

Univ.-Prof. Dr. Roman Rohatschek

Univ.-Prof. Dr. Ewald Aschauer
em. Univ.-Prof. Dr. Romuald Bertl
Univ.-Prof. Dr. Klaus Hirschler

„Unternehmensbewertung in der Krise“

Durch die Forschungsinitiative Business Valuation, Accounting and Auditing hat sich eine Plattform für den Gedankenaustausch zu aktuellen Themen aus Theorie, Praxis und Rechtsprechung der Unternehmensbewertung, der Rechnungslegung und der Wirtschaftsprüfung gebildet. Diese führt regelmäßig Veranstaltungen unter der wissenschaftlichen Leitung von Ewald Aschauer, Romuald Bertl, Klaus Hirschler und Roman Rohatschek durch.

Vortragender:

Prof. Dr.Dr.h.c. Wolfgang Ballwieser

*Instituts für Unternehmensrechnung und Wirtschaftsprüfung,
Ludwig-Maximilians-Universität München*

Co-Referent:

Dr. Stefan Fink

Chief Economist, KPMG Austria

Veranstaltungstermin/-Ort:

Dienstag, 2. Mai 2023
17:00 bis ca. 19:00 Uhr

JKU Linz
Altenberger Straße 69
4040 Linz Österreich
Managementzentrum, 2. Stock, MZ201 B

Wir danken der BDO Austria GmbH für die finanzielle Unterstützung.

Sponsored by



Wolfgang Ballwieser (LMU München)

Unternehmensbewertung in der Krise

*Krisenvarianten, Bewertungseinflüsse,
Vorschläge*

„Die“ Krise existiert nicht (1)

- › Krise = Höhe- oder Wendepunkt einer als gefährlich eingestuften Entwicklung
- › Krise = Risiko, verlangt oft radikale Anpassungen zur Bewältigung ungewisser unternehmerischer Zukunft
- › Früherkennung notwendig
- › *Krisenanlässe und Krisenbewältigungen sind vielfältig*

„Die“ Krise existiert nicht (2)

- › Die BWL hat sich schon lange mit Frühwarnsystemen und Techniken zur Krisenerkennung und -bewältigung beschäftigt — funktionspezifisch wie universell
- › Damit verbunden war die Frage der mit Wahrscheinlichkeitsschätzungen unterlegten Vorhersehbarkeit einer Krise

„Die“ Krise existiert nicht (3)

- › Frühwarnsysteme im *Finanzbereich* gibt es zu Liquiditätssicherung und Überschuldungsvermeidung und zur Begrenzung von Ausfallrisiken für Kredit- und Versicherungsgeber
- › Im *Produktions- und Organisationsbereich* sind unterschiedlich ausgestaltete Puffer prominent
- › Das betrifft sowohl den *operativen*, das Tagesgeschäft betreffenden, als auch den *eng verstandenen*, die langfristige Unternehmenstätigkeit (das Geschäftsmodell) betreffenden *strategischen Bereich* der Unternehmensführung

„Die“ Krise existiert nicht (4)

- › Bei *weit verstandenem Strategiebegriff* wird man auch regulative, naturgetriebene und geopolitische Risiken einbeziehen
- › Das hat *Konsequenzen für die Vorhersehbarkeit* solcher Risiken. Sie dürfte bei der Öl- oder Finanzkrise, der Corona-Pandemie und dem Ukraine-Krieg gering gewesen sein, während es für die Klimakrise schon deutlich länger vorliegende Anhaltspunkte gab.
- › Selbst im letzten Fall ist es nicht leicht zu antizipieren, wie die nationale und internationale Politik darauf reagieren wird

„Die“ Krise existiert nicht (5)

- › So wird mit Gesellschaftsrecht versucht, Wohlverhalten von Unternehmen und Kapitalgeber zu erzwingen:
 - ❖ „European Commission's Action Plan: Financing Sustainable Growth“, der Finanzindustrie, Investoren und Gläubiger betrifft
 - ❖ „Corporate Sustainability Reporting Directive“ (CSRD) der EU, die mit Rechnungslegung über Nachhaltigkeitsaspekte und „name & shame“ auf „gute Geschäftsmodelle“ von Unternehmen zielt
- › *Bedeutsame Krisen betreffen die gefährdete Existenz des Geschäftsmodells eines Unternehmens*

„Die“ Krise existiert nicht (6) *Beispiele*

Unternehmen	Anlass	Resultat/Zustand
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Arthur Andersen 2001 ▪ Philipp Holzmann 2002 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Enron-Skandal ▪ Managementfehler 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rufschaden/Auflösung ▪ Insolvenz
<ul style="list-style-type: none"> ▪ ThyssenKrupp 2011 ▪ Bayer 2016 ▪ Lufthansa 2021 ▪ RBI 2022 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Managementfehler ▪ Monsanto-Kauf ▪ Corona-Pandemie ▪ Ukraine-Krieg 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mühevolle Umstrukturierung ▪ Klagen/Aufspaltung? ▪ Staatsbeteiligung/Turnaround ✓ ▪ Nettogewinn mehr als verdoppelt, Russland-Geschäft offen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adler 2022 ▪ Vonovia 2023 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abschlussprüfung ▪ Wachstum/EZB 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Massives Finanzierungsproblem ▪ Prognoseanpassung
<ul style="list-style-type: none"> ▪ P & C Düsseldorf 2023 ▪ Credit Suisse 2023 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Corona-Pandemie ▪ Managementfehler 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Insolvenz/Schutzschirmverfahren ▪ (Zwangs-)Übernahme durch UBS

Strittig ist, ab wann man Krise erkennen kann und reagieren muss

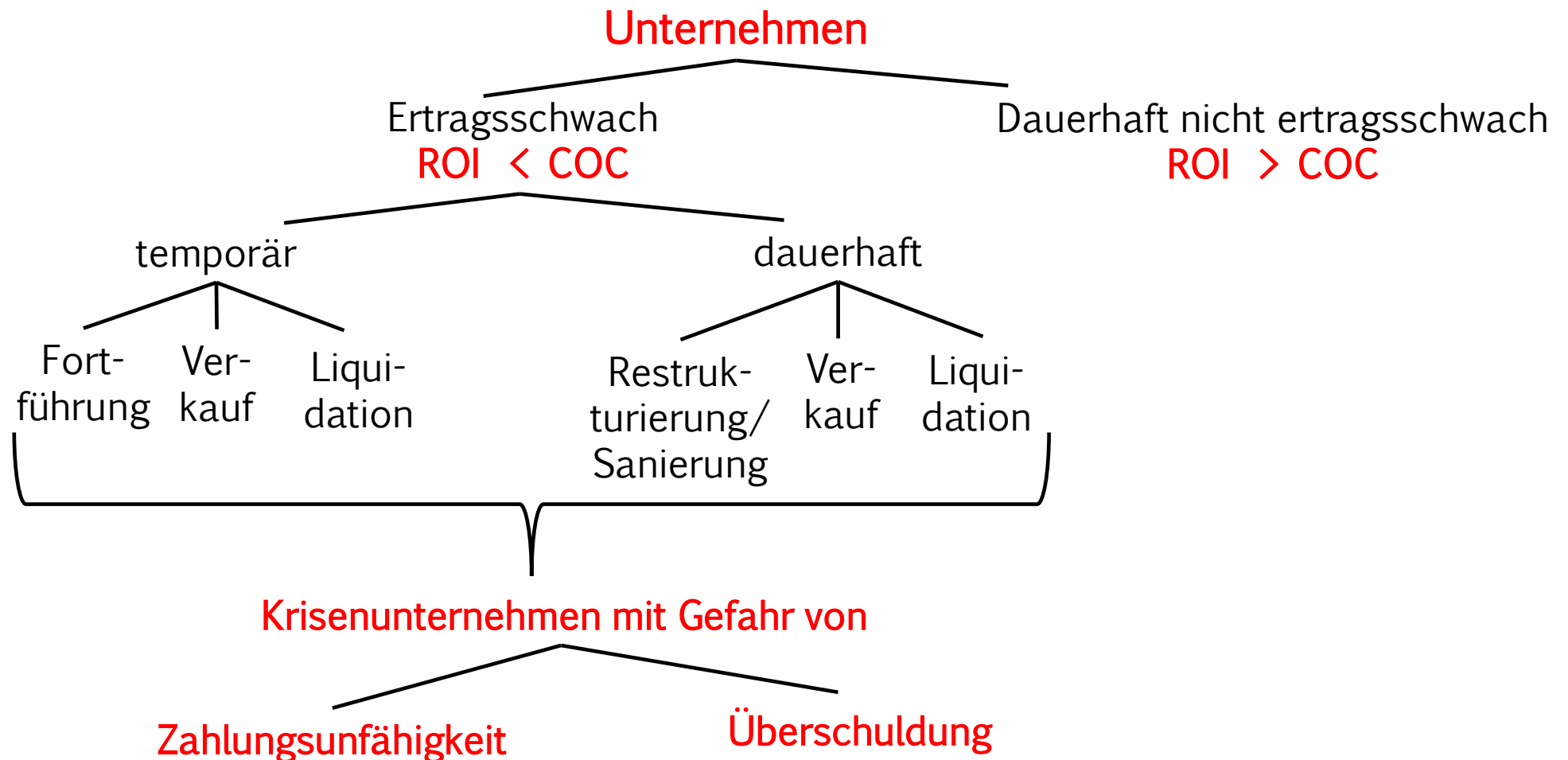
„Die“ Krise existiert nicht (7) *Aktienkurs Bayer*



Spitze 137 (2.3.2015)
erstes Tal 84 (2.5.2016)
Übernahmeeinigung verkündet 14.9.2016
Tiefst 41 (1.10.2020)
58 (7.3.2023)

Quelle: tradingview.com

Ertragsschwache Unternehmen und Krise



Bewertungseinflüsse (1)

- › Bewertungen müssen zweckgerecht sein und – soweit vorhanden – gesetzlichen oder vertraglichen Restriktionen genügen
- › M&A-Aktivitäten, Abfindungen nach Strukturmaßnahmen, Bewertungen nach Handels-, Steuer- oder Erbrecht etc. haben unterschiedliche Nebenbedingungen
- › *Ich betrachte nur Bewertungen von Externen im Zusammenhang mit M&A-Aktivitäten*

Bewertungseinflüsse (2)

- › **Professionelle Bewertungen verlangen (mindestens)**
 - ❖ ein gutes Verständnis des Geschäftsmodells des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit wie in der Zukunft, nach evtl. zu erwartender Transformation
 - ❖ eine ordentliche SWOT-Analyse
 - ❖ eine Verwendung von Barwert-Methoden (EW, FTE, APV, WACC)
 - ❖ eine Verprobung des Barwert-Resultats mit
 - realisierten Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen
 - Marktkapitalisierungen = fiktiven Marktpreisen
 - Multiple-Ergebnissen

- › **Meine erste Frage ist: *Was bedeuten Krisen für Struktur und Zähler der Barwertformeln bei vorläufiger Vernachlässigung einer Restrukturierung?***

Bewertungseinflüsse (3)

- › *Kernfrage: Ist die Unternehmensfortführung am Bewertungsstichtag und danach gegeben?*
 - ❖ Ja/Nein? => Barwertkalkül basiert grds. auf Unternehmensfortführung
 - ❖ Unsicherheitsgrad des Zählers? => Hat Implikationen für Phasen-Modell und Szenario-Analysen
 - ❖ 2- oder 3-Phasen-Modell? => Bei „hoher“ Unsicherheit wird 2-Phasen-Modell fragwürdig
 - ❖ Szenario-Analyse? => Bei „hoher“ Unsicherheit erscheint Szenario-Analyse geboten
 - ❖ Szenario-Analyse kann spätere Abweichung von Unternehmensfortführung erfassen

Bewertungseinflüsse (4)

- › *Intensive Auseinandersetzung mit Planung des Managements geboten*
 - ❖ Zwar Grundsatz der Beachtung der vorgelegten Planung – externer Bewerter ist kein besserer Manager
 - ❖ Die Planung muss aber widerspruchsfrei und hinreichend plausibel sein – eindeutig unrealistische Annahmen sind zu ersetzen
 - ❖ Die Diskontierung mit risikoangepassten Zinsfüßen verlangt für den Zähler den Ansatz von Erwartungswerten, weder von wahrscheinlichsten noch bestmöglichen Werten

Bewertungseinflüsse (5)

› *Konfliktpotential*

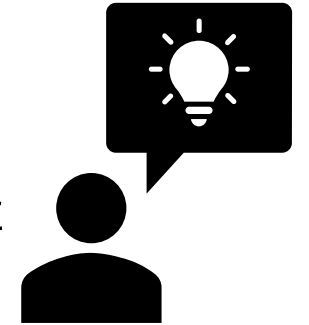
- ❖ Das Management
 - plant üblicherweise nicht über längere Zeiträume
 - plant üblicherweise nicht die Insolvenz
 - hat üblicherweise keine Anreize, eigene Fehler einzugestehen
- ❖ Externe Bewerter sollten sich deshalb insb. auf **faktisch erkennbare** Risikofaktoren konzentrieren
 - Schlechte Kreditratings
 - Schlechte ESG-Ratings
 - Kursrückgänge
 - Aktivistische Investoren
 - Klagen

Bewertungseinflüsse (6)

› *IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion*

› *Betonung von*

- ❖ **rechnerischer und formeller Plausibilität** (rechnerische Fehlerfreiheit und Annahmen-Konsistenz)
- ❖ **materieller, interner Plausibilität** (Nachvollziehbarkeit und Konsistenz von Planung mit Erläuterungen, Ist-Entwicklung und Stichtagspotential)
- ❖ **materieller, externer Plausibilität** (Nachvollziehbarkeit und Konsistenz mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Markt- und Wettbewerberanalysen und Analystenschätzungen)



Bewertungseinflüsse (7)

- › *Empfehlung E 6 der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Berücksichtigung des Insolvenzrisikos vom 30.5.2017*
- › *Indizien eines bewertungsrelevanten Insolvenzrisikos*
 - ❖ Tatsachen, die Bestand des Unternehmens gefährden oder Entwicklung wesentlich beeinträchtigen können (§ 273 Abs 2 UGB)
 - ❖ Vorliegen der Voraussetzungen für zu vermutenden Reorganisationsbedarf iSv § 22 Abs 1 Z 1 URG
 - ❖ Überdurchschnittlich hohe Insolvenzwahrscheinlichkeit nach externem Rating
 - ❖ Wachstumsunternehmen iSv Rz 134 KFS/BW1
 - ❖ Vorliegen von latenter oder akuter Krise iSv KFS/BW5

Bewertungseinflüsse (8)

> *Phasen-Modelle*

- ❖ Bis heute oft 2-Phasen-Modell mit Detailplanungs- und Fortführungsphase
- ❖ Übergangsphase kann sinnvoll sein

Pro	Contra
Krise verlangt längere Reaktionszeit	Unsicherheit nimmt gegenüber Detailplanungsphase zu
Barwertanteil von Terminal Value wird kleiner	Auch kleinerer Anteil hängt von Startwert ab

Bewertungseinflüsse (9) *Praxisvergleich*

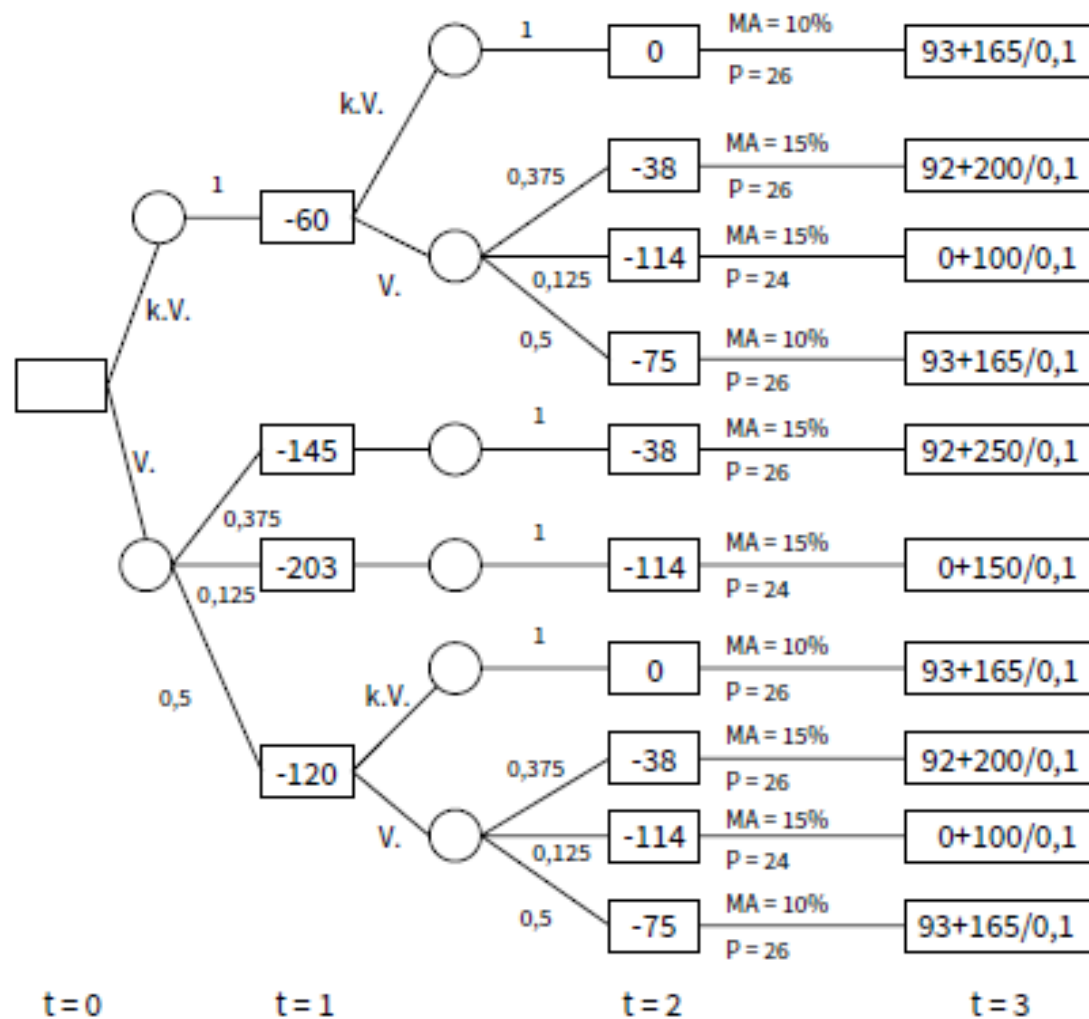
› *Website EY Switzerland*

“Covid-19 affects many businesses from various directions and will change free cash flow patterns and shareholder value creation. In order to establish a sound financial forecast, a thorough macro-economic, industry and company specific analysis is required. Given the high uncertainty regarding the speed and shape of the economic recovery, it is most sensible to run different scenarios and to derive a financial forecast reflecting probability-weighted expected free cash flows. Depending on the speed of the development it might be even the case that the explicit forecast period needs to be prolonged before entering a normalized terminal value year.

The underlying valuation assumptions will need to be taken based on best available information as of the valuation date. In the light of Covid-19, a higher volatility is observed in the market data used to derive key valuation parameters such as components of cost of capital, market multiples and long-term growth rates.”

- ❖ https://www.ey.com/en_ch/strategy-transactions/how-to-deal-with-corporate-valuations-in-times-of-uncertainty

Bewertungseinflüsse (10) *Theoretischer Ansatz*



Menge bedingter
Entscheidungen =
Strategie !

Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 59

Bewertungseinflüsse (11)

› *Szenario-Analyse*

- ❖ Nicht identisch mit Sensitivitätsanalyse
- ❖ Nicht erstreckbar auf viele Details und stochastische Abhängigkeiten
- ❖ Beschränkung auf wesentliche (unternehmensspezifische) Werttreiber notwendig
- ❖ Entwicklungspfade des Zählers sind bei Diskontierung mit risikoangepassten Zinsfüßen als Folge von Erwartungswerten zu verstehen
- ❖ Zur Verdichtung sind Entwicklungspfade mit Eintrittswahrscheinlichkeiten zu versehen
- ❖ Scheingenauigkeiten (37,5%) sind unangebracht

Bewertungseinflüsse (12)

› *Schritte für Szenario-Analyse*

- 1) Klärung von Krisenanlass
- 2) Klärung von durch Krise beeinflussten wesentlichen Werttreiber
- 3) Prüfung von Vorteilhaftigkeit einer Sum-of-the Parts-Bewertung
- 4) Klärung von geplanten und bereits ergriffenen Gegenmaßnahmen (ggf. Auseinandersetzung mit erst zu planenden Maßnahmen)
- 5) Einschätzung von Wirkungsgrad der Gegenmaßnahmen
- 6) Prüfung von Möglichkeit der Wahrscheinlichkeitsschätzung
- 7) **Verdichtung auf genügend viel erscheinende Entwicklungspfade**

› *Konfliktpotential ab Schritt 4) wahrscheinlich*

Bewertungseinflüsse (13)

› *Monte-Carlo-Simulation*

- ❖ Softwaregestützte Möglichkeit
- ❖ Verteilungsannahmen für wesentliche stochastische Variablen nötig
- ❖ Begrenzte Kommunizierbarkeit

› Meine zweite Frage ist: *Was bedeuten Krisen für den Nenner der Barwertformeln?*

Bewertungseinflüsse (14)

› *Für Eigenkapitalkosten auf CAPM-Basis*

- ❖ Eventuelle Veränderung der Peer Group
- ❖ Eventuelle Veränderung des Betafaktors
- ❖ Beschränkte Aussagekraft historischer Schätzungen

› *Bei FCF-Ansatz*

- ❖ Wahrscheinliche Veränderung der Fremdkapitalkosten

› *Kein Krisenzuschlag*

Konkretisierungsbeispiel (1) Weaver/Michelson (2008)

- › 3 Eingangsgrößen: Modalwerte für Erträge in Detailplanungsphase, Endwert und Diskontierungszins
- › Variation der Werte um jeweils 10 %, 15 % oder 20 % nach oben und nach unten führt zu 343 Kombinationen: $7 \times 7 \times 7$
- › Subjektive Wahrscheinlichkeiten für Änderungen sind angebbbar
- › Als »best case estimates« zählen die nur wertsteigernden, als »worst case estimates« die nur wertsenkenden Kombinationen, als »most likely« die Kombinationen ohne eindeutige Wertänderungsrichtung
- › Für die Wertverteilung können niedrigster, wahrscheinlichster, höchster Wert, Median, Werte im oberen und unteren Quartil, arithmetisches Mittel und Standardabweichung präsentiert werden

Konkretisierungsbeispiel (2) Weaver/Michelson (2008)

- › Bei konstantem Diskontierungszins resultieren 49 Kombinationen, beispielhafte Resultate:

		Change in Annual Cash Flows						
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Change In Terminal Value	20%	\$118.38	\$122.47	\$126.56	\$130.65	\$134.74	\$138.83	\$142.92
	15%	\$116.34	\$120.43	\$124.52	\$128.61	\$132.70	\$136.79	\$140.88
	10%	\$114,31	\$118,40	\$122,49	\$126,58	\$130,67	\$134,76	\$138,85
	0%	\$110,24	\$114,33	\$118,42	\$122,51	\$126,60	\$130,69	\$134,78
	-10%	\$106,17	\$110,26	\$114,35	\$118,44	\$122,53	\$126,62	\$130,71
	-15%	\$104,13	\$108,22	\$112,31	\$116,40	\$120,49	\$124,58	\$128,67
	-20%	\$102,09	\$106,19	\$110,28	\$114,37	\$118,46	\$122,55	\$126,64
				\$136,79			\$142,92	
Mean PV Std Dev of	High Range:			8	N = 9	Upper Quartile:		3
	Most Likely			\$122,51	N = 31	Median:		\$122,51
	Low Range:			\$108,22	N = 9	Lower Quartile:		\$114,37

Konkretisierungsbeispiel (3)

- › Erinnert an Sensitivitätsanalyse, auch wenn sich die schematisch wirkenden Änderungen gegenüber dem Modalwert ändern lassen
- › Die stark aggregierten Werttreiber verdecken möglicherweise die für die Krise wesentlichen kritischen Einflussfaktoren
- › „(...) various combinations of possible values around the ‚best guess‘ are commonly known as ‚what if‘ scenarios. (...) Consider a simple problem that is just the sum of five cost items. We can use the three points, minimum, best guess and maximum, as values to use in a ‚what if‘ analysis. Since there are five cost items and three values per item, there are $3^5 = 243$ possible ‚what if‘ combinations we could produce. **Clearly, this is too large a set of scenarios to have any practical use.**“

Vose (2009), S. 3 f.

Konkretisierungsbeispiel (4)

- › Start mit wahrscheinlichstem Szenario (base case)
 - › Ergänzung um zwei weitere Szenarien mit Variation wesentlicher Werttreiber (low case, high case)
 - › Schätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten
 - › Diskontierung
 - › Aggregation auf gewichtetes Mittel
- › *Zu neuerem Beispiel ohne Wahrscheinlichkeiten und Verdichtung vgl. Kihm/Junker/Wegener (2022), S. 399-406*

Kritik (1) Gleißner (2022), S. 319

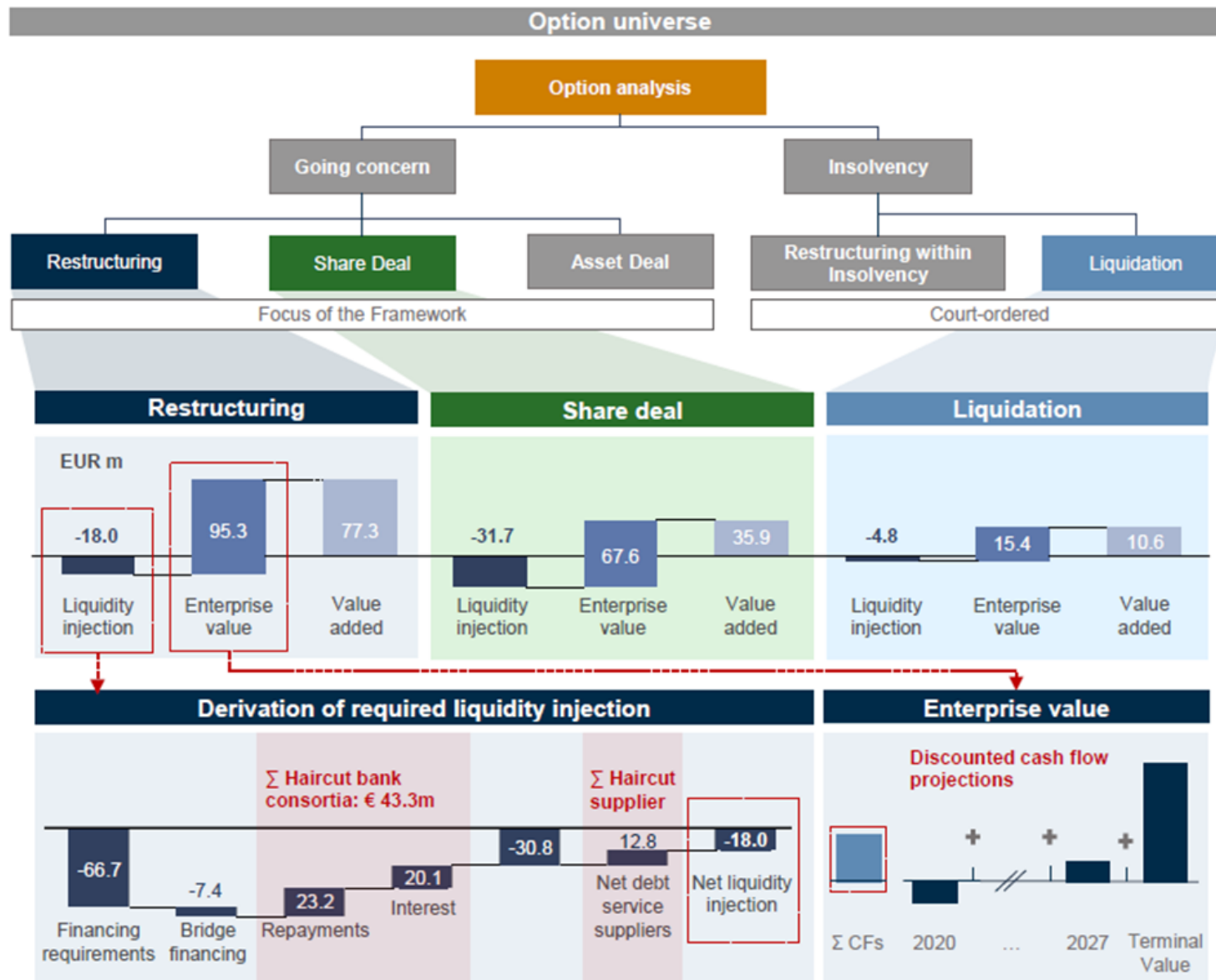
»In manchen Unternehmen wird versucht, (...) die Ergebnis-Auswirkungen wichtiger Risiken in zwei oder drei Einzelszenarien, inklusive eines sogenannten ›Worst Case-Szenarios‹, abzuschätzen. **Dieses Vorgehen ist nahezu nutzlos. Das (...) ›Worst Case Szenario‹ ist weitgehend willkürlich konstruiert und die Wahrscheinlichkeit, dass dieses oder ein ›schlimmeres‹ Szenario eintritt, unbestimmt.** Ein echtes ›Worst Case-Szenario‹ wird dabei auch gar nicht betrachtet, was sowieso wenig hilfreich wäre: Im Worst Case, bei Eintreten sämtlicher Risiken, ist jedes Unternehmen insolvent. Ob die lediglich betrachteten zwei oder drei von unendlich risikobedingt möglichen Zukunftsszenarien tatsächlich in irgendeiner Weise hilfreich sind, muss bezweifelt werden. ...

Kritik (2) Gleißner (2022), S. 319

... Bei einer Monte-Carlo-Simulation (...) werden z. B. repräsentativ ausgewählte 100.000 Szenarien betrachtet und auf dieser Grundlage wird abgeleitet, welcher Anteil dieser Szenarien kritisch oder bestandsbedrohend ist. Man gibt also nicht weitgehend willkürlich Szenarien vor, sondern analysiert Häufigkeit – und gegebenenfalls Charakteristika – der kritischen Szenarien. So kann man beispielsweise herausfinden, welche Kombinationen von Risiken (mit welcher Ausprägung) für das Unternehmen und sein Rating problematisch sind, um geeignete Risikobewältigungsmaßnahmen zu initiieren oder die Strategie ›robuster‹ zu gestalten.«

Kritik (3) Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 160, zu Gleißner (2017), Text identisch

„Das Zitat lässt offen, wieso man repräsentativ ausgewählte Szenarien betrachten kann, da die Grundgesamtheit und Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Ergebnisse unbekannt sind. Die Repräsentativität bezieht sich einzig und allein auf die angenommenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen, aus denen bei jedem Simulationslauf eine Zufallsauswahl gezogen wird. Die Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation sind mithin nur so gut wie die ihr zugrunde liegenden Wahrscheinlichkeitsverteilungen und Korrelationsschätzungen (...).“



- Comments**
- Before any restructuring measure is approved, the value impact needs to be estimated
 - Firms facing financial distress might carry out operational changes ("Restructuring"), the sale of assets ("Asset Deal") or the business as a whole or in parts ("Share Deal"). The option of "doing nothing" will ultimately lead to insolvency and likely to the liquidation of the business ("Liquidation")
 - Creditors affected by a Restructuring Plan "value" options by comparing the value added under each alternative, i.e. the enterprise value after required liquidity injections
 - In times of COVID-19 and varying resilience levels of firms, cashflow based valuation methods are the preferred method to derive firm value

Figures displayed above are for illustration purposes only

Thesen

- 1) Unternehmenskrisen haben vielfältige Ursachen und schaffen unternehmensindividuelle Probleme
- 2) Zentral ist die Auseinandersetzung mit Krisenanlass, geplanten Gegenmaßnahmen und zu erwartendem Wirkungsgrad – das schafft Konfliktpotential für externe Bewerter mit Auftraggeber
- 3) Erweiterungen des 2-Phasen-Modells auf 3 Phasen und Sum-of-the-Parts-Bewertung sind zu erwägen
- 4) Szenario-Analysen sind Sensitivitätsanalysen vorzuziehen
- 5) Monte-Carlo-Simulationen haben gewisse Vorteile, dürften aber Kommunikationsprobleme verstärken

Literatur

- › Ballwieser, W./Hachmeister, D. (2021), Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, 6. Aufl., Stuttgart.
- › Gleißner, W. (2022), Grundlagen des Risikomanagements – Handbuch für ein Management unter Unsicherheit, 4. Aufl., München.
- › IDW (2017), IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, in: IDW Life 3/2017, S. 343-351.
- › KFS BW 1 E 6 (2017),
https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_E6.pdf.
- › Kihm, A./Junker, A./Wegener, W. (2022), Unternehmensbewertung in der (Corona-)Krise? In: Richter, L./Meyering, S./Sopp, K. (Hrsg.), Anwendungsorientierte steuerliche Betriebswirtschaftslehre. FS für Heinz Kußmaul, Berlin, S. 379-407.
- › Vose, D. (2009), Risk Analysis – A quantitative guide, 3. ed., Chichester, West Sussex.
- › Weaver, W. C./Michelson, S. (2008), Quantifying Risk When Using the Income Approach, in: Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 3, No. 1, S. 1–12.

Makroökonomische Risiken in Finance & Valuation

Prof. (FH) Dr. Stefan Fink

Chief Economist KPMG Österreich &

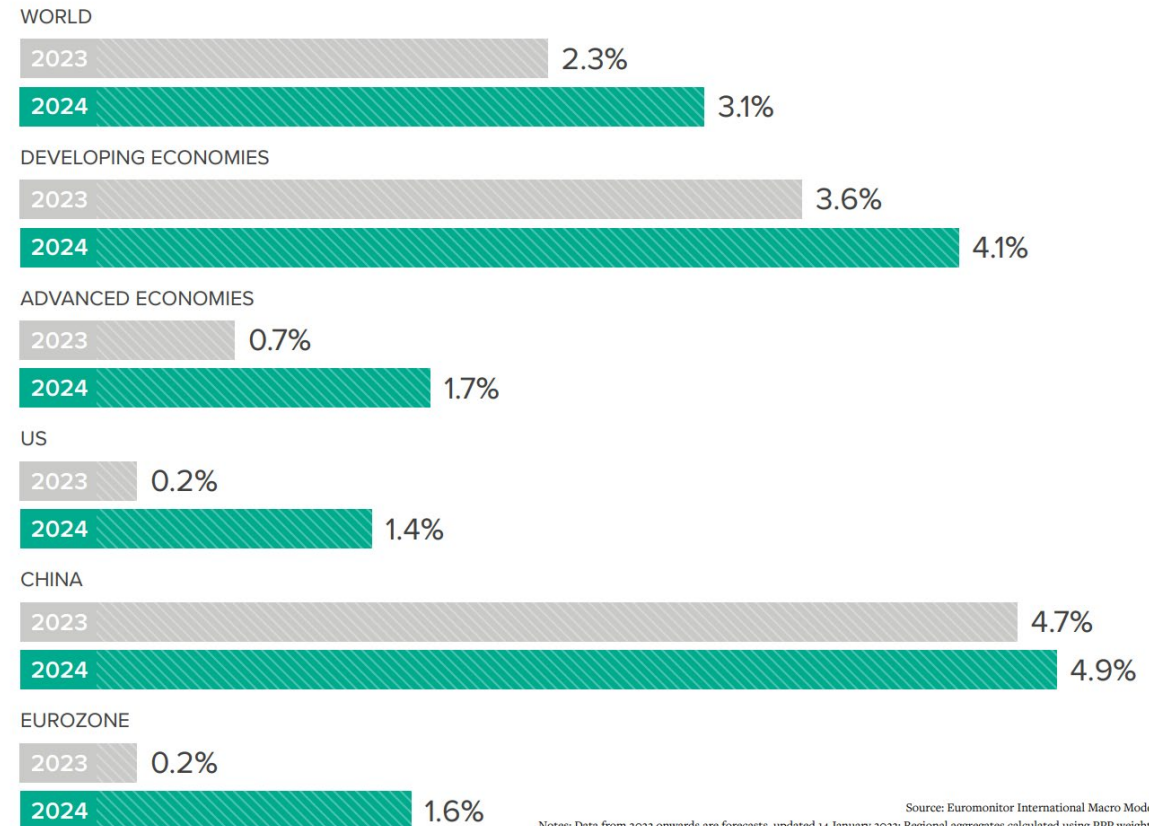
Professor Finanz- und Risikomanagement, FH OÖ

—
02.05.2023

Der Blick aus der Vogelperspektive

- **Scharfer Rückgang des globalen Wirtschaftswachstums und Risiken durch...**
 - Ukraine Krieg
 - Persistente Inflation
 - Steigende Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen
 - Hohe geopolitische Volatilität
 - Ansteigende wirtschaftliche Fragmentierung
- **Eurozone und USA nahe an der Rezession**
- **Chinesische “Wiedereröffnung” sorgt für Wachstumsimpulse**

GLOBAL REAL GDP GROWTH BASELINE FORECAST 2023–2024



Quelle: Euromonitor Global Economic Forecasts: Q1 2023



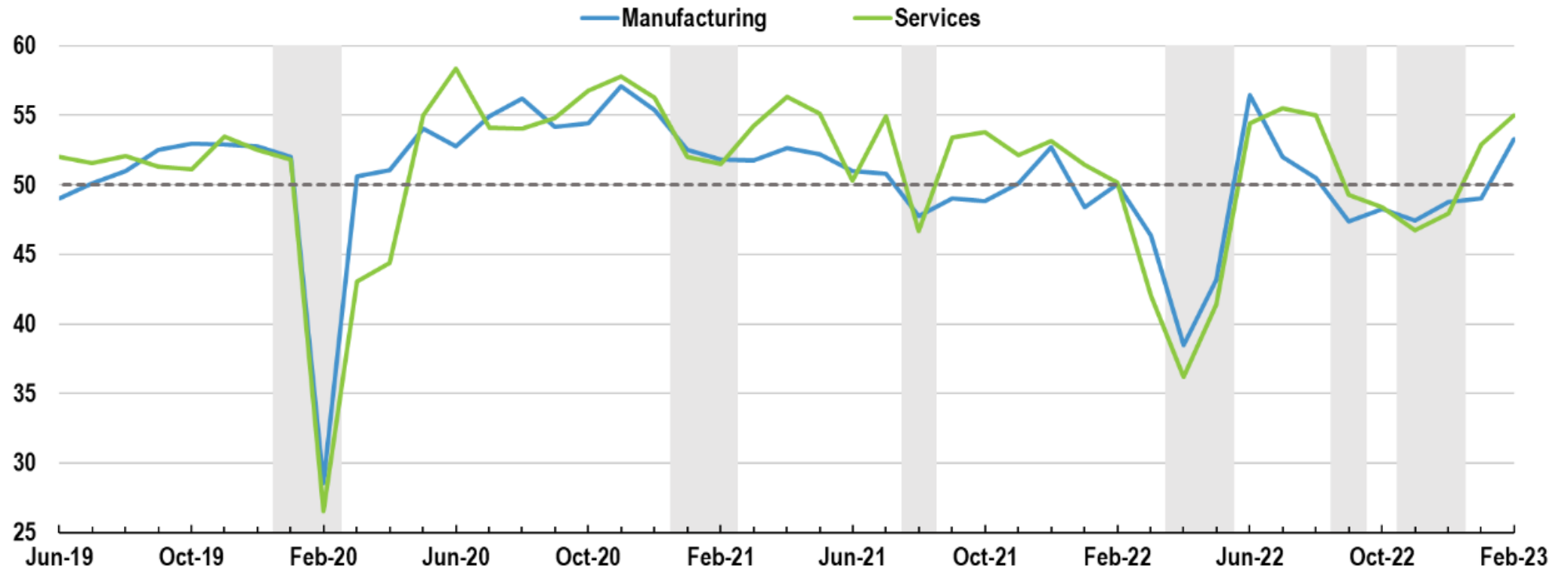
© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Impulsgeber I - Chinesisches "Re-Opening"

China output PMI indices

Values above 50 signal improvement of activity



Quelle: OECD Economic Outlook 1/2023

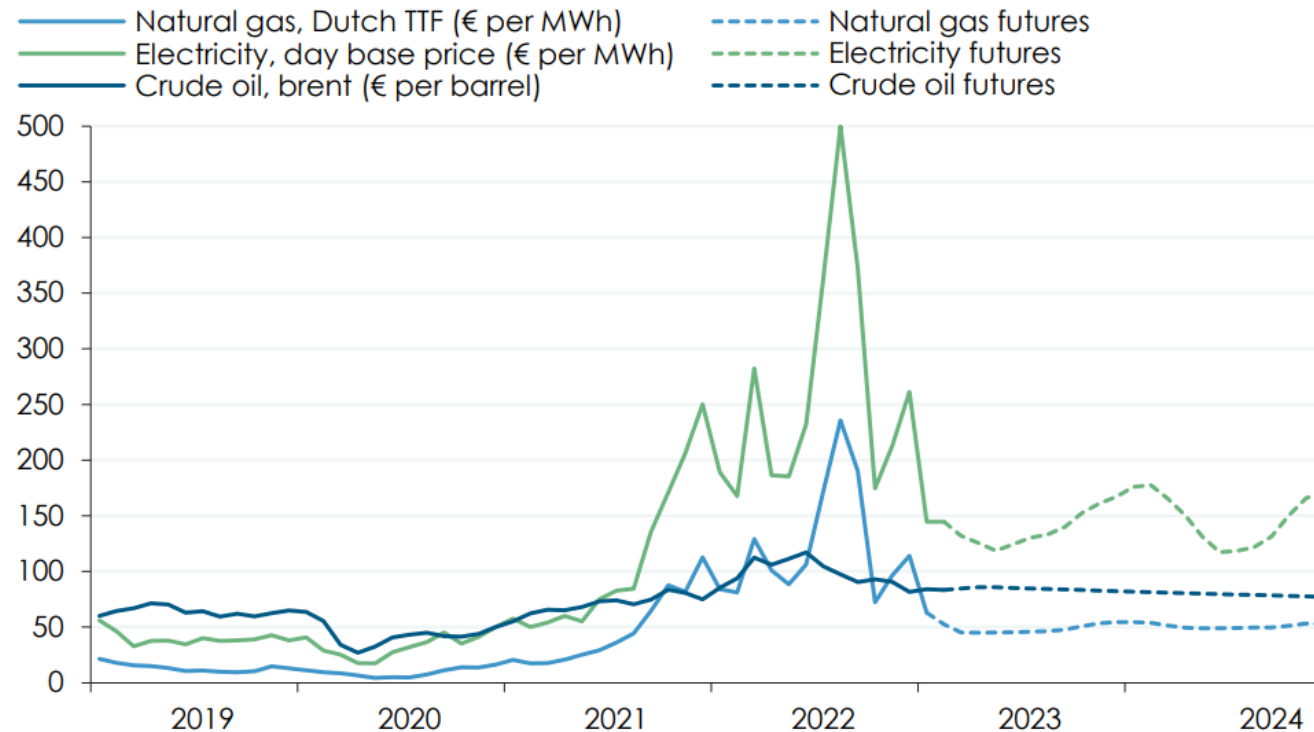


© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Impulsgeber II - Starker Rückgang am Energiesektor

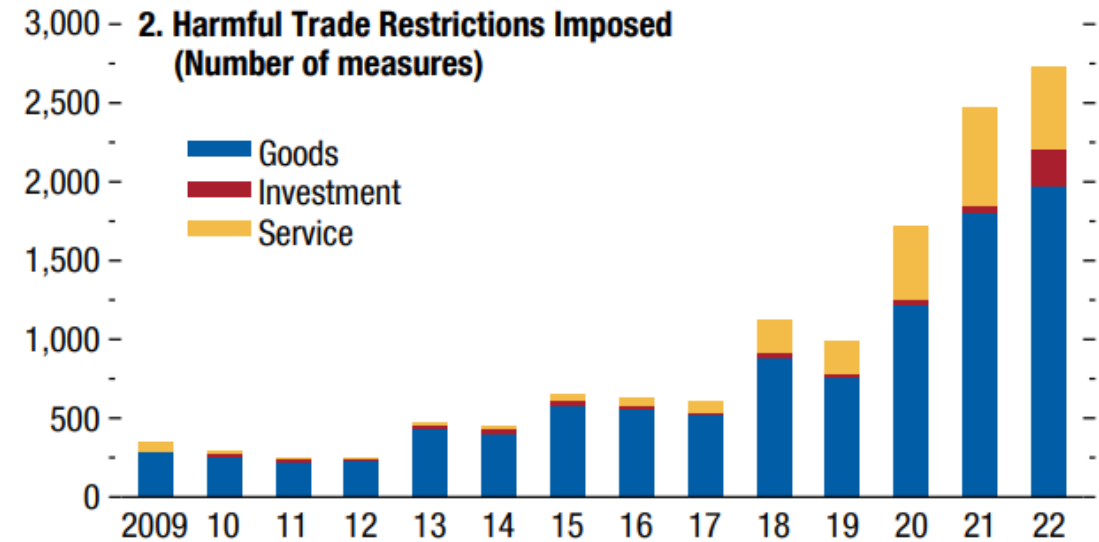
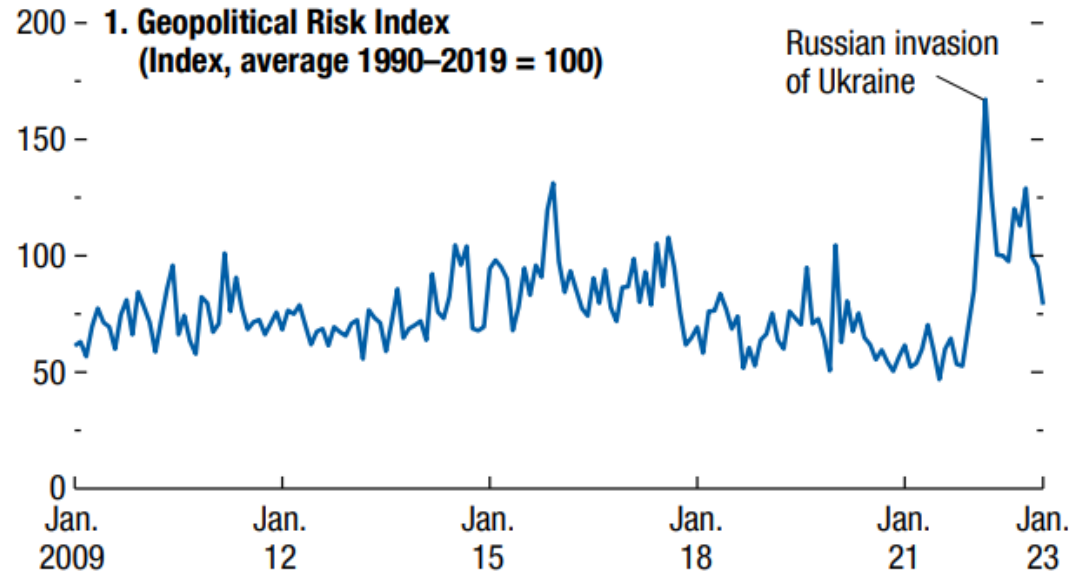
Development of energy prices



Since the last forecast in December 2022, energy prices have fallen further significantly (source: Barchart, International Monetary Fund, Intercontinental Exchange, European Energy Exchange, HWWI, WIFO).

Quelle: WIFO

Persistent: Geopolitische Risiken & Handelshemmnisse

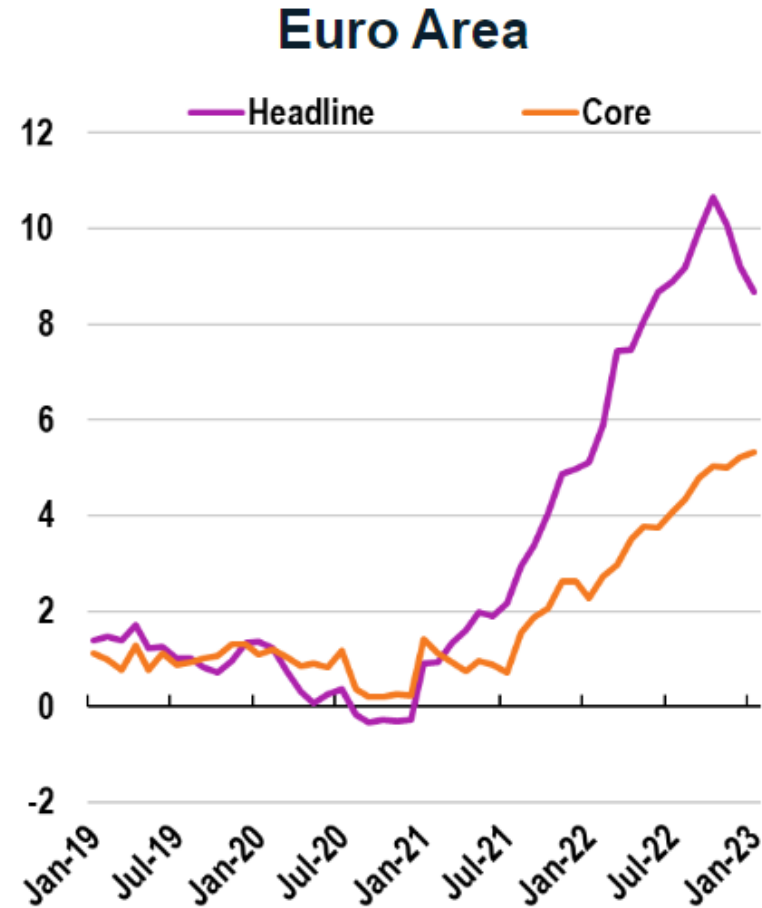
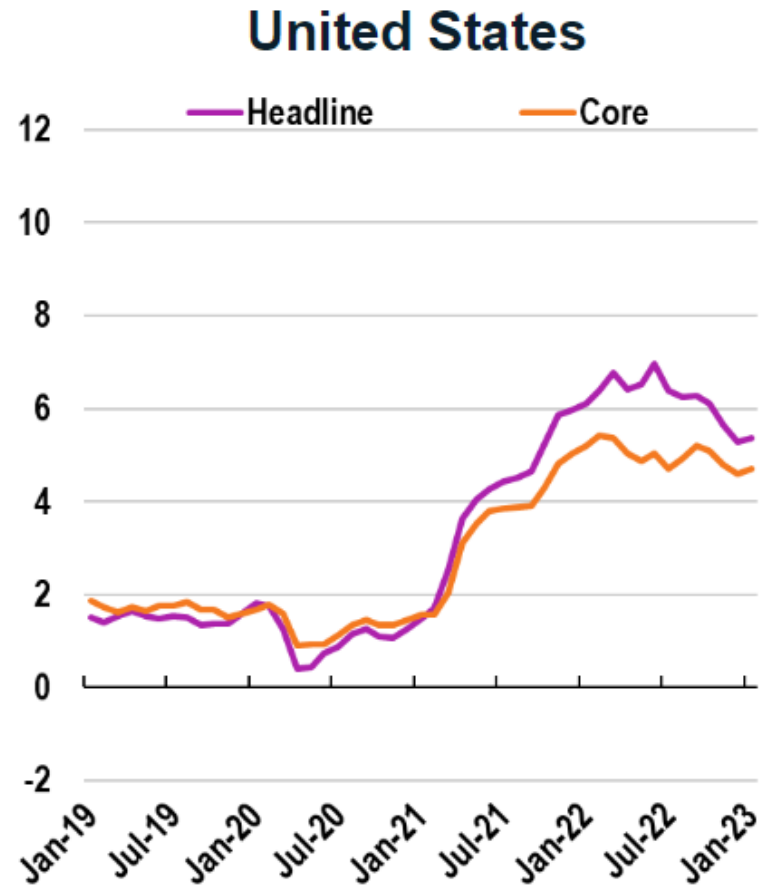


Sources: Caldara and Iacoviello (2022); and Global Trade Alert.

Quelle: IMF



Kerninflationen persistenter als erwartet



Quelle: OECD Economic Outlook 1/2023

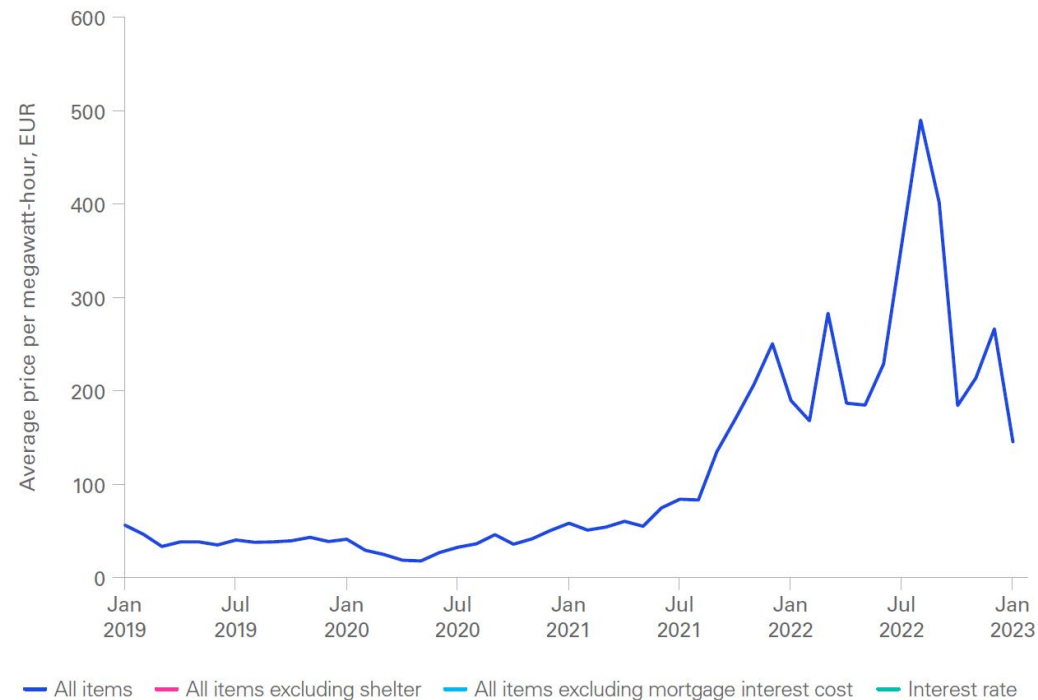


© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Strompreis und Inflationsdifferential

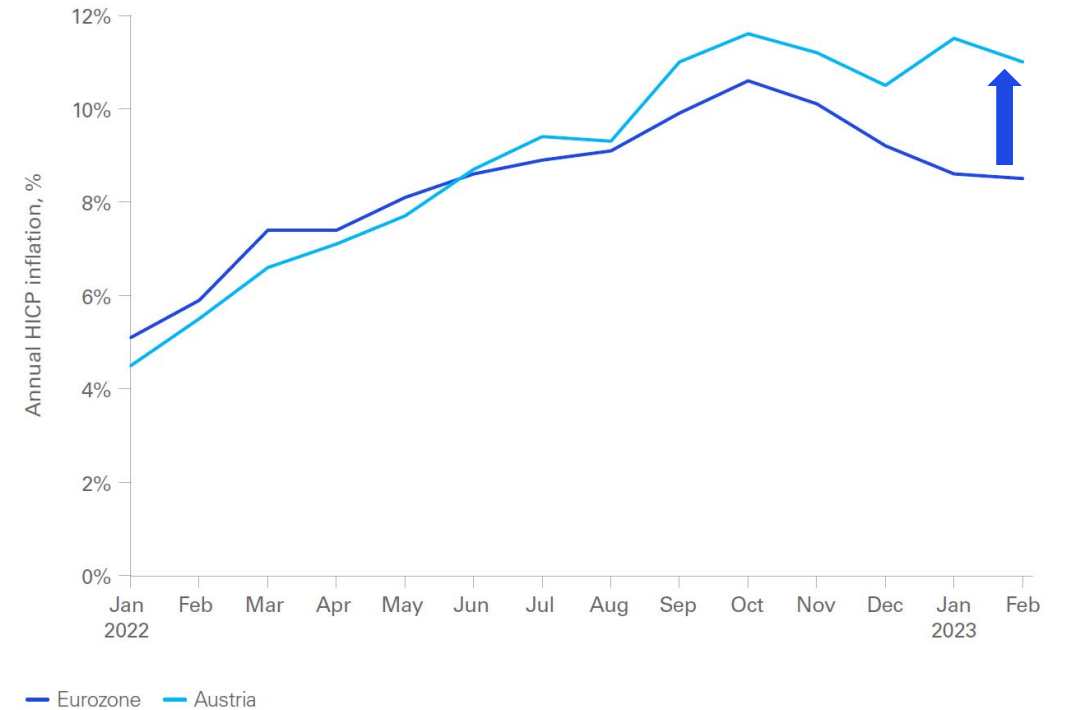
Chart x: Average monthly electricity wholesale price in Austria



Source: Statista.

Quelle: OECD Economic Outlook 1/2023

Chart x: Inflation rates in Austria and the Eurozone

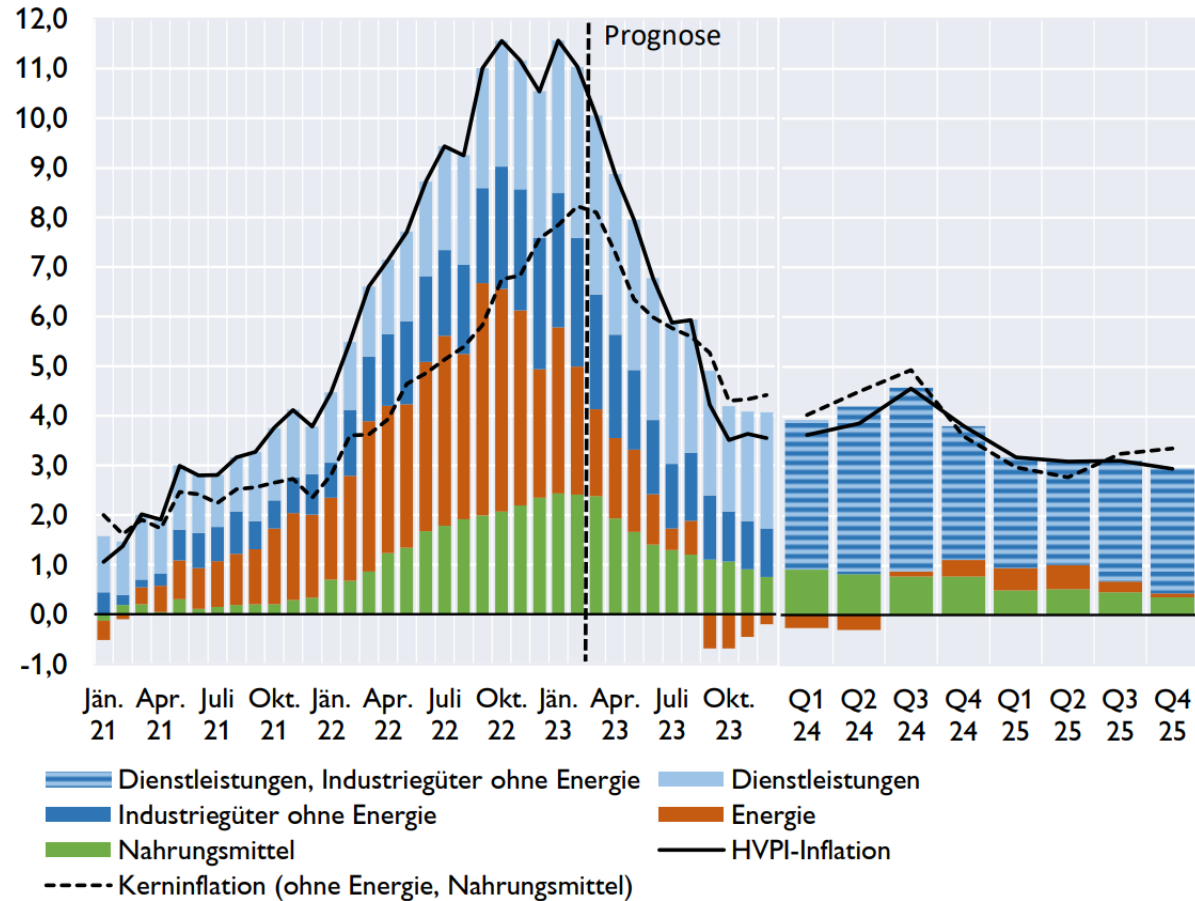


Source: Eurostat.

Inflation in Österreich - Komponenten

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Inflation

Inflationsraten in %; Inflationsbeiträge der Komponenten in Prozentpunkten



Quelle: OeNB, Statistik Austria.

Quelle: OeNB

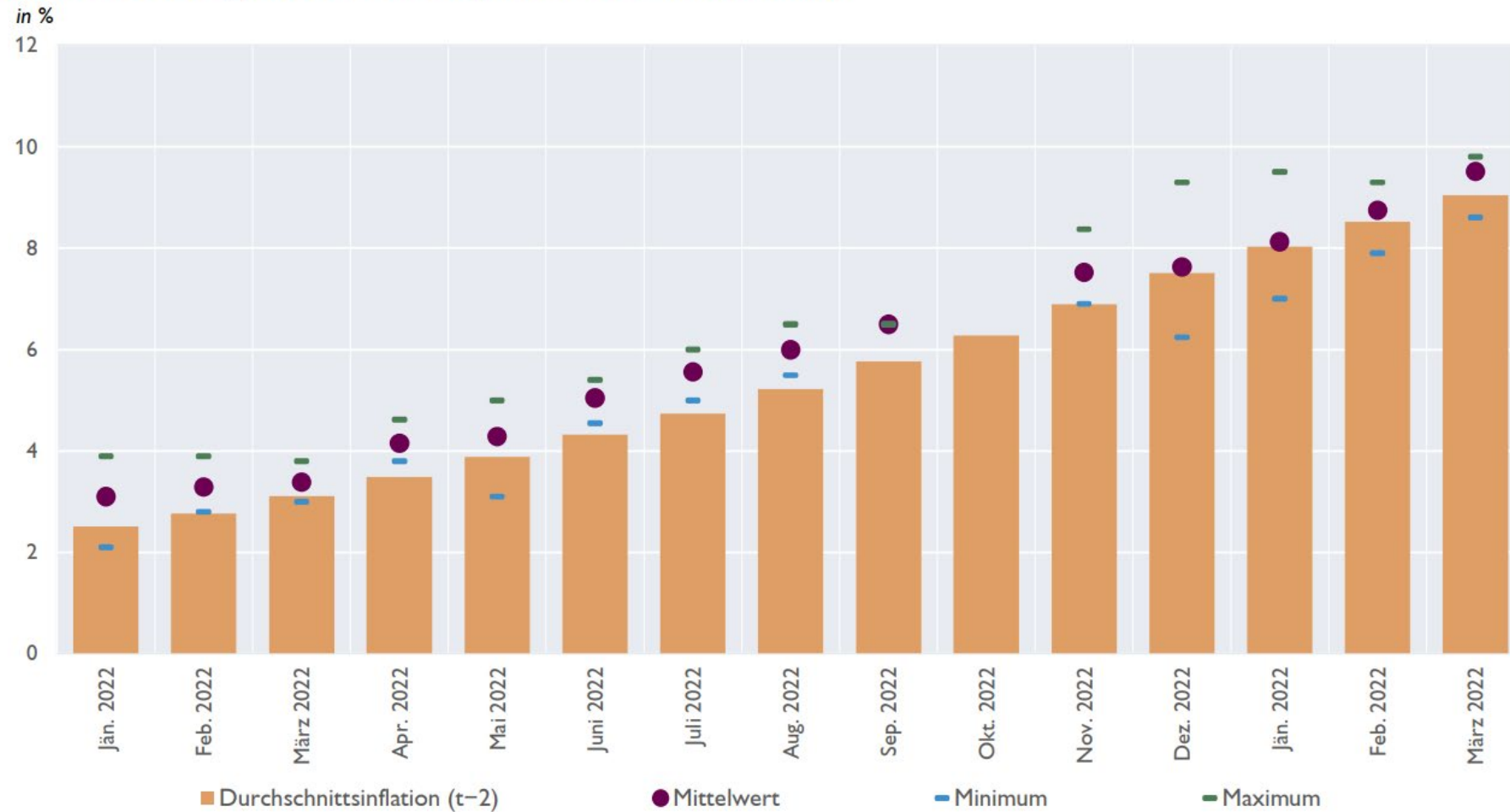


© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Noch keine Lohn-Preis Spirale in Österreich

Kollektivvertragsabschlüsse seit Jänner 2022 und Inflation



Quelle: ÖGB, Statistik Austria, OeNB.

Noch nicht eskaliert: Langfristige Inflationserwartung

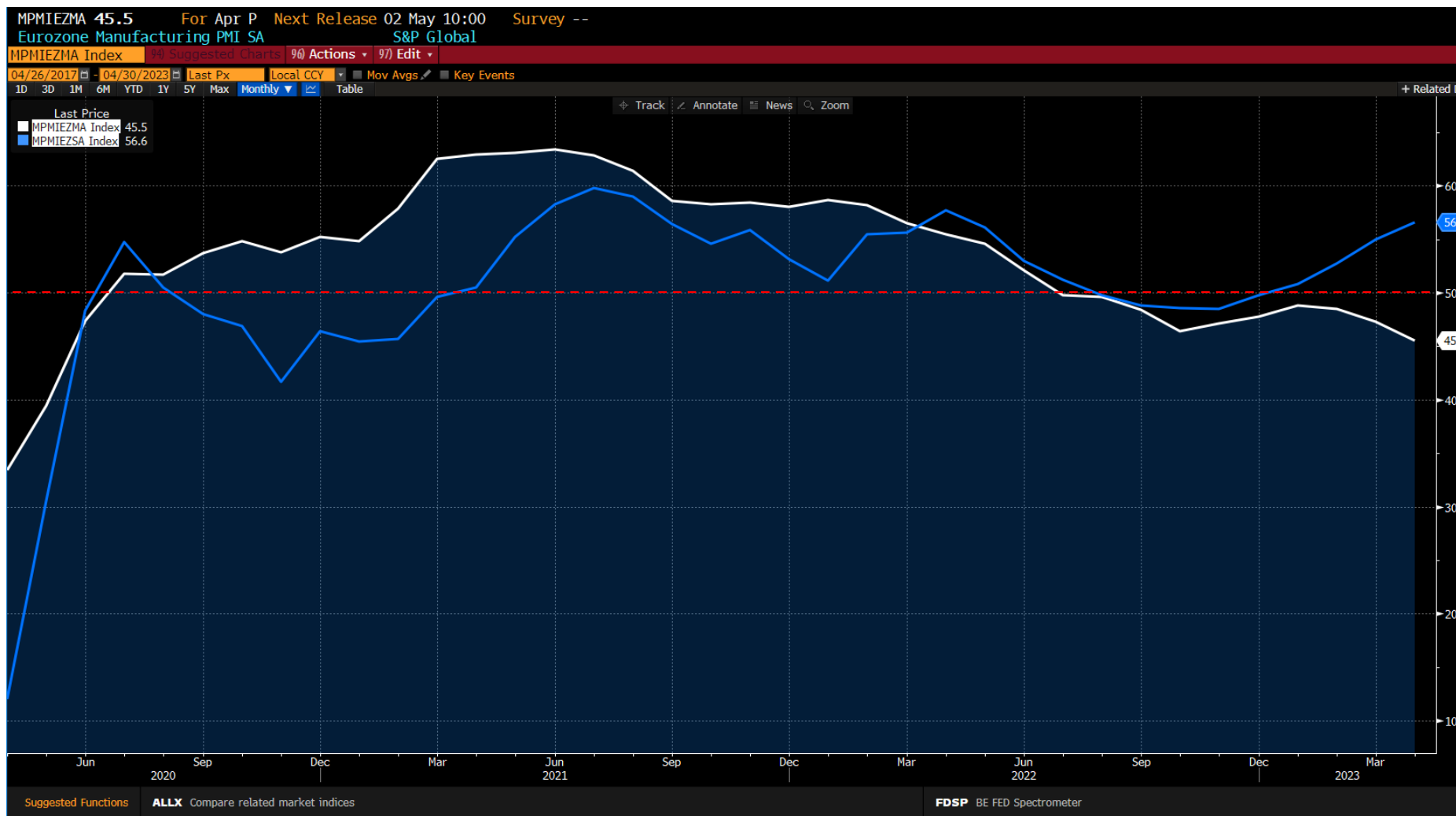


Quelle: Bloomberg, April 2023



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Eurozone - Einkaufsmanagerindizes



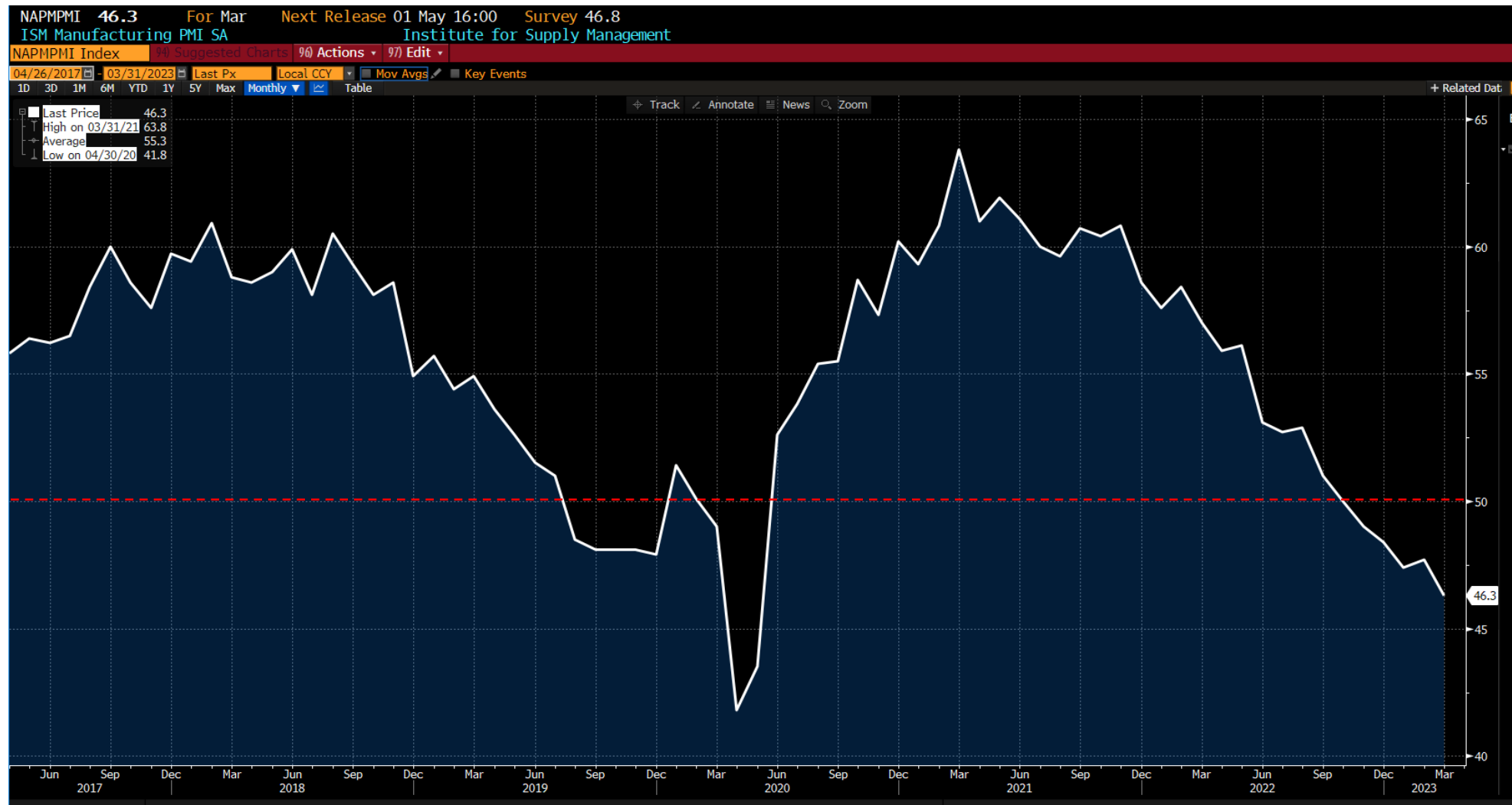
Quelle: Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

US PMI: Deutliche Abkühlung voraus (Manufacturing)



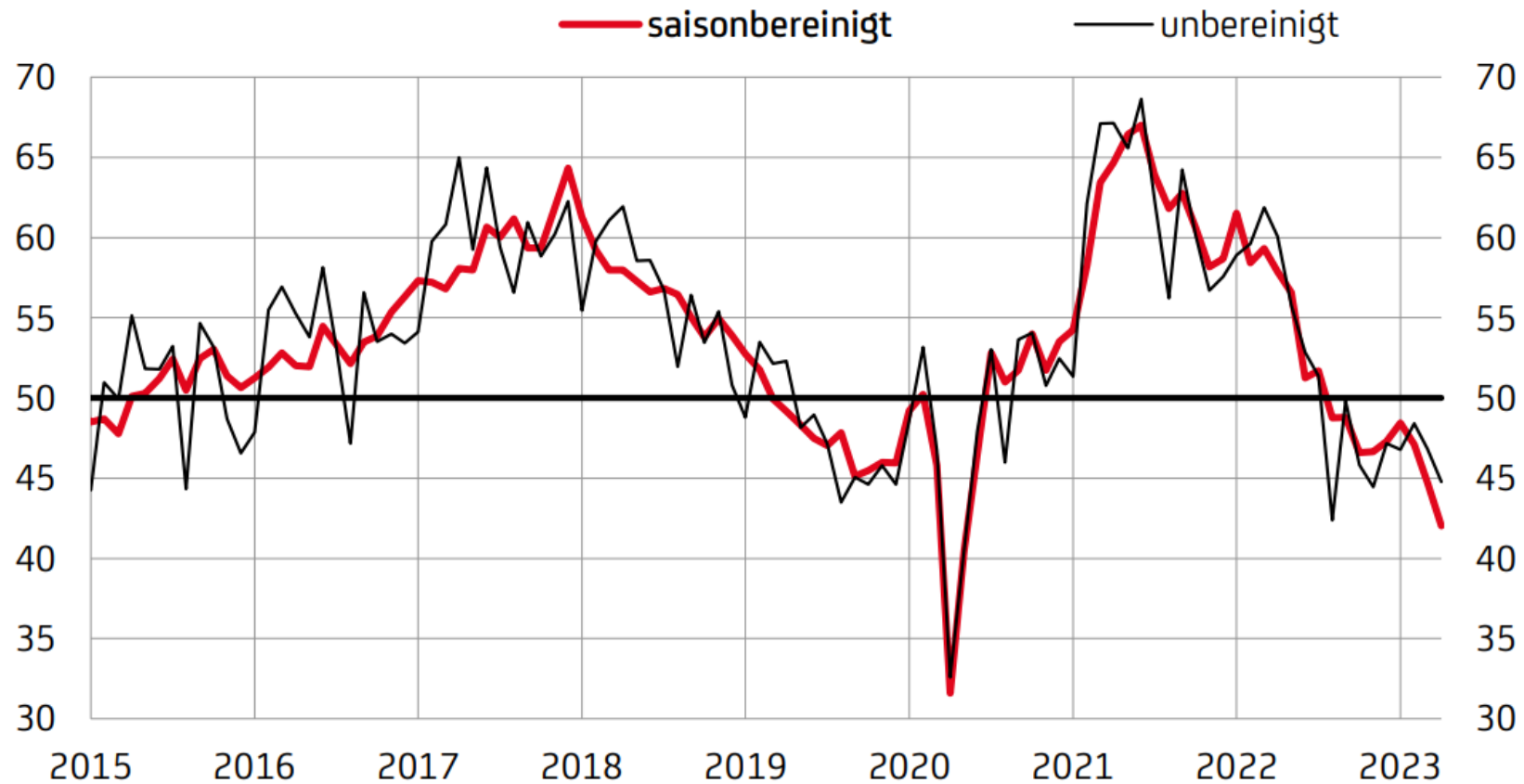
Quelle: Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

UCBA Einkaufsmanagerindex Österreich – April 2023

UniCredit Bank Austria EinkaufsManagerIndex



Quelle: S&P Global, UniCredit Research

Quelle: UniCredit Bank Austria



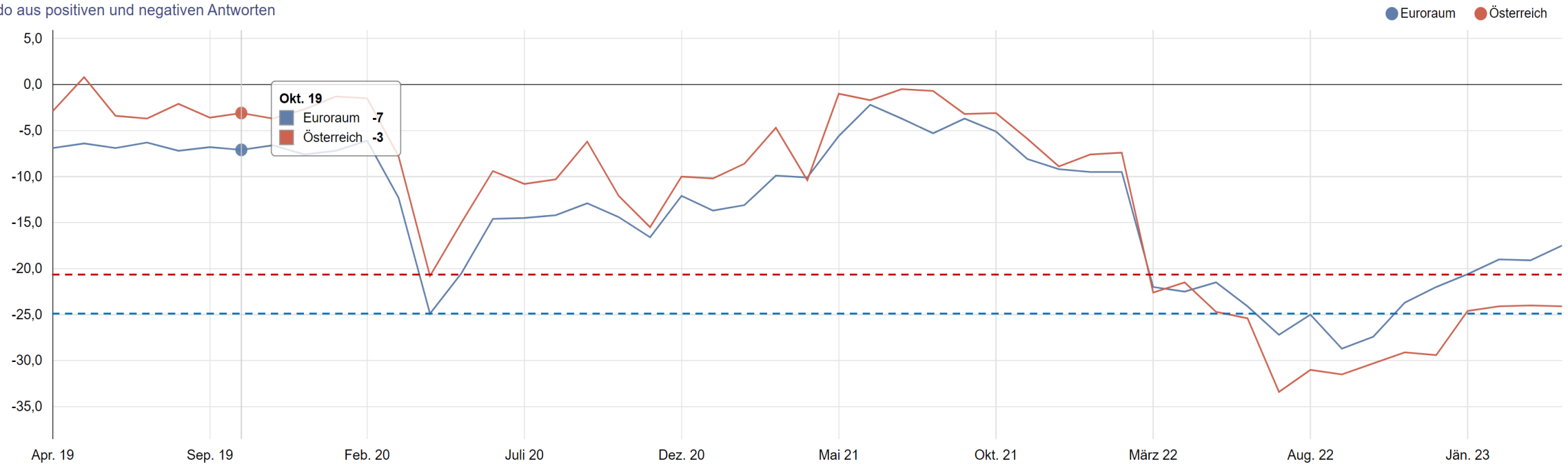
© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Verbrauchervertrauen Eurozone & Österreich

Verbrauchervertrauen

Saldo aus positiven und negativen Antworten



Quelle: OeNB



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

WIFO-Ausblick Österreich 27.04.2023

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Percentage changes from previous year					
Gross domestic product, volume	+ 1.5	- 6.5	+ 4.6	+ 5.0	+ 0.3	+ 1.8
Consumer prices	+ 1.5	+ 1.4	+ 2.8	+ 8.6	+ 7.1	+ 3.8
Three-month interest rate	percent - 0.4	- 0.4	- 0.5	0.3	3.9	4.7
Long-term interest rate ⁴	percent 0.1	- 0.2	- 0.1	1.7	4.1	6.0
Unemployment rate						
Eurostat definition ⁶	4.8	6.0	6.2	4.8	4.7	4.5
National definition ⁷	7.4	9.9	8.0	6.3	6.4	6.1

Quelle: WIFO



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

WIFO Ausblick International

	Percentage shares 2021		2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Austria's exports of goods	World GDP ¹	GDP volume, percentage changes from previous year					
EU 27	68.1	14.8	+ 1.8	- 5.6	+ 5.4	+ 3.5	+ 0.6	+ 1.8
Euro area	51.9	10.5	+ 1.6	- 6.1	+ 5.4	+ 3.5	+ 0.7	+ 1.6
Germany	30.2	3.3	+ 1.1	- 3.7	+ 2.6	+ 1.8	- 0.1	+ 1.7
Italy	6.8	1.9	+ 0.5	- 9.0	+ 7.0	+ 3.7	+ 0.6	+ 1.0
France	3.8	2.3	+ 1.8	- 7.8	+ 6.8	+ 2.6	+ 0.8	+ 1.4
CEEC 5 ²	15.3	2.2	+ 4.0	- 3.3	+ 6.0	+ 4.1	- 0.3	+ 2.7
Hungary	3.7	0.2	+ 4.9	- 4.5	+ 7.1	+ 4.6	- 0.5	+ 2.9
Czech Republic	3.6	0.3	+ 3.0	- 5.5	+ 3.6	+ 2.4	- 0.5	+ 2.7
Poland	4.0	1.0	+ 4.4	- 2.0	+ 6.8	+ 4.9	- 0.4	+ 2.7
USA	6.7	15.7	+ 2.3	- 2.8	+ 5.9	+ 2.1	+ 1.0	+ 1.5
Switzerland	5.2	0.5	+ 1.1	- 2.4	+ 4.2	+ 2.1	+ 0.6	+ 2.0
UK	2.7	2.3	+ 1.6	- 11.0	+ 7.6	+ 4.0	- 0.5	+ 1.2
China	2.9	18.6	+ 6.0	+ 2.2	+ 8.4	+ 3.0	+ 4.3	+ 5.0

Quelle: WIFO



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Annahmen der WIFO-Prognose (April 2023)

Forecast assumptions

Crude oil prices

Brent, \$ per barrel	64.1	43.3	70.7	98.7	84	80
----------------------	------	------	------	------	----	----

Natural gas price

Dutch TTF, € per MWh	13.6	9.5	45.9	121.5	50	51
----------------------	------	-----	------	-------	----	----

Electricity price Austria

Base, € per MWh	40.1	33.2	107.2	261.6	140	148
-----------------	------	------	-------	-------	-----	-----

Peak, € per MWh	43.1	36.0	116.8	275.5	160	177
-----------------	------	------	-------	-------	-----	-----

Exchange rate

\$ per €	1.120	1.141	1.184	1.054	1.09	1.20
----------	-------	-------	-------	-------	------	------

Key interest rate

ECB main refinancing rate ⁷ , percent	0.0	0.0	0.0	0.6	4.0	4.5
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

10-year government bonds yields Germany, percent	- 0.3	- 0.3	- 0.5	- 0.4	1.1	3.5
--	-------	-------	-------	-------	-----	-----

Bloomberg Consensus Prognosen per 28.04.2023

Eurozone

Bloomberg Consensus			
	2023Y	2024Y	2025Y
MEDIAN	0,60	1,00	1,60
MEAN	0,56	1,09	1,62
HIGH	1,20	2,00	2,50
LOW	-0,40	0,00	1,00

USA

Bloomberg Consensus			
	2023Y	2024Y	2025Y
MEDIAN	1,15	0,80	2,00
MEAN	1,07	0,83	2,06
HIGH	2,80	3,20	3,00
LOW	-2,00	-0,50	-0,30

Quelle: Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Bloomberg Consensus Prognosen per 28.04.2023

Österreich

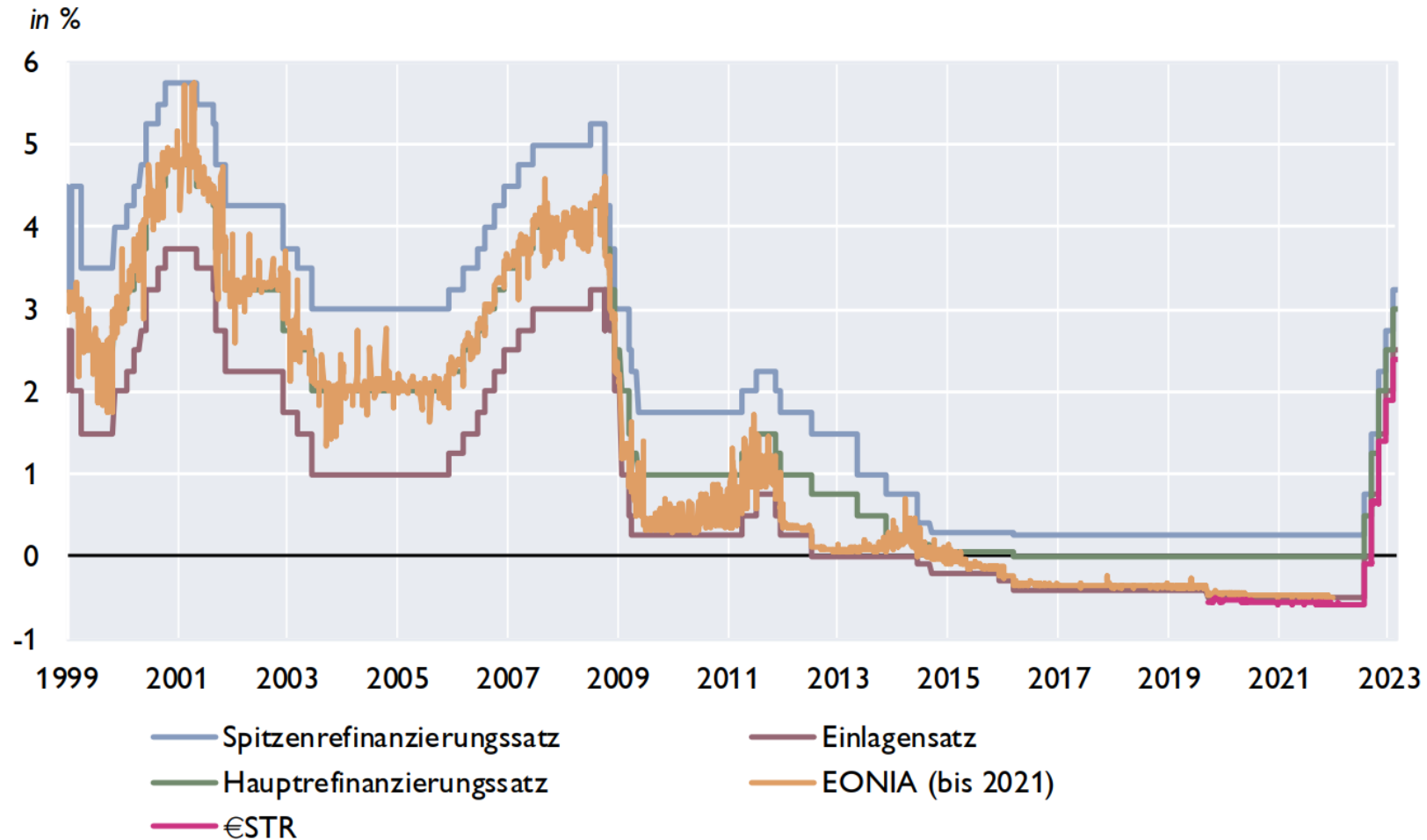
Bloomberg Consensus			
	2023Y	2024Y	2025Y
MEDIAN	0,50	1,40	1,90
MEAN	0,42	1,16	1,96
HIGH	0,70	1,80	2,60
LOW	-0,50	0,40	1,40

Deutschland

Bloomberg Consensus			
	2023Y	2024Y	2025Y
MEDIAN	0,00	1,05	1,55
MEAN	0,05	1,07	1,59
HIGH	1,00	2,40	2,80
LOW	-0,90	0,10	0,90

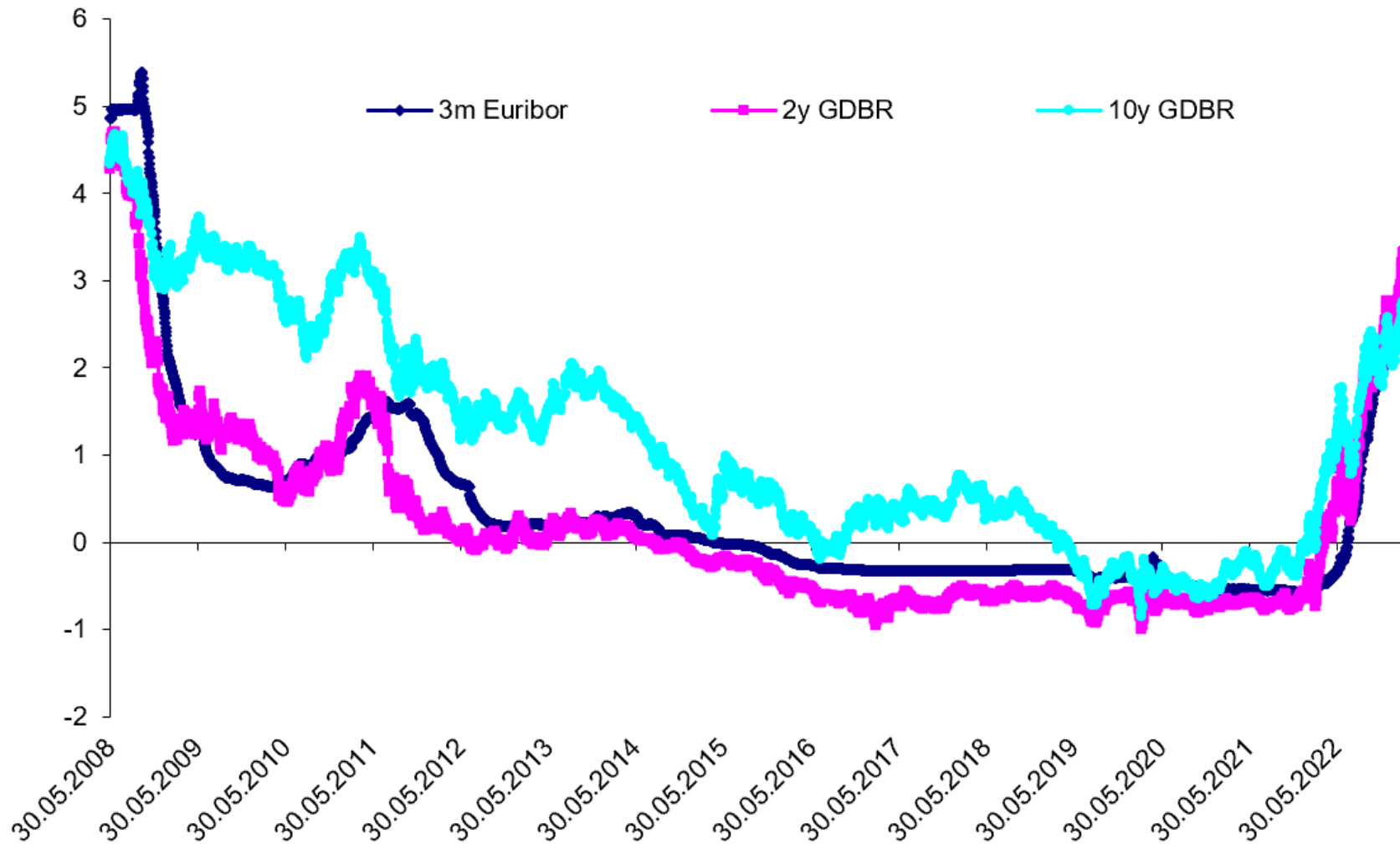
What goes up... must come down? (1)

EZB-Leitzinssätze und Euro-Tagesgeldzinsen



Quelle: OeNB

Strukturbruch, Normalisierung oder Zwischenhoch?

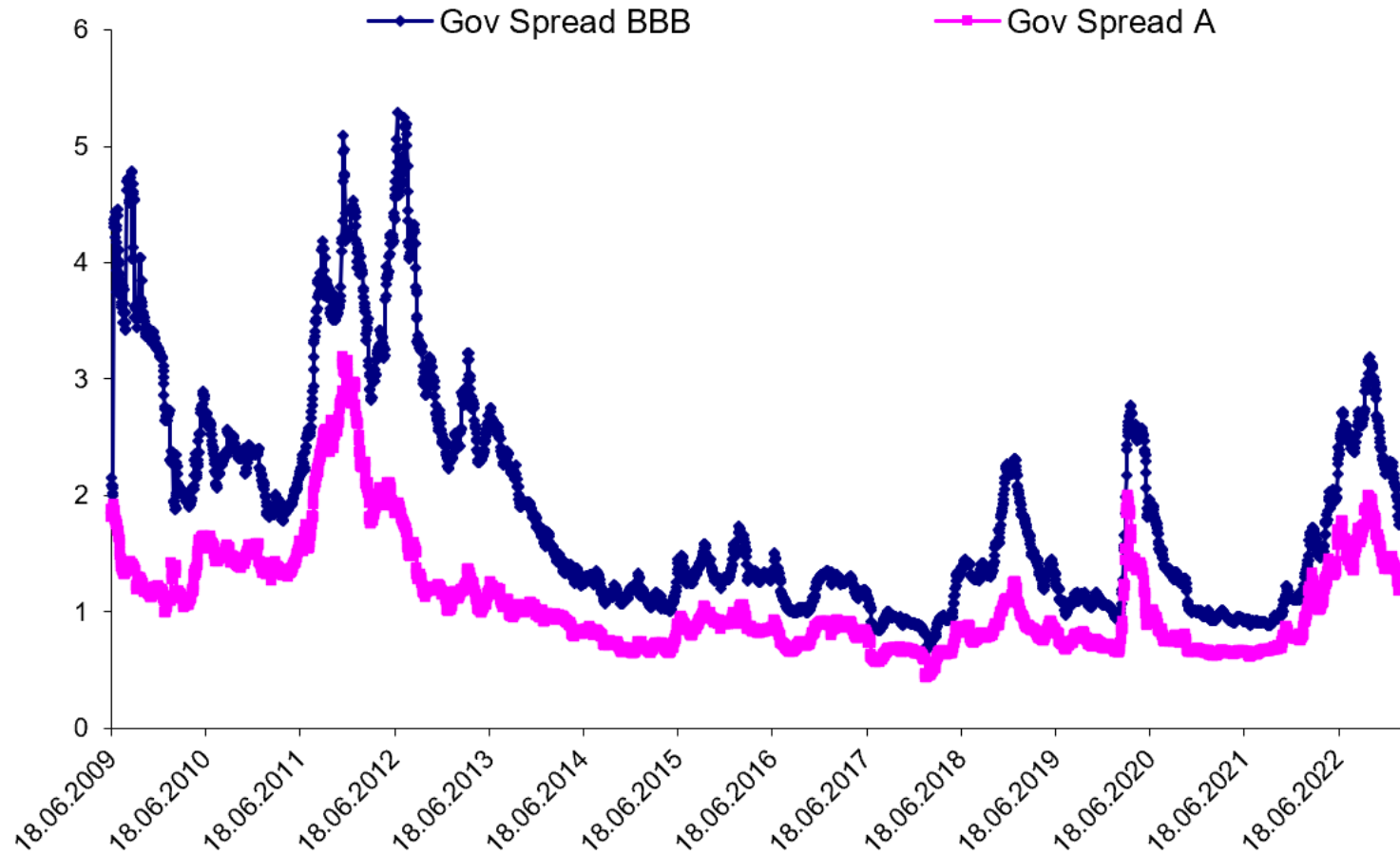


Quelle Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Aufwärts, aber gedämpft: Credit Spreads



Quelle Bloomberg



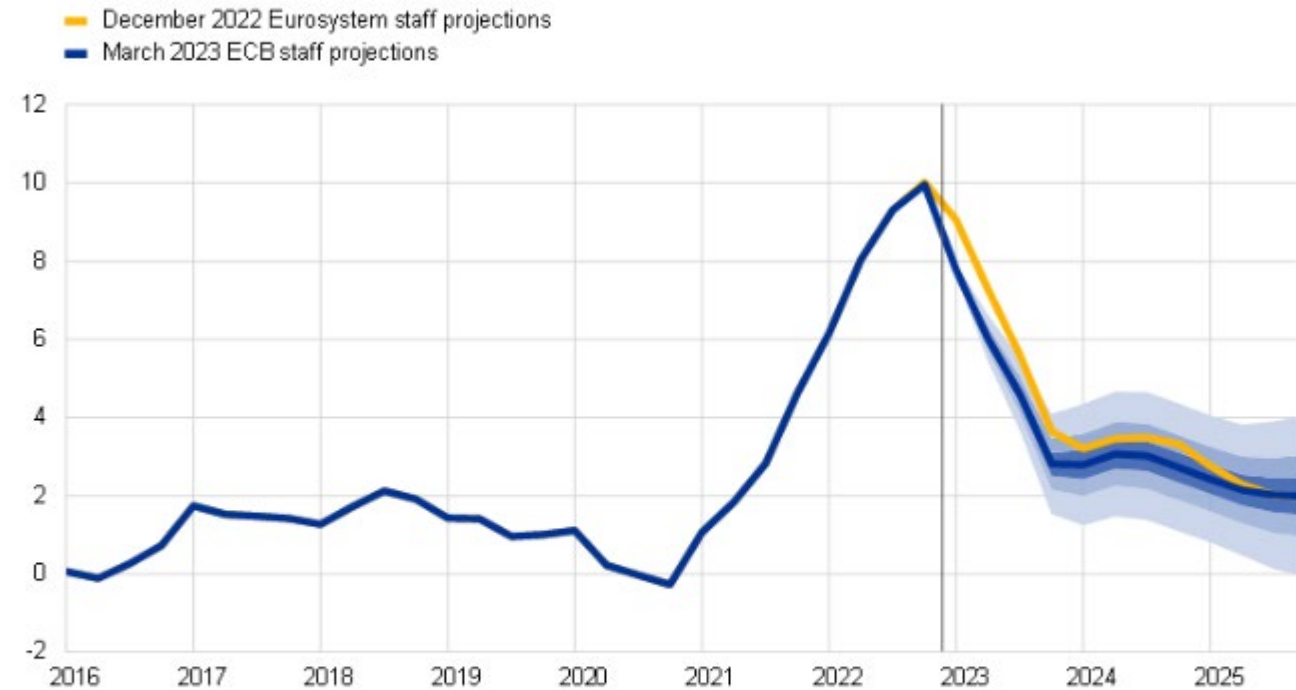
© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Das Dilemma der EZB (1)

Euro area HICP inflation

(annual percentage changes)

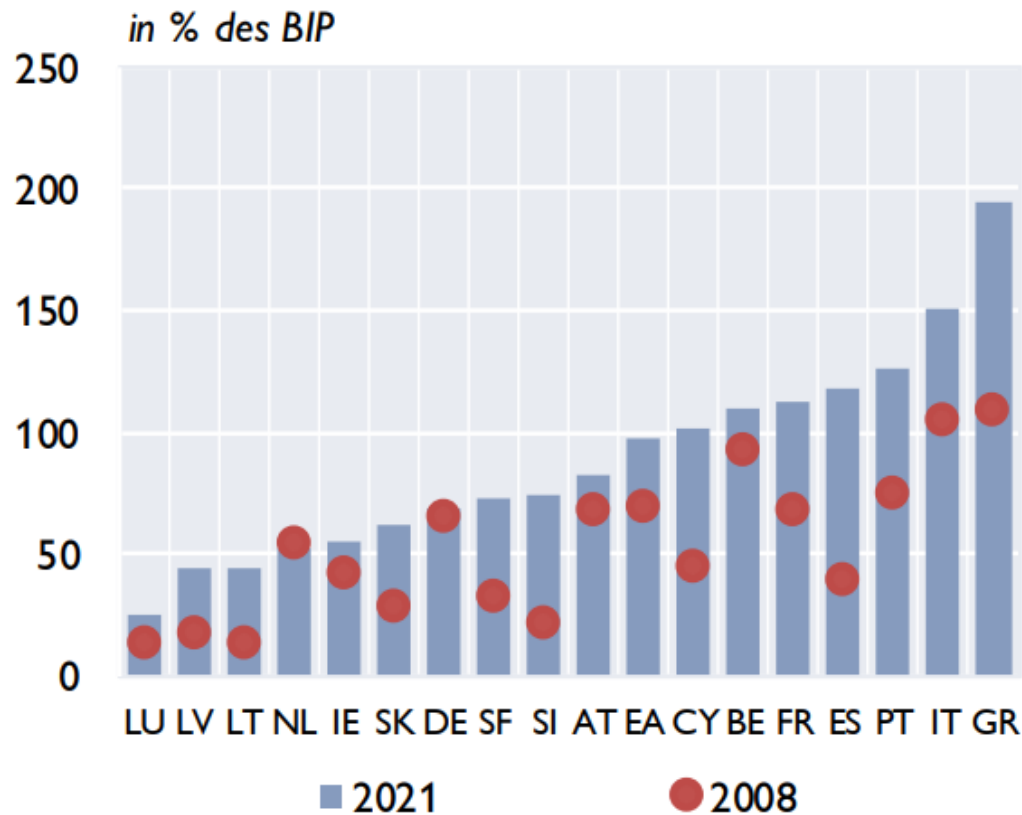


Notes: The vertical line indicates the start of the current projection horizon. The ranges shown around the central projections are based on past projection errors, after adjustment for outliers (see Box 6). The bands, from darkest to lightest, depict the 30%, 60% and 90% probabilities that the outcome of HICP inflation will fall within the respective intervals.

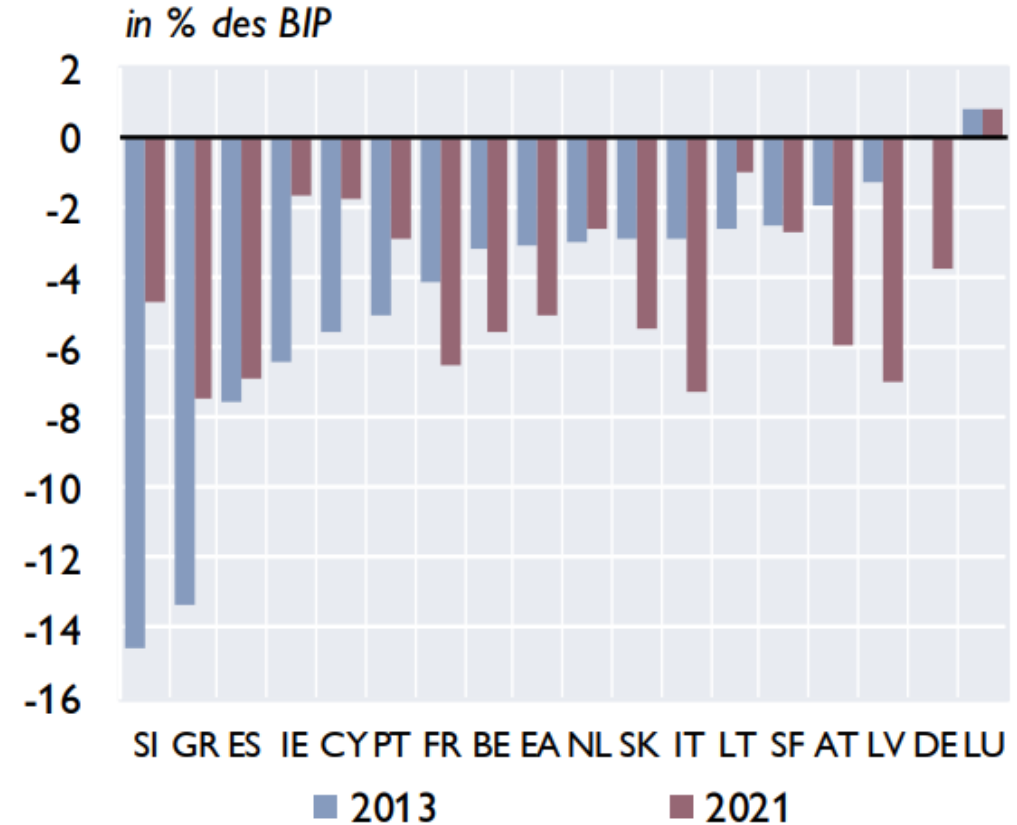
Quelle: ECB Staff Projections March 2023

Das Dilemma der EZB (2)

Verschuldung des Gesamtstaates



Finanzierungssaldo des Gesamtstaates

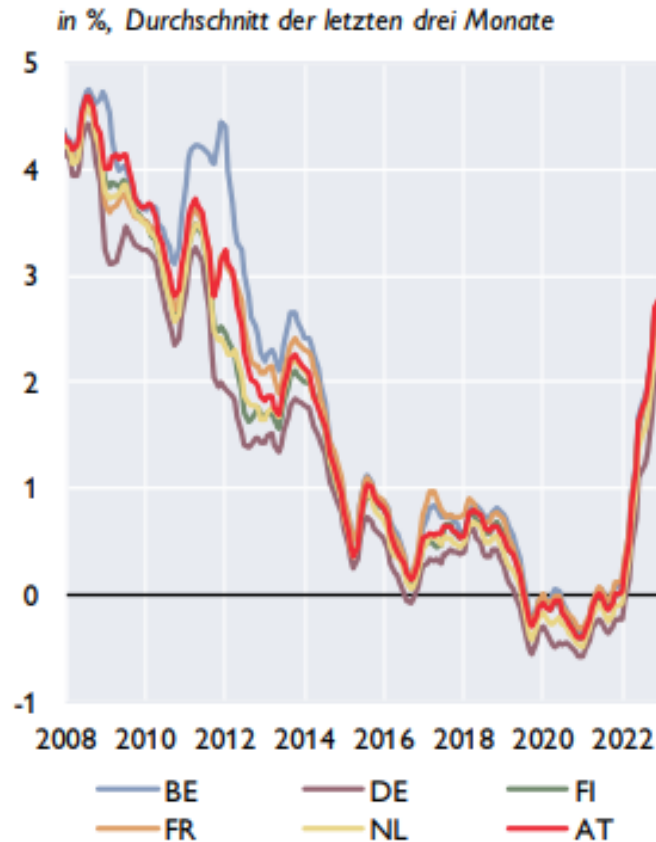


Quelle: Europäische Kommission, Macrobond. - ¹ Prognose: EK-Prognose November 2022.

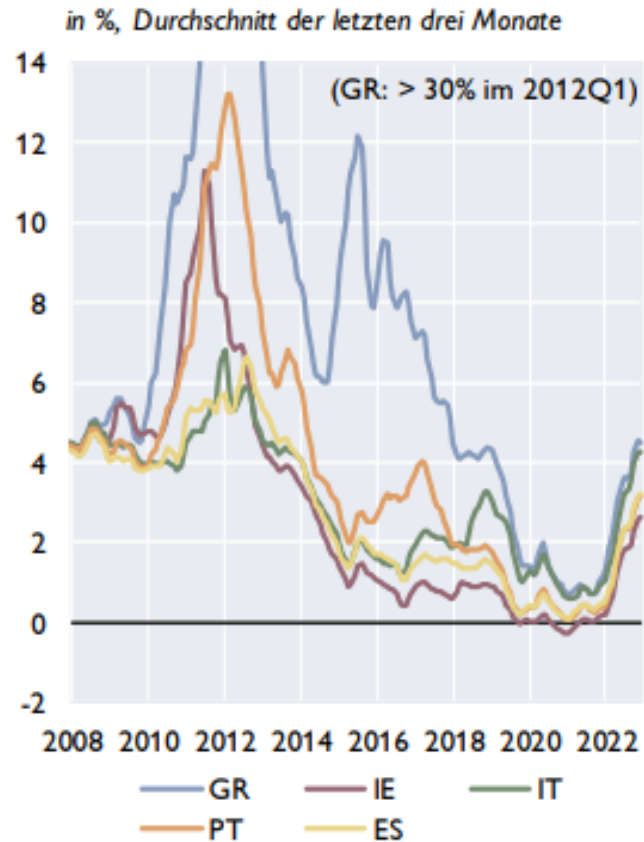
Quelle: OeNB

Das Dilemma der EZB (3)

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, Niedrigzinsländer



Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, (ehemalige) Hochzinsländer



Quelle: EZB, Macrobond.

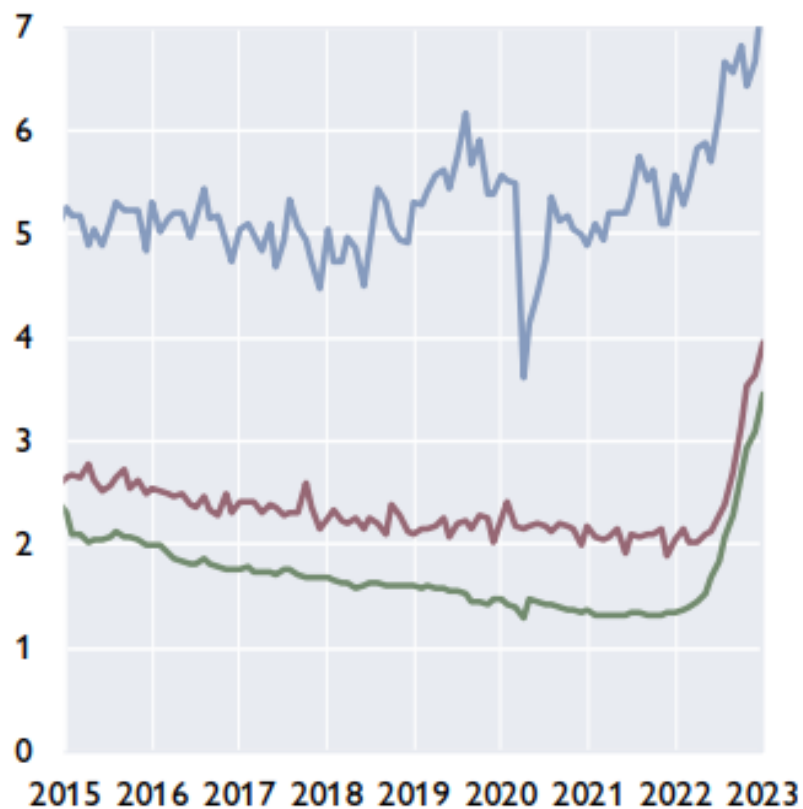
Quelle: OeNB



Höhere Finanzierungskosten kommen an

Kreditzinssätze für private Haushalte

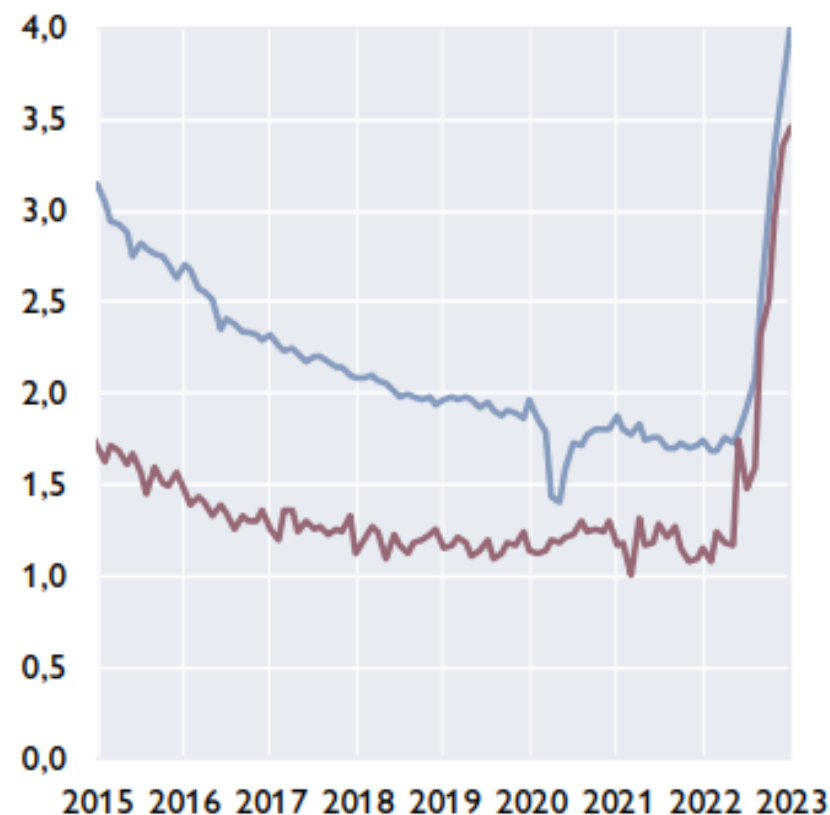
mit Zinsfixierung bis zu 1 Jahr, in %



— Konsumkredite — andere Kredite
— Wohnkredite

Kreditzinssätze für Unternehmen

mit Zinsfixierung bis zu 1 Jahr, in %



— Kredite bis zu 1 Mio EUR
— Kredite über 1 Mio EUR

Quelle: OeNB

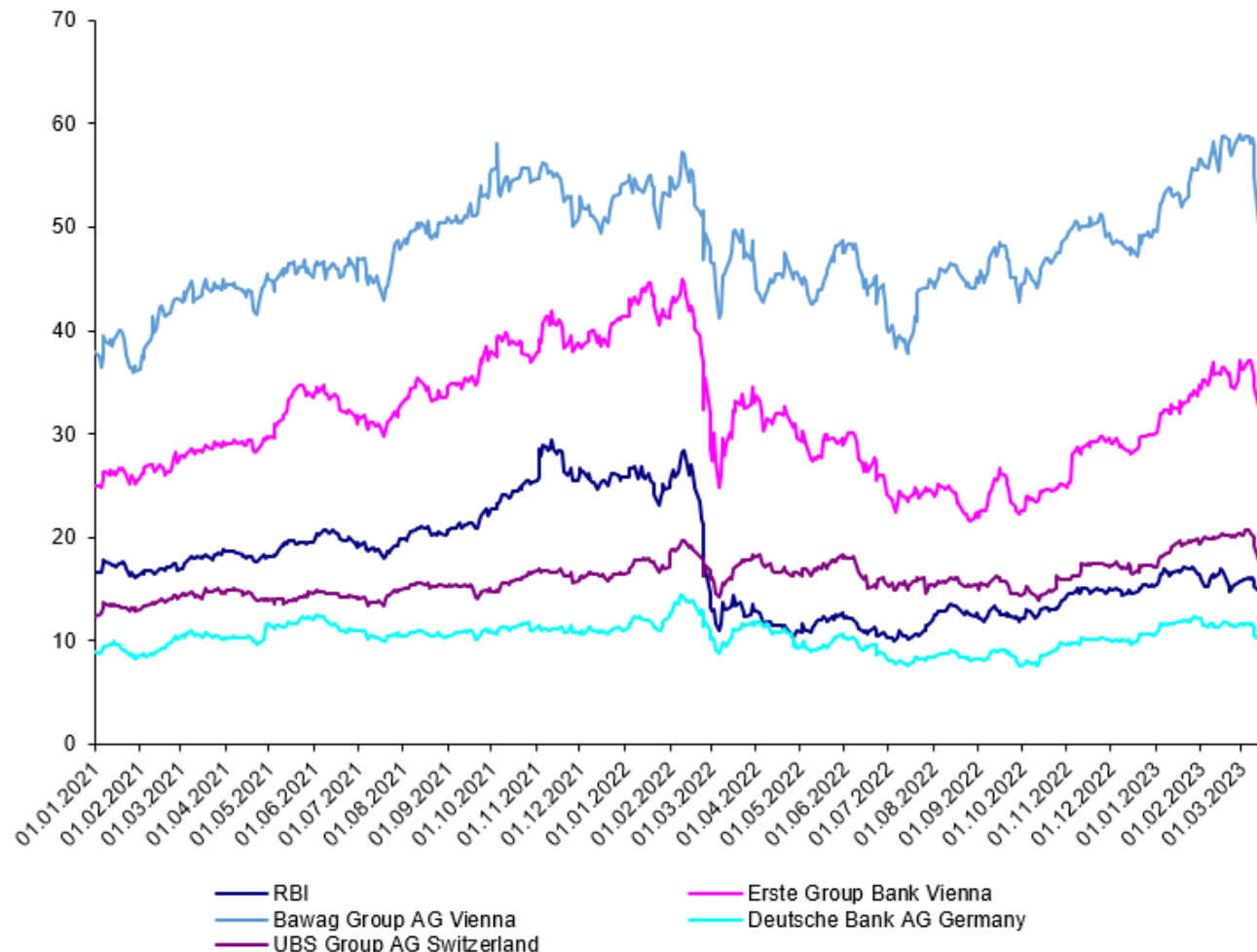


© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Und dann auch noch... Banken - Aktienkurse

	BAWAG	RBI	ERSTE
08.03.2023	58,7	16,07	36,5
20.03.2023	45,6	13,96	29,81
Delta in %	-22,3%	-13,1%	-18,3%



Quelle: Bloomberg



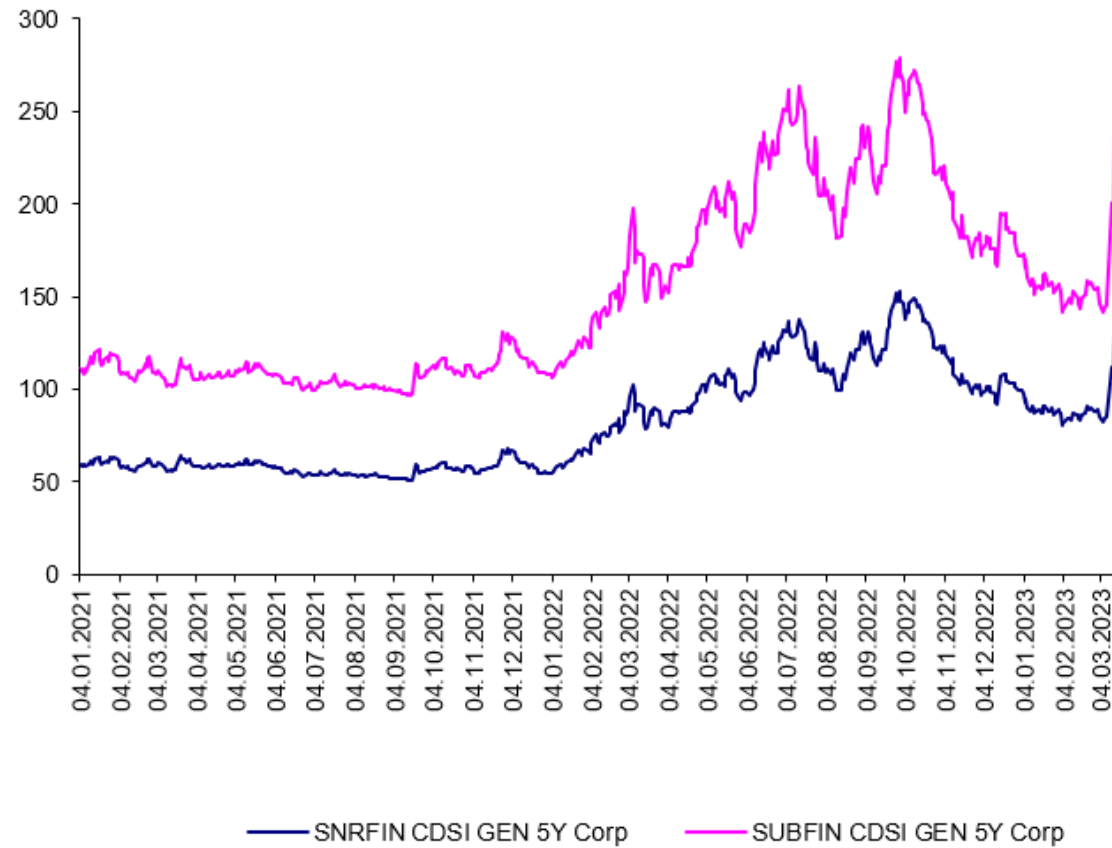
© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Und dann auch noch...

Credit Spreads Banken Europa: SR & SUB

ITRAXX EUR CDS Financial Senior & Subordinated Spread



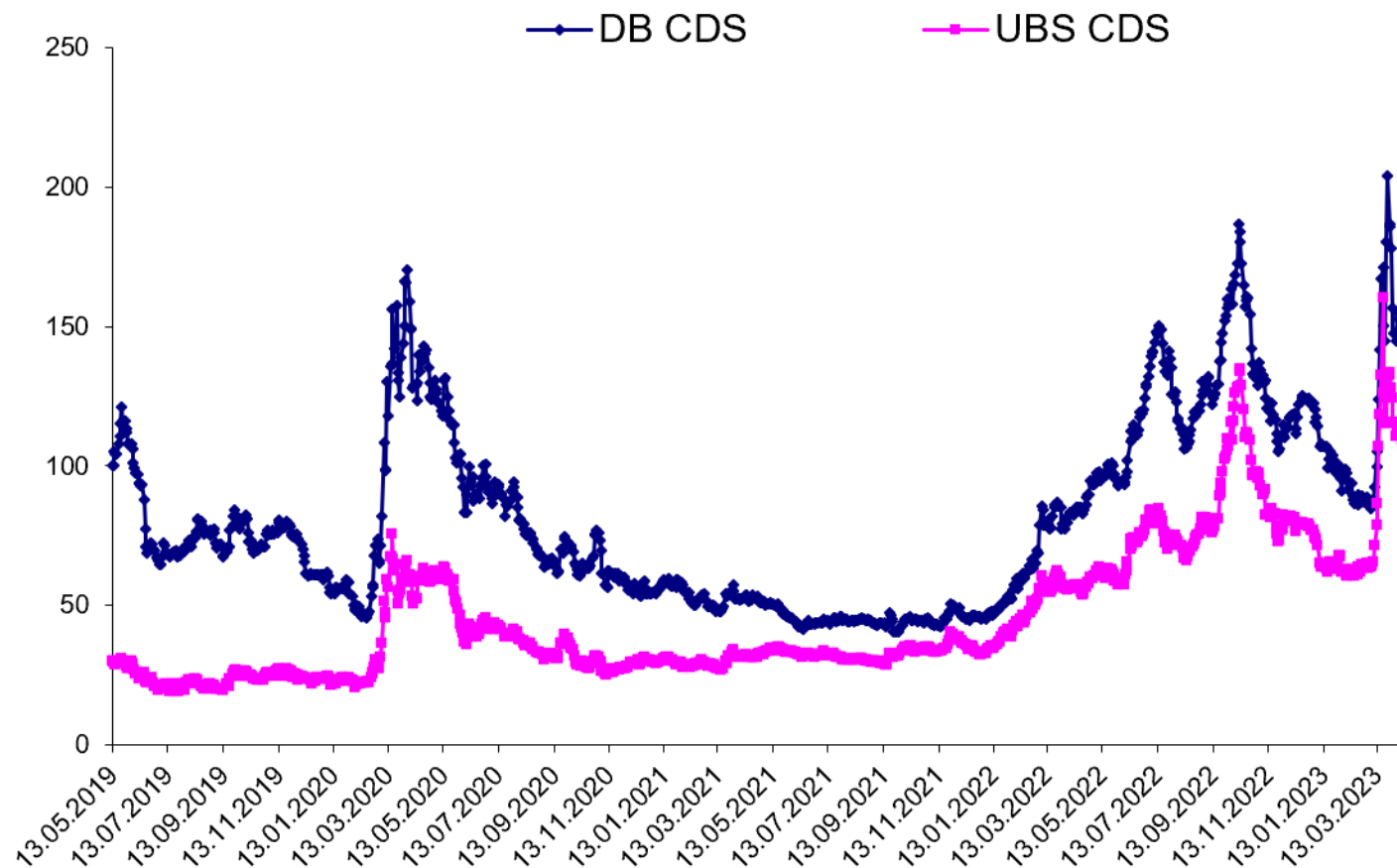
Quelle: Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Deutsche Bank & UBS Credit Spreads



Quelle Bloomberg

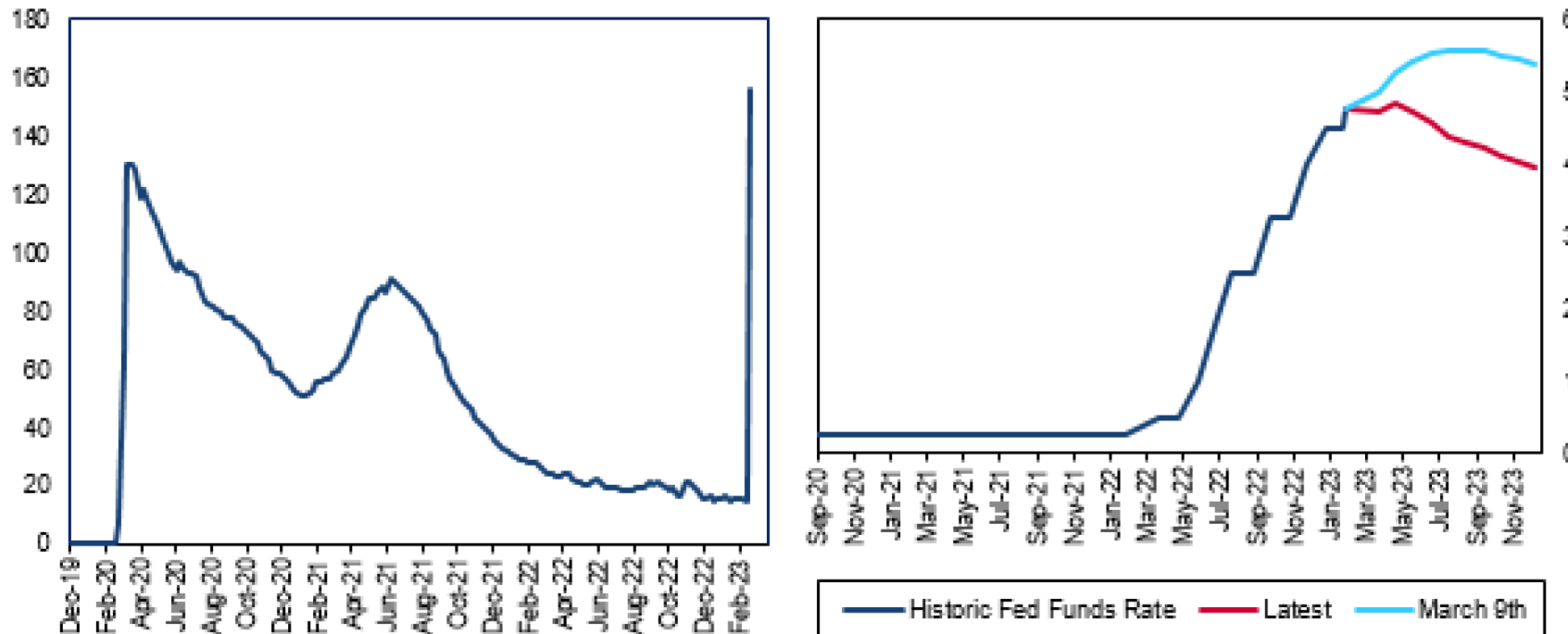


© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Aber nicht nur in der Eurozone.... Liquiditätsstress in US

US Bank Borrowing Via The Discount Window, USDbn (LHC), Fed Funds Rate & Futures Pricing, % (RHC)



Source: Bloomberg, Fitch Solutions

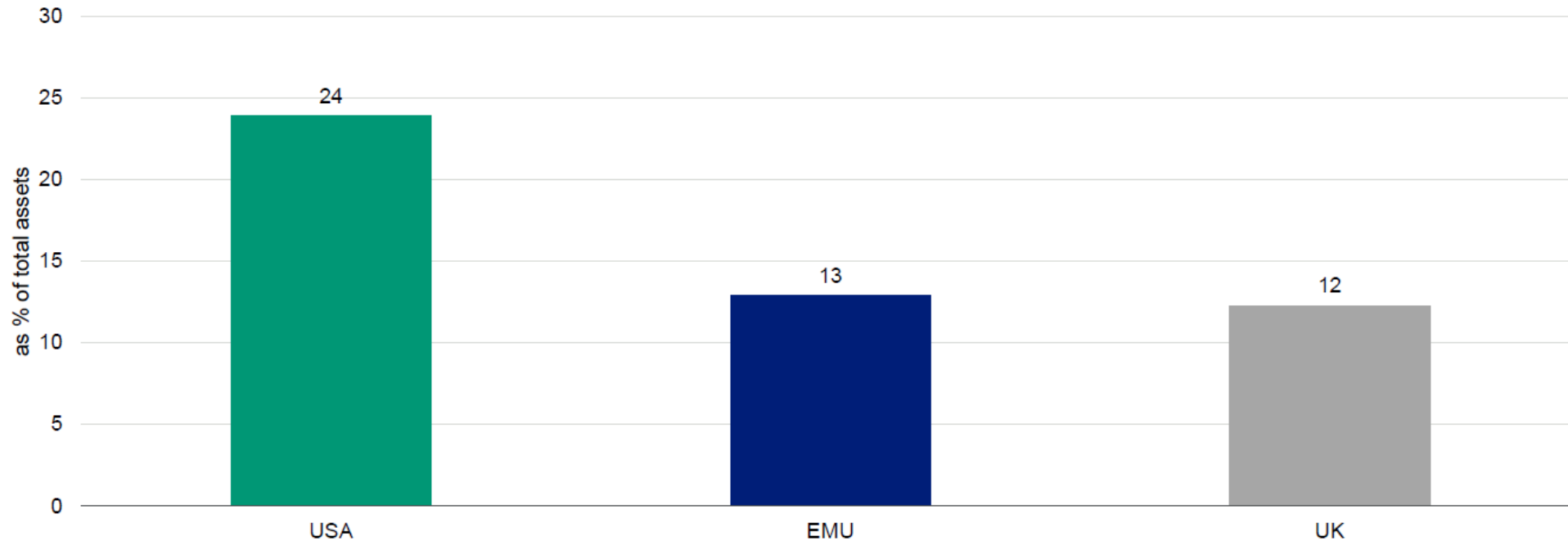
Quelle: Fitch Solutions



Vulnerabilität in EUR vs Anleihen-Kursverlusten geringer (1)

European and UK banks have significantly less exposure to securities

Banking systems' securities holdings



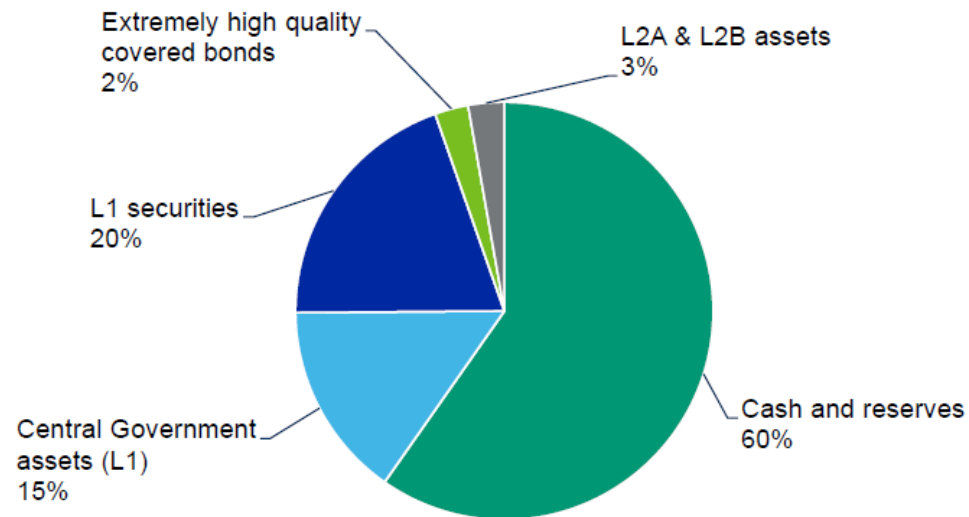
**based on latest available data: January 2023 for EMU and UK, and February 2023 for USA*

Quelle: European Central Bank, Bank of England, Federal Reserve

Vulnerabilität in EUR vs Anleihen-Kursverlusten geringer (2)

European banks' liquid assets include large share of cash

Composition of high-quality liquid assets and their share in total assets per banking system as of September 2022

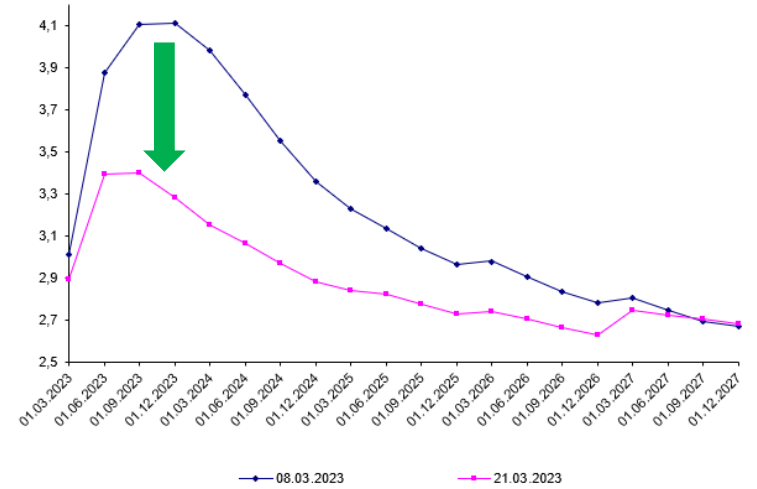
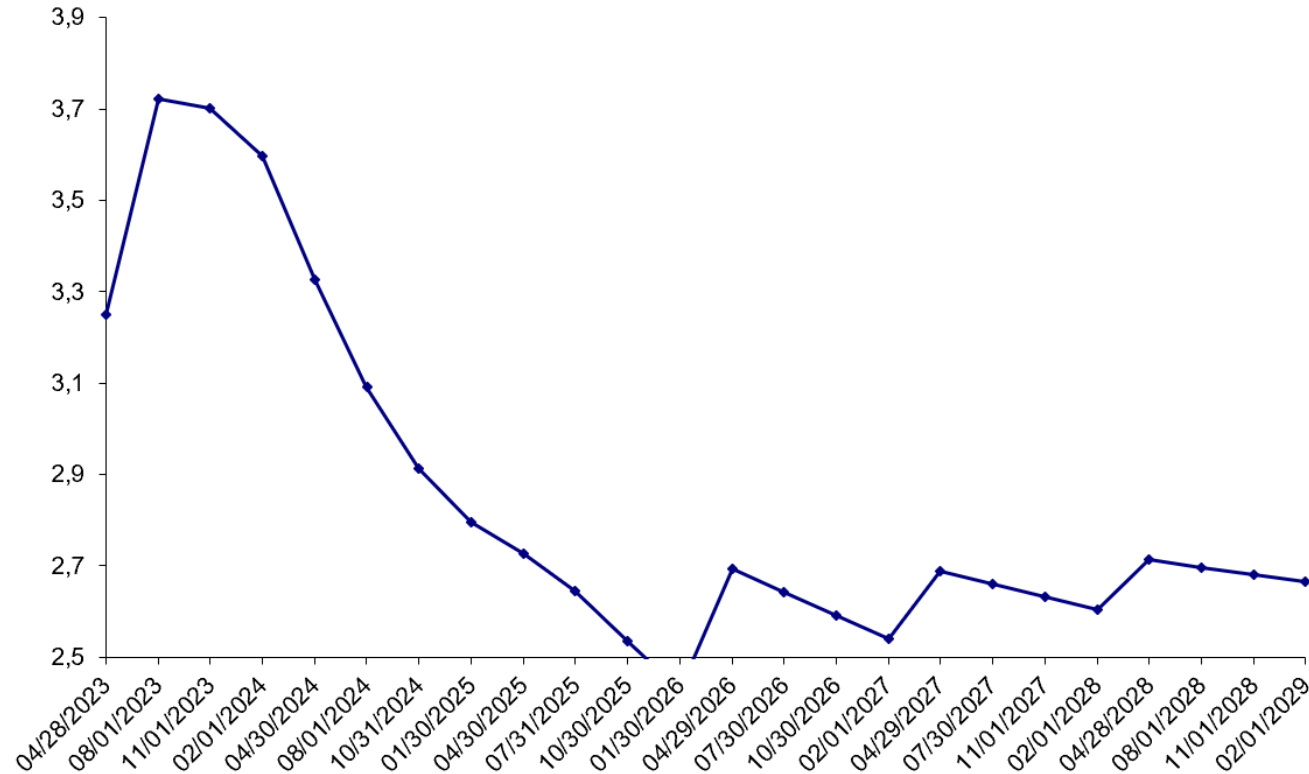


LCR of EU/EEA amounts to 162.5%.

Quelle: European Banking Authority Risk Dashboard, Moody's Investors Service

Trotzdem: Stark rückläufige 3m Euribor Forwards

3m Euribor Forwards 28.04.2023



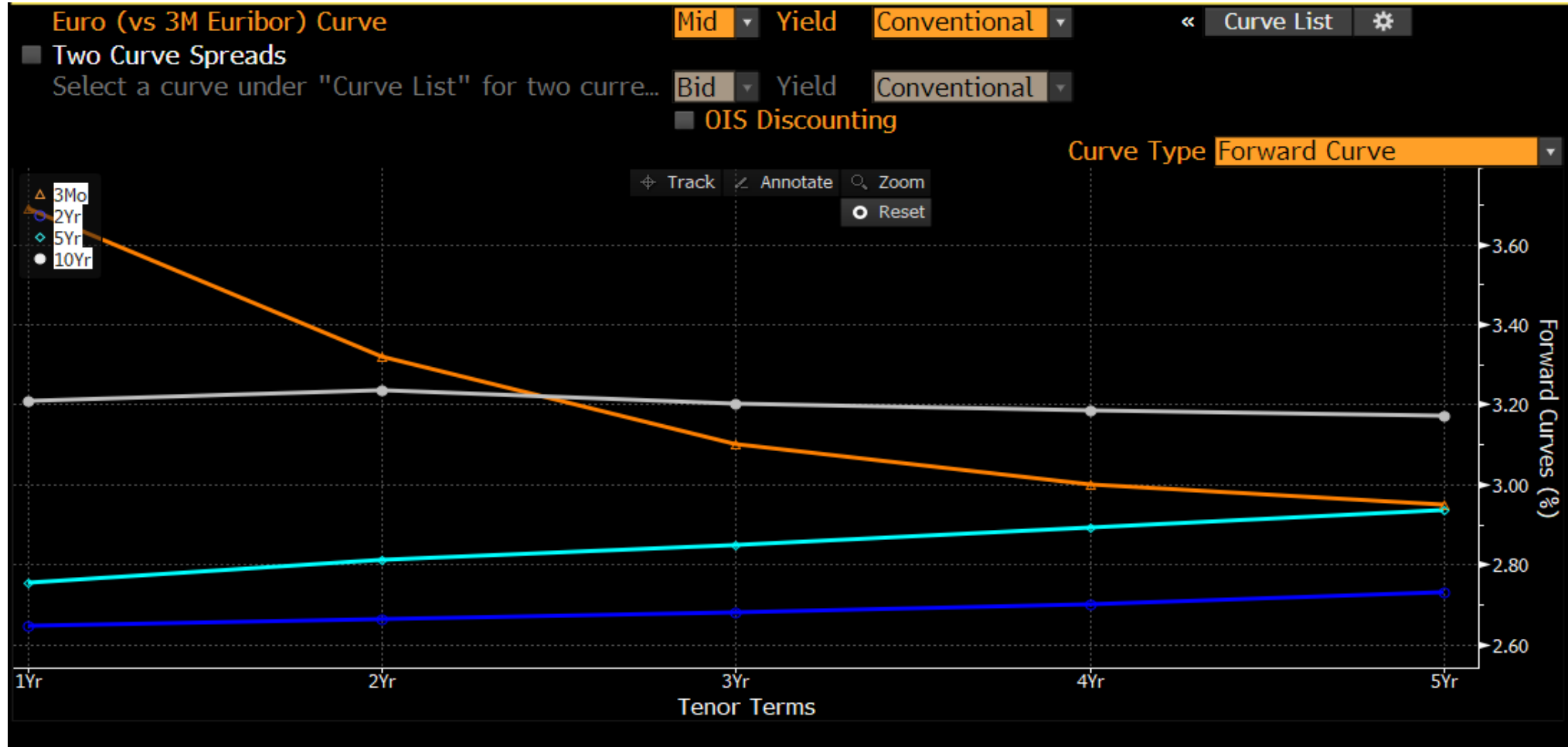
Quelle Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Aktuelle Zinsterminsätze EUR Swaps / Euribor (28.04.2023)



Quelle Bloomberg



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Consensus Zins- und FX Prognosen EUR: 28.04.2023

	2023	2024	2025
Interest Rates			
Central Bank Rate (%)	4.00	3.25	
3-Month Rate (%)	3.60	2.77	
2-Year Note (%)	2.50	1.80	
10-Year Note (%)	2.30	2.05	
Exchange Rates			
EURUSD	1.12	1.15	1.16

Quelle Bloomberg

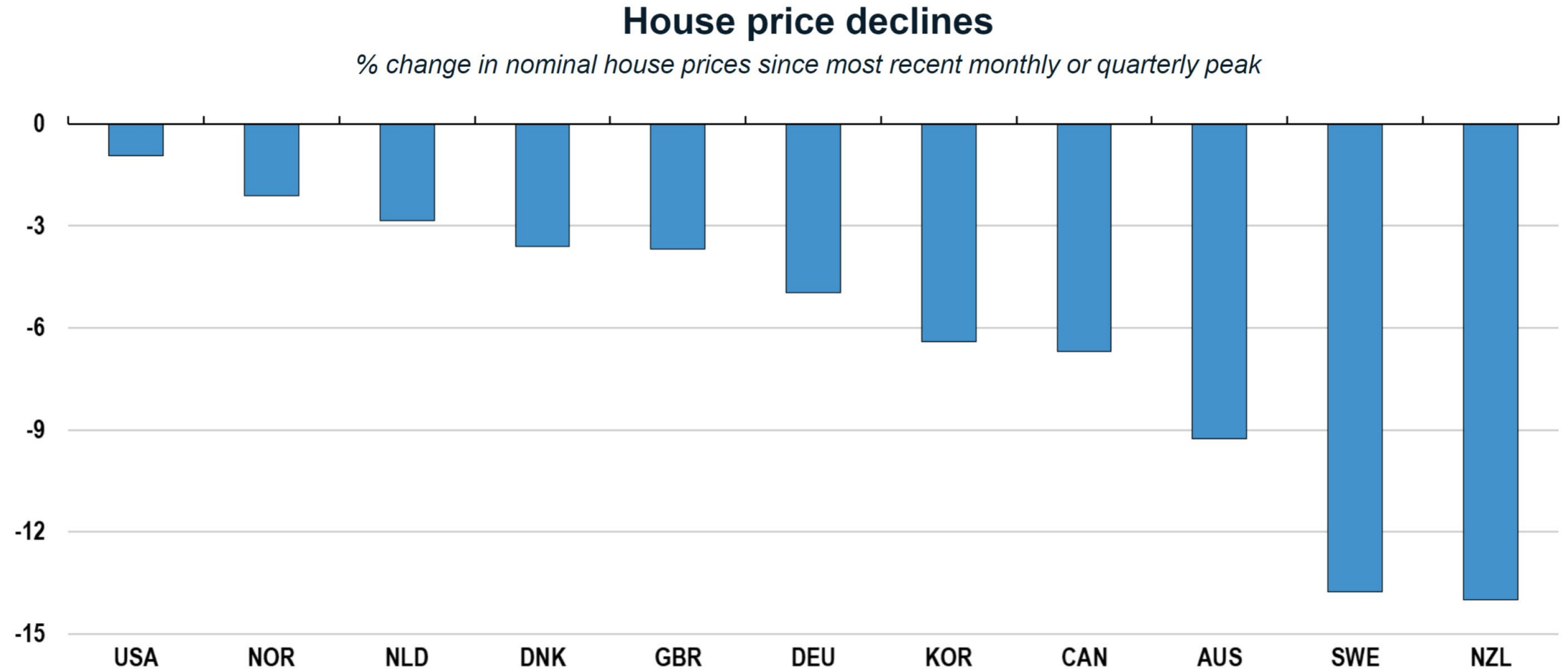


© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

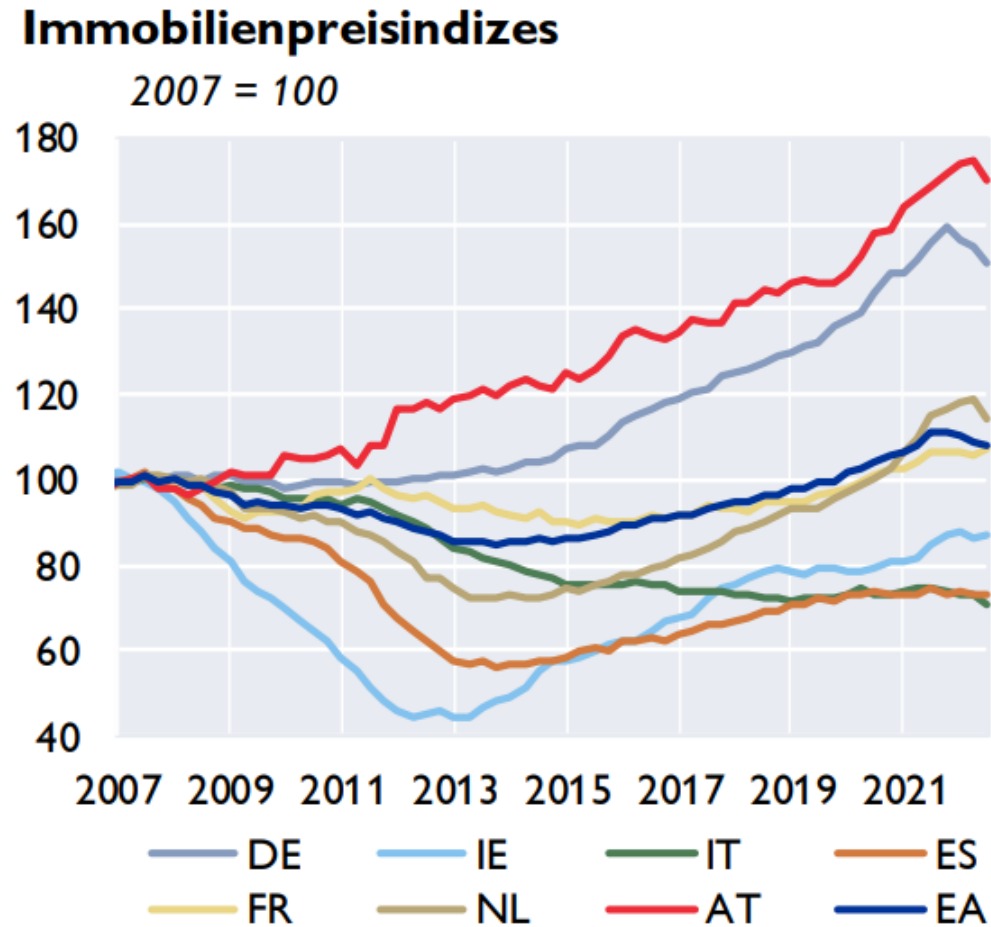
35

Konjunkturrisiko Real Estate Markt (1)



Quelle OECD Economic Outlook

Konjunkturrisiko Real Estate Markt (2)



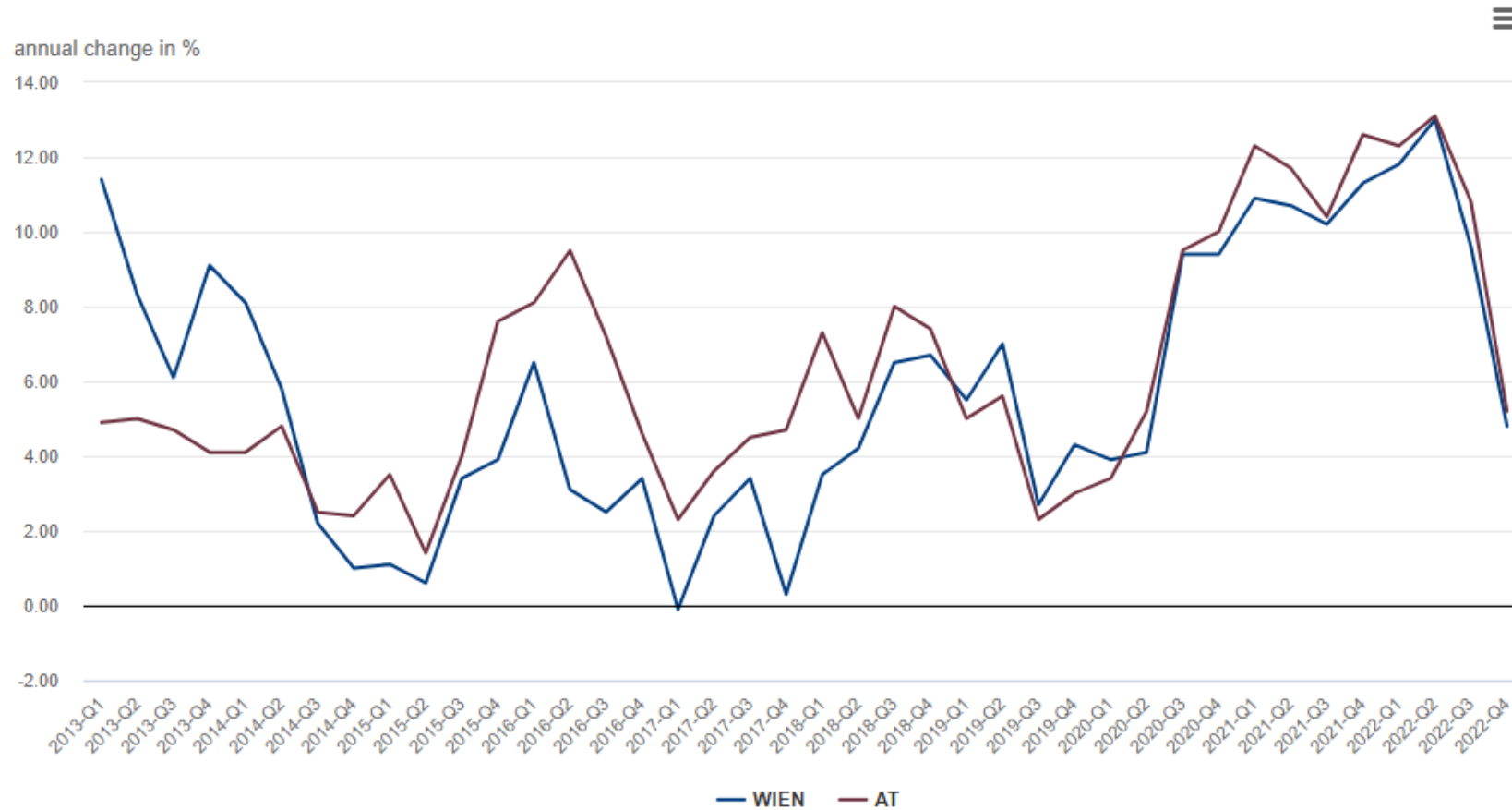
Quelle OeNB



© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Konjunkturrisiko Real Estate Markt (3)

Residential property prices Austria/Vienna



Quelle OeNB

Source: OeNB, Data Science Service GmbH (DSS), TU-Wien, Prof. Feilmayr



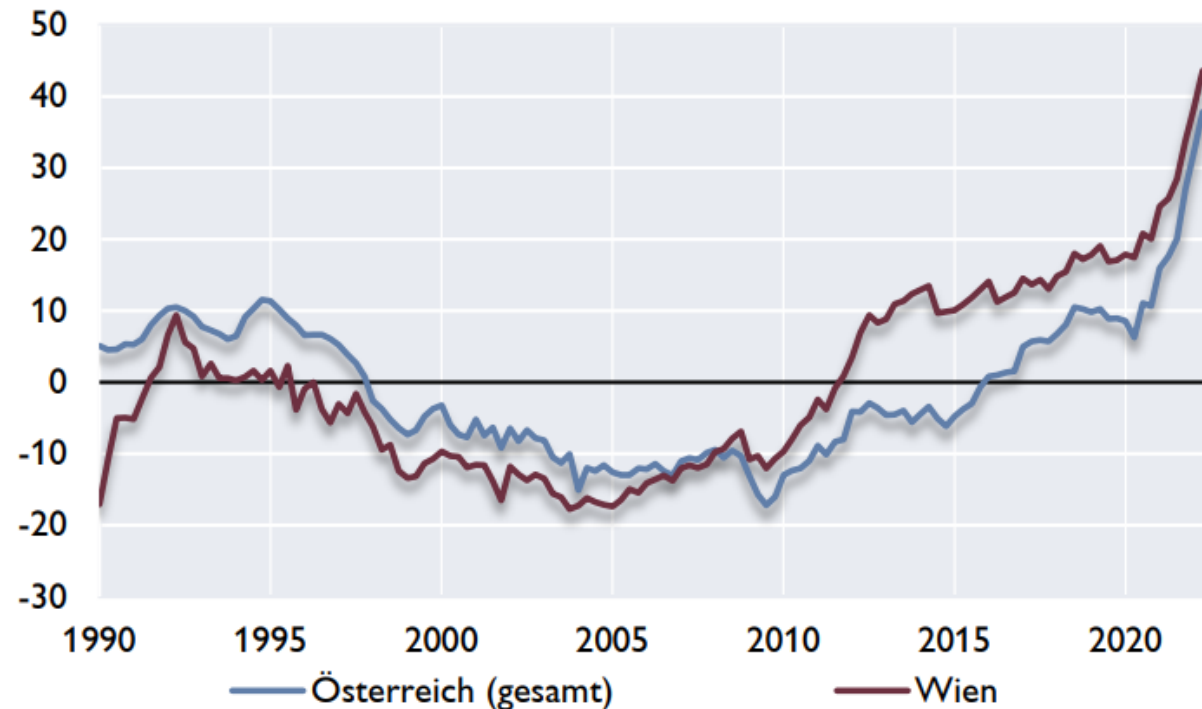
© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public

Konjunkturrisiko Real Estate Markt (4)

OeNB-Fundamentalpreisindikator für Wohnimmobilien

Abweichung der Preise vom Fundamentalpreis in %

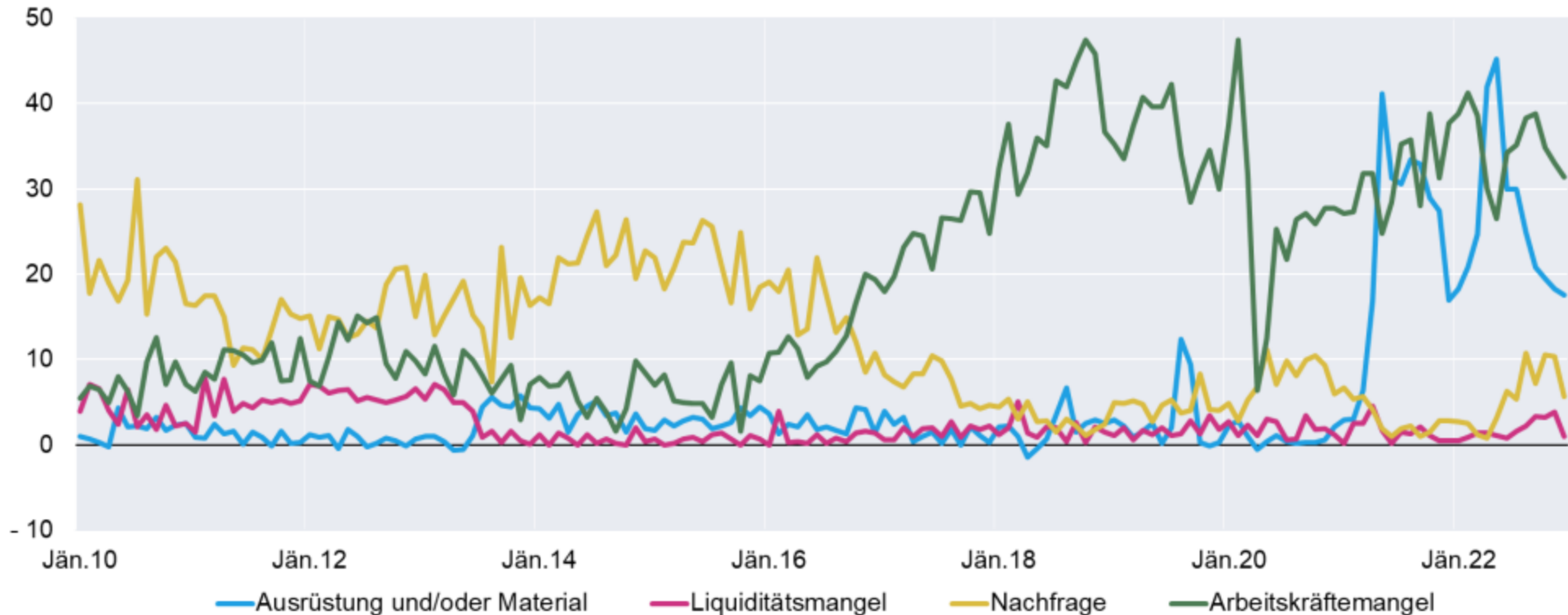


Quelle: OeNB.

Konjunkturrisiko Real Estate Markt (5)

Österreichische Bauwirtschaft: Materialkosten und Arbeitskräftemangel beeinträchtigen die Geschäftstätigkeit

Anteil der Unternehmen, die diese Antwort gaben; saisonbereinigt in %



Quelle: WIFO, Umfrage (Consumer Confidence Indicator) der Europäischen Kommission.

Die einzig sichere Prognose...



Quelle: <https://economictimes.indiatimes.com/wealth/invest/how-derivative-traders-can-make-the-most-of-increased-volatility-in-stock-market/>

Kontakt



Stefan Fink

Chief Economist KPMG Austria, Switzerland & CEE

Director, Financial Risk Management

KPMG Advisory GmbH
Kudlichstraße 41
4020 Linz

T +43 732 6938 2247
M +43 664 88308602
stefanfink@kpmg.at



Prof. (FH) Mag. Dr. Stefan Fink
Professor für Finanz- und Risikomanagement
Studiengang CRF/CRFM
Fakultät für Wirtschaft und Management



FH Oberösterreich
University of Applied Sciences Upper Austria
Fakultät für Wirtschaft und Management
Wehrgrabengasse 1-3 | 4400 Steyr/Austria
Tel. +43 5 0804 33717
Mobile: +43 664 8830 8602
Fax. +43 5 0804 933799
E-Mail: stefan.fink@fh-ooe.at
Web: www.fh-ooe.at



kpmg.at

© 2023 KPMG Advisory GmbH, eine österreichische Gesellschaft mit beschränkter Haftung und ein Mitglied der globalen KPMG Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer private English company limited by guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. KPMG und das KPMG-Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.

Document Classification: KPMG Public