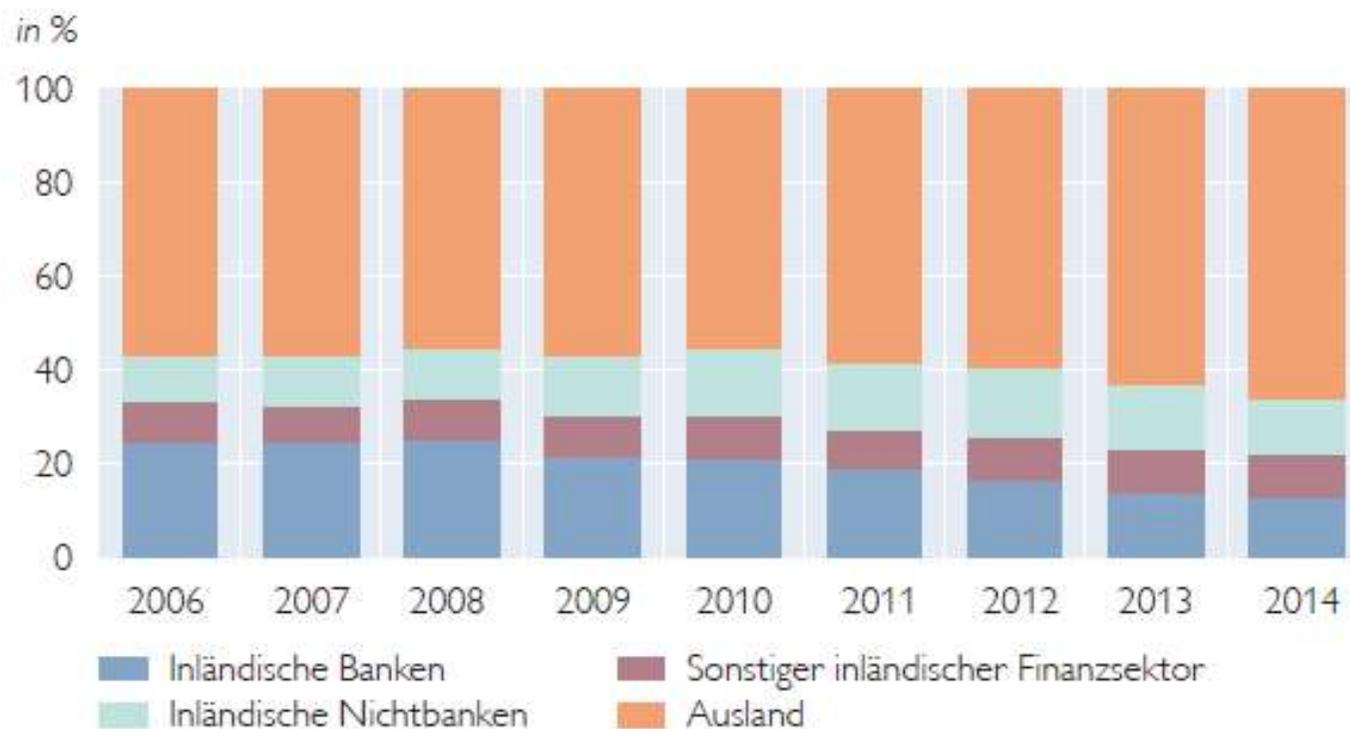
Finanzierung von Non-Finance Unternehmen in Prozent des GDP



Quelle: Véron und Wolff (2015), NORD/LB Fixed Income Research
Stand: 2012 - 2014

Österreichs Unternehmensanleihen sehr international

Investorenstruktur bei von österreichischen Unternehmen begebenen Anleihen



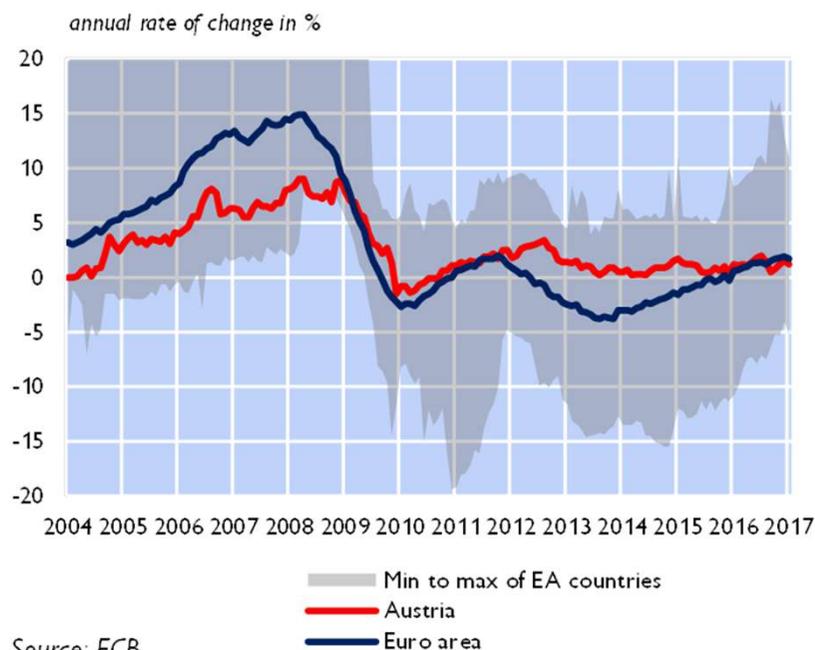
Quelle: OeNB.

Kreditbeschränkung österreichischer Unternehmen höher als angenommen?

Hahn, Hölzl & Kwapil 2017:

Durchschnittliche österreichische Nichtfinanzfirma während der Finanzkrise viel höheres Kreditlimitrisiko als von vielen Experten und Behörden angenommen (Vergleich von Firmendaten mit Bankdaten durch propensity score matching PSM).

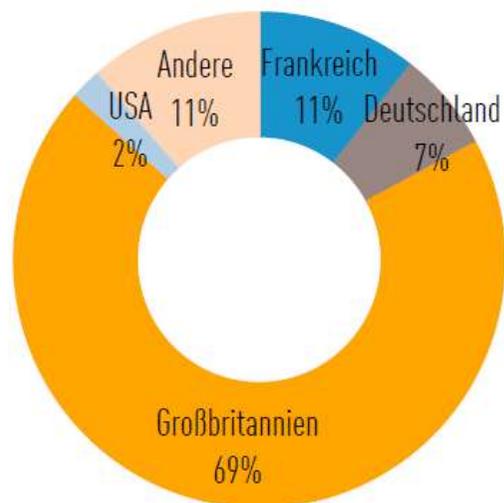
Volume of bank credit to NFCs



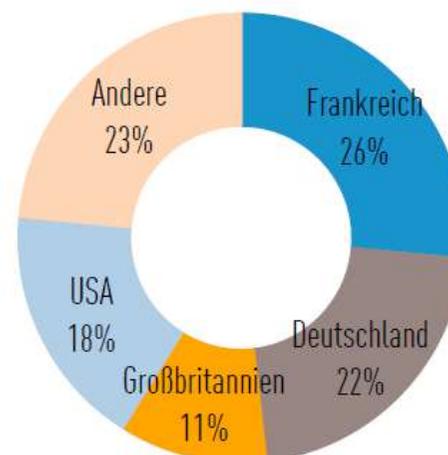
Marktkapitalisierung Großbritanniens fast doppelt so hoch wie Durchschnitt der EU-28

ABBILDUNG 2 ► Die Bedeutung Großbritanniens für die Kapitalmärkte der EU

Clearing von in Euro denominierten OTC-Derivaten



Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Das Schaubild rechts zeigt die begebenen Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (in Euro denominiert) im 1. Quartal 2016. Das Schaubild links zeigt den Umsatz von in Euro denominierten OTC-Zinsderivaten (einheitliche Währung) Tagesdurchschnittswerte im April 2013.

Quellen: BIS, Debt securities issues and amounts outstanding, Tabelle C3; BIS, [Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013](#), September 2015. Berechnung des Verfassers.

How General Collateral Repos Work

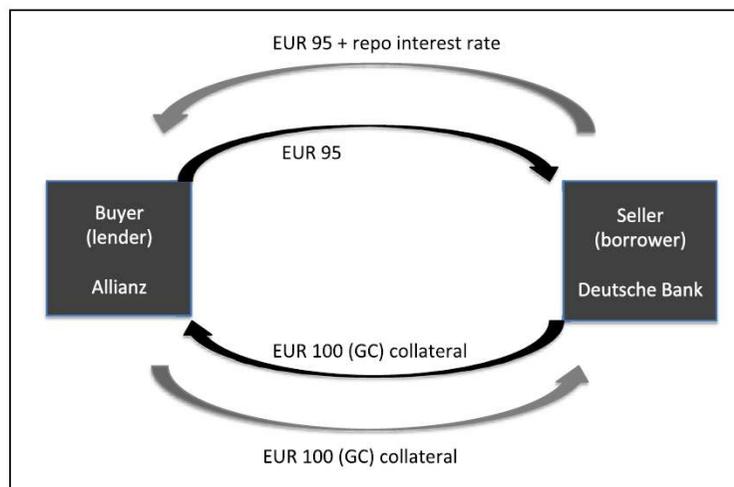
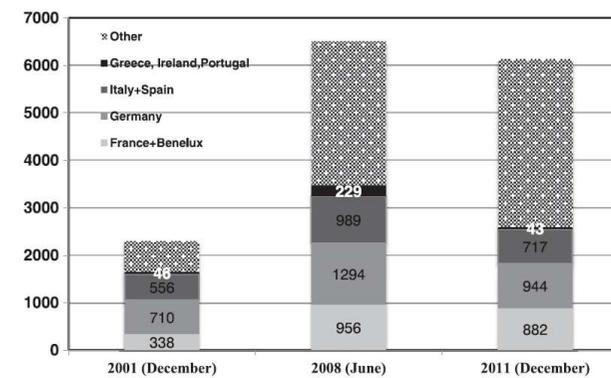
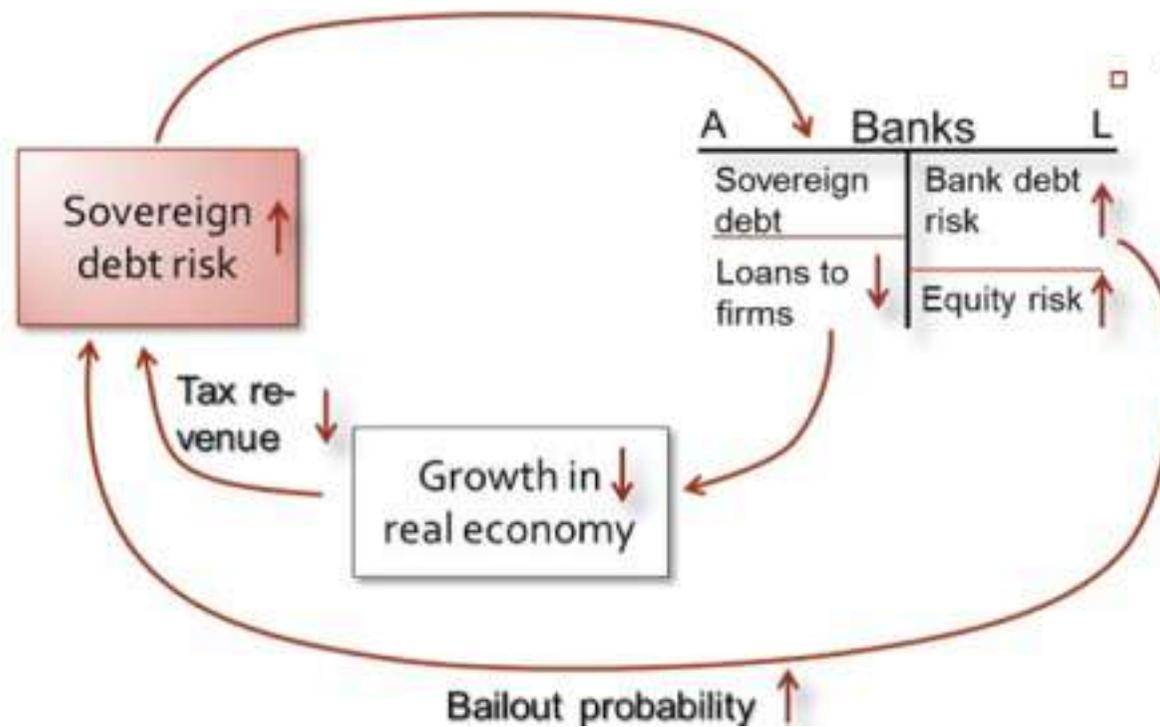


Figure 2: Government-issued Collateral in European Repo Markets, EUR Billions.
Source: ICMA statistics



© 2015 The Author(s) JCMS: Journal of Common Market Studies © 2015 John Wiley & Sons Ltd

Teufelskreis zwischen Staat und Bank



Durchmischte Zwischenbilanz der Kapitalmarktunion

2015

- *Februar*: Grünbuch und Konsultation
- *September*: Aktionsplan: 33 Initiativen bis 2019
- *September*: Quick-win-Initiativen

2016

- *Februar*: 1. Arbeitsprogramm zu Aufsichtskonvergenz der ESMA
- *Juli*: Wechsel im Amt des EU-Kommissars: neues Streben nach institutionellen Veränderungen?
- *Bis November*: 1/7 der Rechtsetzungsinitiativen abgeschlossen
- Wichtigste Initiativen: neue Rahmenregelung für Verbriefungen (fast abgeschlossen), Harmonisierung von Insolvenzverfahren (Vorschlag im November veröffentlicht)

2017

- Mit der Aktivierung von Artikel 50 wird der Standortwechsel der EBA möglicherweise im Rahmen eines Kompromisspakets für die Europäischen Aufsichtsbehörden geregelt.
- Weitere politische Herausforderungen stehen bevor:
 - Harmonisierung der Insolvenzverfahren
 - Beseitigung von Steuerhürden