

# Verschlechterte Finanzierungsbedingungen für die realwirtschaftlichen Sektoren

## Leichte Beeinträchtigung des Unternehmenssektors

### Konjunkturoberpunkt überschritten

Trotz der anhaltenden Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten und ihrer weltweit konjunkturdämpfenden Effekte präsentierte sich die österreichische Wirtschaft im ersten Halbjahr 2008 in relativ guter Verfassung, auch wenn das reale BIP-Wachstum im Jahr 2008 schwächer ausfallen wird als in den beiden Jahren zuvor. Aufgrund des zunehmenden Außenwerts des Euro und der sich abschwächenden globalen Konjunktur verminderte sich die Dynamik der österreichischen Exporte. Die Investitionstätigkeit zeigte bereits im Verlauf des Jahres 2007 eine deut-

liche Wachstumsverlangsamung, die sich im laufenden Jahr fortsetzte. Die reale private Konsumnachfrage, die in den letzten Jahren deutlich hinter der Entwicklung der real verfügbaren Haushaltseinkommen zurückgeblieben ist, setzte ihre verhaltene Entwicklung fort.

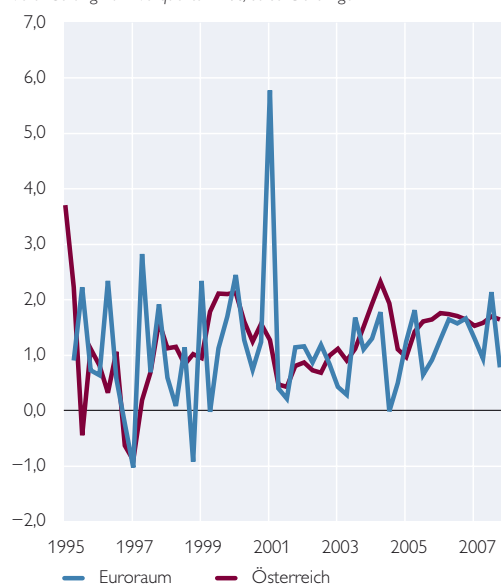
Dennoch verzeichneten die österreichischen Unternehmen – ähnlich wie im gesamten Euroraum – nach den hohen Zuwächsen der Vorjahre trotz des Anstiegs des Euro und des hohen Rohölpreises im Jahr 2007 weiterhin steigende Gewinne, wie die Entwicklung der Gewinnspanne<sup>1</sup> und des Bruttobetriebsüberschusses<sup>2</sup> zeigt.

Grafik 3

## Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

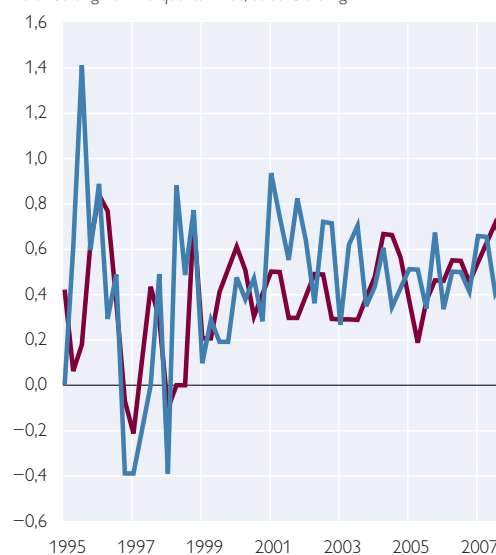
### Bruttobetriebsüberschuss<sup>1</sup>

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



### Gewinnspanne<sup>2</sup>

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



Quelle: Eurostat.

<sup>1</sup> Inklusive Selbstständigeneinkommen.

<sup>2</sup> BIP-Deflator abzüglich Lohnstückkosten.

<sup>1</sup> Die Gewinnspanne ist das Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten.

<sup>2</sup> Der Bruttobetriebsüberschuss ist der durch die betriebliche Geschäftstätigkeit geschaffene Überschuss nach Vergütung des Produktionsfaktors Arbeit. Er lässt sich aus dem BIP abzüglich der Arbeitnehmerentgelte und abzüglich Produktionsabgaben (ohne Subventionen) ermitteln und bildet damit die VGR-Entsprechung zum Bruttobetriebsergebnis.

Auch die Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen, üblicherweise ein nachlaufender Konjunkturindikator, reflektiert die Hochkonjunktur der letzten beiden Jahre. Ihre Anzahl lag im ersten Quartal 2008 15 % unter dem Vergleichswert des Vorjahres. Insbesondere die mangels Masse abgewiesenen Konkursanträge gingen um rund 25 % zurück, der Rückgang der eröffneten Verfahren fiel mit -4 % deutlich geringer aus. Die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten nahmen um rund 20 % ab. In Relation zu den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (laut GFR) sanken die Insolvenzverbindlichkeiten im ersten Quartal 2008 auf 0,50 %.

#### **Mittelaufnahme über die Börse durch Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt**

In der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors machten sich die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten vor allem bei der Kapitalaufbringung über den Aktienmarkt bemerkbar. Die Neuemissionen von nichtfinanziellen Unternehmen an der Wiener Börse beliefen sich im zweiten Halbjahr 2007 gemäß Emissionsstatistik auf 2,2 Mrd EUR; das entspricht nur rund einem Drittel des in der ersten Jahreshälfte registrierten Wertes. Im ersten Quartal 2008 fand keine einzige Neunotierung statt. Drei bereits fixierte Emissionen wurden angesichts der ungünstigen Marktlage abgesagt. Bei der Mittelaufnahme an der Wiener Börse, die zunehmend von internationalen institutionellen Investoren geprägt wird, machte sich die gestiegene Integration der Unternehmensfinanzierung in die internationalen Kapitalströme besonders stark bemerk-

bar. Während im Jahr 2003 der Anteil ausländischer Marktteilnehmer an den Börseumsätzen in Wien noch weniger als ein Viertel betragen hatte, waren es im Jahr 2007 bereits 64 %.

Da sich im Gefolge der Turbulenzen auf den Finanzmärkten die Kurse an der Wiener Börse rückläufig entwickelten, sank die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im zweiten Halbjahr 2007 um mehr als 4 Mrd EUR auf 93 Mrd EUR, das entspricht rund 34 % des BIP. Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Ende 2007 knapp 56 % des BIP.

Inklusive der außerbörslichen Anteilswerte wurden im zweiten Halbjahr 2007 knapp 40 % der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Form von Eigenkapital aufgenommen. Aufgrund der rückläufigen Aktienkurse verminderte sich der Eigenkapitalanteil an den Verpflichtungen im Jahr 2007 um rund 1 Prozentpunkt auf 37,0 %, da laut Konventionen der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung die Bewertung von über die Börse aufgenommenem Eigenkapital zu den aktuellen Marktwerten erfolgt.

In der Entwicklung der Kredite der Banken an den Unternehmenssektor ließ sich demgegenüber bis zuletzt noch keine Abschwächung erkennen. Im Gegenteil, die Jahreswachstumsrate der Bankkredite beschleunigte sich im Verlauf des Jahres 2007 und betrug im März dieses Jahres 9,1 %.<sup>3</sup> Damit blieb ihre Dynamik aber weiterhin hinter jener des Euroraums zurück. Weiterhin sehr hoch mit zuletzt über 98 % blieb der Anteil variabel verzinsten Kredite

<sup>3</sup> Gemäß EZB-Monetärstatistik; analog zur Vorgangsweise der EZB ermittelt als prozentuelle Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen, d. h. bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen.

## Wichtige Elemente der Außenfinanzierung der Unternehmen

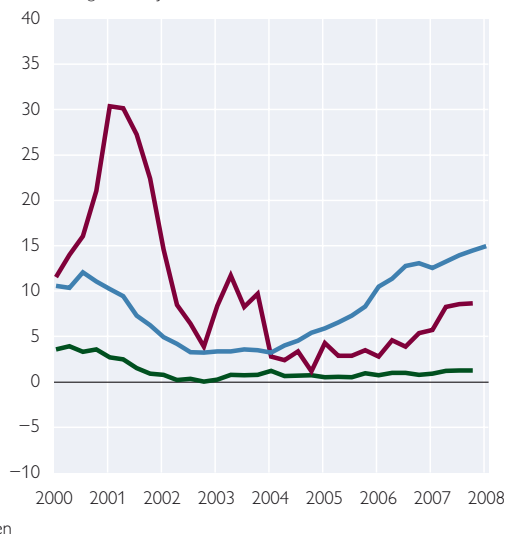
### Österreich

Veränderung zum Vorjahr in %



### Euroraum

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB.

am Neugeschäft. Die Fristigkeitsstruktur der Kredite verschob sich im zweiten Halbjahr 2007 und im ersten Quartal 2008 zu längerfristigen Krediten. Dies ist ein Indiz dafür, dass Kredite primär für die Finanzierung von Investitionsprojekten und weniger zur Überbrückung von Liquiditätsgaps aufgenommen wurden.

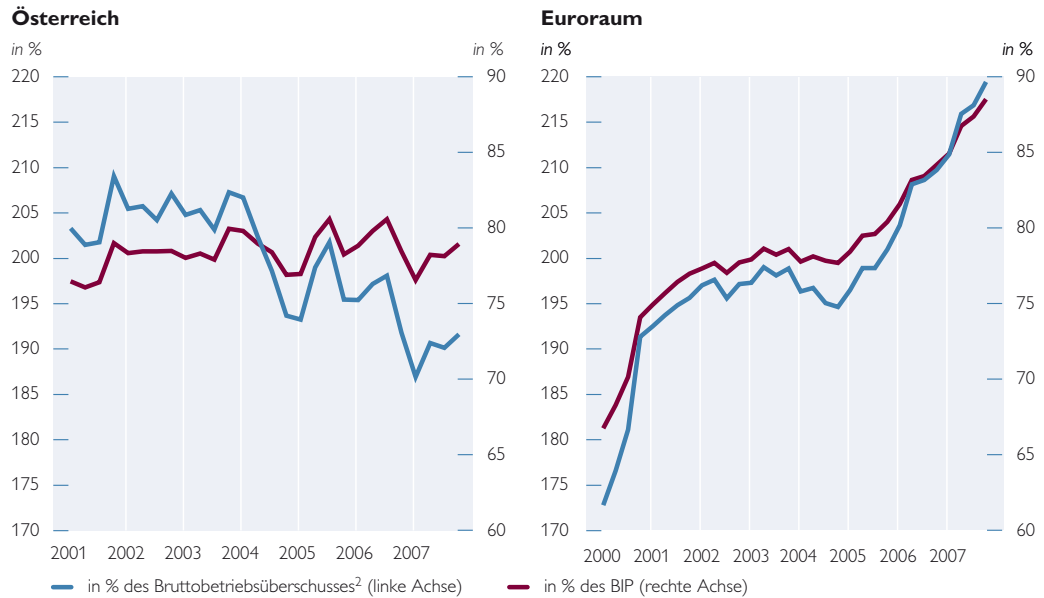
Unternehmen nahmen angesichts der schwierigen Mittelaufnahme auf dem Aktienmarkt stärker Bankkredite in Anspruch. Gleichzeitig erhöhte die gute Ertragslage die Kreditwürdigkeit vieler Unternehmen. Gemäß der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) nahmen die Unternehmen im zweiten Halbjahr 2007 vor allem für die Finanzierung von Anlageinvestitionen vermehrt Mittel auf. Auch die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen bzw. Unternehmensumstrukturierungen bildete ein wesentliches Motiv für die Kreditaufnahme. Im ersten Quartal

2008 kamen von diesen Faktoren allerdings keine Impulse mehr für die Kreditnachfrage der Unternehmen. Eher nachfragedämpfend wirkte nach Angaben der befragten Banken weiterhin die anhaltend gute Innenfinanzierung.

Die Anleihenfinanzierung expandierte im zweiten Halbjahr 2007 weiterhin überaus dynamisch. Gemäß Emissionsstatistik erhöhte sich der Nettoabsatz von Unternehmensanleihen gegenüber dem Vergleichswert des Vorjahres um 23,1%.<sup>4</sup> Die Zuwachsrates lag bis zuletzt deutlich über jener des gesamten Euroraums. In der zweiten Jahreshälfte 2007 wurden die größten Emissionen von Bau- und Immobiliengesellschaften begeben. Knapp 70% des in diesem Zeitraum begebenen Anleihevolumens waren fix verzinst, der Rest variabel. Mehr als 90% der Emissionen waren in Euro denominated, der Rest entfiel auf den Schweizer Franken.

<sup>4</sup> Ebenfalls auf Basis der EZB-Methode berechnet.

### Verschuldung des Unternehmenssektors<sup>1</sup>



Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Kurzfristige und langfristige Kredite, Geld- und Kapitalmarktpapiere.

<sup>2</sup> Inklusive Selbstständigeneinkommen.

Angesichts der recht lebhaften Ausweitung der Fremdkapitalaufnahme wuchs die Unternehmensverschuldung im Jahr 2007 etwas rascher als die Bruttobetriebsüberschüsse der Unternehmen (inklusive Selbstständigeneinkommen). Der Anstieg fiel aber weit- aus moderater aus als im Euroraum, wo die Verschuldungsquote bereits seit dem Jahr 2005 deutliche Zuwächse verzeichnete.

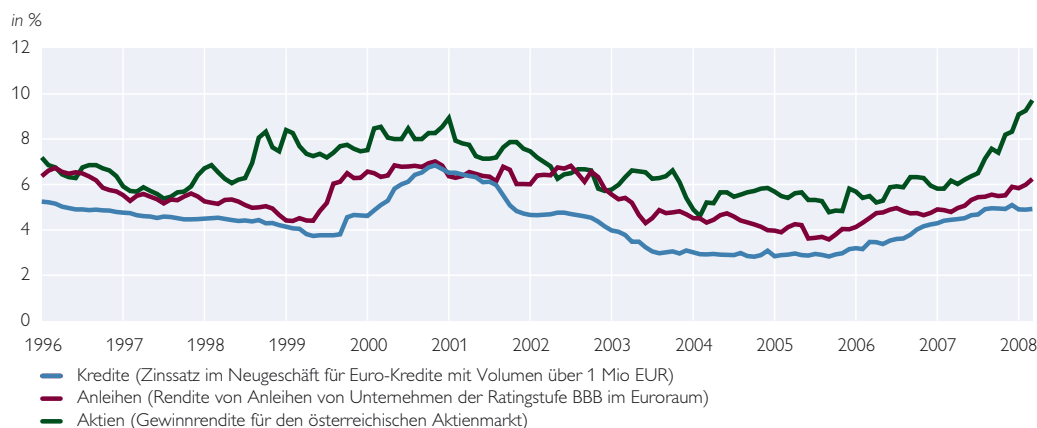
#### Finanzierungsbedingungen infolge der Finanzmarkturbulenzen verschlechtert

Die Finanzierungsbedingungen für die österreichischen Unternehmen verschlechterten sich in den Jahren 2007 und 2008. Das gilt für die Aufnahme von Eigenkapital und von Fremdkapital gleichermaßen.

Die Aktienkurse an der Wiener Börse verzeichneten im Zuge der internationalen Finanzmarkturbulenzen seit November 2007 erhebliche Rückgänge. Zwischen Ende Oktober 2007 und Ende März 2008 sank der ATX um rund 17%. Demgegenüber entwickelten sich die Gewinne der an der Wiener Börse notierten Unternehmen weiter positiv. Die Gewinnrendite<sup>5</sup> stieg daher seit Mitte 2007 merklich an. Dies impliziert höhere Kosten der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt. Auch relativ zur Entwicklung von Renditen auf Staatsanleihen hat sich die Gewinnrendite merklich erhöht. Dies ist unter anderem ein Indikator für eine gestiegene Risikoprämie des Aktienmarktes.

<sup>5</sup> Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

### Finanzierungsbedingungen für Unternehmen



Die Renditen für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt stiegen in den 12 Monaten bis zum Ende des ersten Quartals 2008 deutlich an.<sup>6</sup> Zwar verringerten sich die langfristigen Renditen von Staatsanleihen seit Mitte 2007 um rund ½ Prozentpunkt, gleichzeitig erhöhten sich jedoch die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen relativ zu Staatsanleihen ähnlicher Laufzeit aufgrund der Neubewertung der Kreditrisiken im Gefolge der Subprime-Krise.

Die Bedingungen für die Kreditaufnahme haben sich ebenfalls verschlechtert. Die Zinsen für Unternehmenskredite stiegen seit Ende 2005 kontinuierlich. Bis Mitte 2007 spiegelten sich darin die Leitzinserhöhungen durch die EZB wider. Ab Sommer 2007 war dafür – bedingt durch die Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten – die deutliche Ausweitung der Differenz zwischen den Geldmarktsätzen, an denen sich die Verzinsung von variabel verzinsten Krediten orientiert, und den Leitzinsen verantwortlich. Die Risikoprämien für Unternehmenskredite dagegen weite-

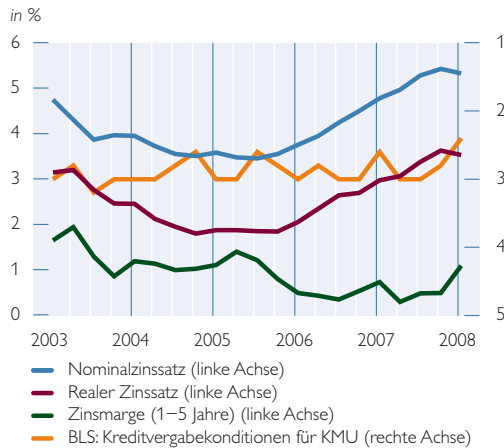
ten sich erst im ersten Quartal 2008 leicht aus, wie die Entwicklung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und des Swap-Satzes mit einer korrespondierenden Laufzeit (als Indikator für einen Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen) zeigt. Dabei war der Anstieg für großvolumige Finanzierungen deutlich ausgeprägter als für Kredite bis 1 Mio EUR.

Das deckt sich weitgehend mit den Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft in Österreich. Seit dem dritten Quartal 2007 hoben die Banken die Margen für Ausleihungen an Unternehmen an. Für risikoreichere Kredite erfolgte dies deutlich stärker als für Kreditnehmer durchschnittlicher Bonität. Gleichzeitig wurden die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite (Kredite an Großbetriebe und KMU-Finanzierungen) seit Mitte 2007 leicht verschärft. Die Standards für langfristige Kredite wurden deutlich stärker angehoben als für kurzfristige Kredite. Für diese geänderte Kreditvergabepolitik waren auch hier die Turbulenzen auf den internati-

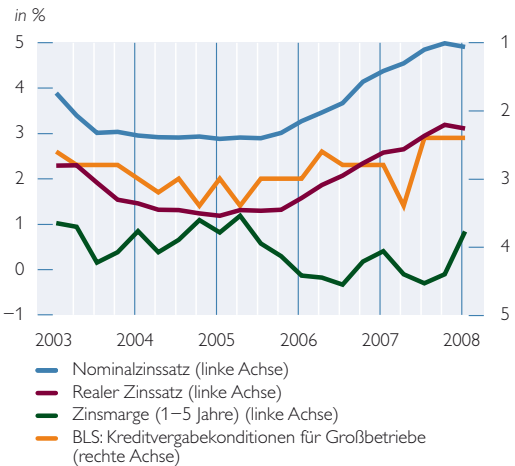
<sup>6</sup> Als Indikator dient hier die Entwicklung der BBB-Anleihen im Euroraum. Eigene Datenreihen für Österreich stehen nicht zur Verfügung.

### Konditionen für Unternehmenskredite

#### Kredite bis 1 Mio EUR



#### Kredite über 1 Mio EUR



Quelle: OeNB, EZB.

Anmerkung: Skala von 1 (deutlich verschärft) bis 5 (deutlich gelockert).

Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich der HVPI-Prognose der OeNB für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr.

Zinssmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von 1–5 Jahren abzüglich 3-Jahres-Swap-Satz.

BLS-Kreditvergabebedingungen: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen in den letzten drei Monaten.

onalen Finanzmärkten und deren Effekte auf die Finanzierungsbedingungen auf dem Geld- und Anleihemarkt weitgehend maßgeblich.

#### Exponierung gegenüber Zinsrisiken leicht gestiegen

Nach einer rückläufigen Entwicklung in den Vorjahren ist die Exponierung gegenüber Zinsrisiken bei den Unternehmen infolge des Anstiegs der Kredite im zweiten Halbjahr 2007 leicht gestiegen. Dieser Zuwachs resultierte primär aus einer Zunahme der Verbindlichkeiten mit kurzfristigen Zinsänderungsrisiken (Kredite und variabel verzinsten Anleihen). Der Anteil von festverzinslichen Anleihen, die mit langfristigen Zinsänderungsrisiken behaftet sind, war hingegen in den letzten Quartalen relativ stabil.

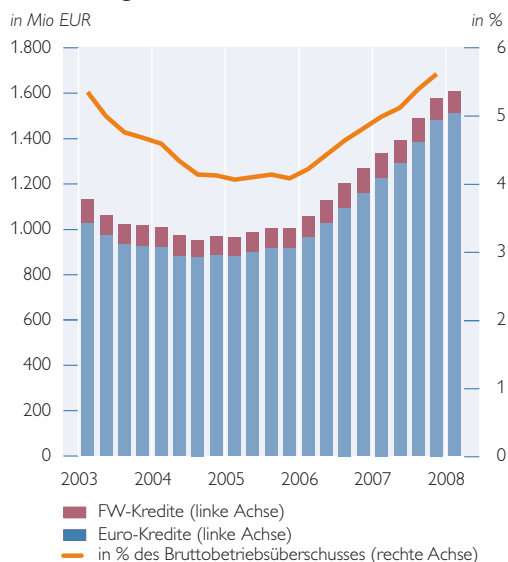
Aufgrund des gestiegenen Anteils der Kredite an den Verpflichtungen und der gestiegenen Zinsen hat sich der Zinsaufwand des Unternehmenssektors für Kredite bis zum ersten Quartal 2008 weiter erhöht (siehe Grafik 8).<sup>7</sup> Dabei sind aber nur Zinszahlungen, nicht jedoch Kreditnebenkosten erfasst. Die Grafik zeigt, dass der Anstieg des Zinsaufwands in den letzten Quartalen zum weitaus überwiegenden Teil auf das gestiegene Zinsniveau zurückzuführen war; erst im ersten Quartal 2008 war hier ein leichter Rückgang zu registrieren. Infolge des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite übertrugen sich die Zinssteigerungen auf dem Geldmarkt sehr rasch in einen höheren Zinsaufwand.

<sup>7</sup> Für die Verzinsung der Fremdwährungskredite wurden die Zinssätze für das Neugeschäft (für Unternehmen und Haushalte zusammen) herangezogen, da die Zinssatzstatistik keine Angaben für das aushaftende Volumen enthält. Da Fremdwährungskredite zum weitaus überwiegenden Teil variabel verzinst sind und ihre Verzinsung periodisch neu festgesetzt wird, dürfte dies eine passende Approximation sein.

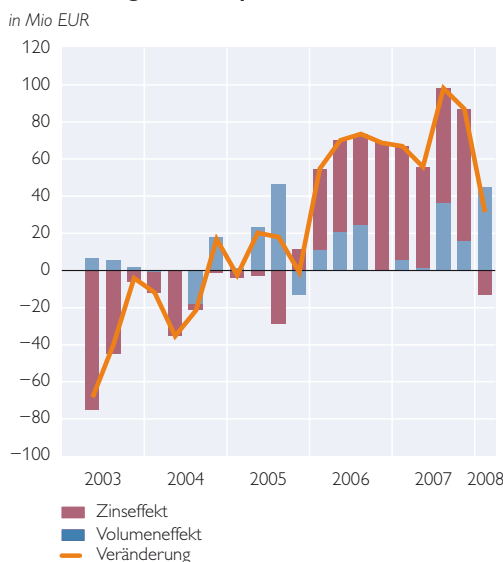
Grafik 8

## Zinsaufwand für Unternehmenskredite

### Entwicklung im Zeitablauf



### Veränderung zum Vorquartal



Quelle: OeNB, Eurostat.

Anmerkung: Zinsaufwand für Eurokredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in Euro, multipliziert mit den korrespondierenden Zinssätzen für Bestand gemäß EZB-Zinssatzstatistik. Zinsaufwand für Fremdwährungskredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in Fremdwährung, multipliziert mit dem Zinssatz für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen in USD, JPY und CHF gemäß EZB-Zinssatzstatistik.

### Wechselkursrisiken deutlich reduziert

Die Exponierung der Unternehmensfinanzierung gegenüber Wechselkursrisiken hat sich im abgelaufenen Jahr deutlich reduziert. Fremdwährungskredite wurden von den Unternehmen per saldo weiter abgebaut, der Fremdwährungsanteil der Kredite an Unternehmen betrug Ende 2007 nur mehr 8,1% (nach 10,8% im Vorjahr). Auch der Anteil der Fremdwährungsemissionen an den Unternehmensanleihen hat sich weiter reduziert. Ende 2007 betragen die Fremdwährungsverpflichtungen nur mehr 3,5% der gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (gegenüber 4,6% im Vorjahr).

### Fazit: Finanzposition der Unternehmen nur leicht negativ beeinträchtigt

Die Risikoposition des Unternehmenssektors präsentierte sich im ersten

Quartal 2008 insgesamt nach wie vor positiv. Auch mehr als ein halbes Jahr nach Beginn der Finanzmarkturbulenzen deuten die verfügbaren Daten generell nicht auf eine Verknappung des Kreditangebots durch die Banken hin. Allerdings war in den letzten Quartalen eine stärkere Differenzierung der Kreditvergabe in Bezug auf das damit einhergehende Risiko zu registrieren. Insbesondere bei großvolumigen Finanzierungen mit einem hohen Risiko sind die Banken zurückhaltender geworden. In der Folge könnte sich der Wettbewerb um Kreditnehmer mit guter Bonität intensivieren und für weiterhin günstige Fremdfinanzierungskonditionen in diesem Bereich sorgen.

Auswirkungen zeigten die Finanzmarkturbulenzen bisher im Wesentlichen über höhere Finanzierungskosten – sowohl für die Aufnahme von

Fremdkapital als auch von Eigenkapital. Angesichts des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite ist die Zinsbelastung der Unternehmen sehr rasch gestiegen. Während diese Entwicklung im Gesamtaggregate noch nicht gravierend erscheint, dürften hoch verschuldete Unternehmen von den höheren Zinsen in deutlich stärkerem Ausmaß betroffen sein. Insgesamt ist die Verschuldung der Unternehmen in Relation zur Ertragsentwicklung im Jahr 2007 nur wenig gestiegen. Überdies stützten die bis zuletzt gestiegenen Gewinne die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen. Die gestiegenen Finanzierungskosten könnten die Investitionsneigung der Unternehmen dämpfen. Allerdings dürfte es die nach wie vor gute Gewinnlage den Unternehmen ermöglichen, ihre Außenfinanzierung durch Innenfinanzierung zu substituieren. Zudem dürfte ein nicht unbeträchtlicher Teil der Unternehmenskredite in den letzten Jahren zur Finanzierung von Finanztransaktionen (wie etwa Fusionen und Übernahmen) aufgenommen worden sein. Eine mögliche Verringerung der Kreditbereitschaft könnte demnach derartige Transaktionen und in geringerem Ausmaß realwirtschaftliche Projekte betreffen.

Das konjunkturelle Umfeld wird die Risikoposition der Unternehmen nicht mehr im gleichen Ausmaß begünstigen wie bisher. Die österreichische Konjunktur hat im Jahr 2008 deutlich an Tempo verloren, was die Gewinnaussichten der Unternehmen dämpfen sollte. Zudem könnten der hohe Eurokurs und die gestiegenen Rohstoffpreise die Kostenseite der Unternehmen belasten.

### **Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigen die Risikoposition der Haushalte**

#### **Hohes Beschäftigungswachstum, aber stagnierende Reallöhne**

Die Hochkonjunktur der Jahre 2006 und 2007 hat zu einer deutlichen Verbesserung der Lage am österreichischen Arbeitsmarkt geführt. Die starken Beschäftigungszuwächse von 126.000 unselbstständig Beschäftigten in diesen beiden Jahren haben dazu geführt, dass die Arbeitslosenquote laut Eurostat von 5,2% im Jahr 2005 auf 4,4% im Jahr 2007 sank.

Der private Konsum entwickelte sich im Jahr 2007 trotz der ausgezeichneten Einkommensentwicklung mit einem Zuwachs von real 1,5% jedoch nur sehr verhalten. Dies kann auf die stagnierenden Reallöhne und ein verändertes Sparverhalten infolge der Pensionsreformen zurückzuführen sein. Im Gegenzug stieg die Sparquote von 9,7% im Jahr 2006 auf 11,3% im Jahr 2007.

#### **Portfolioumschichtungen aufgrund der Finanzmarkturbulenzen**

Aufgrund der Kursverluste an den Börsen war die Nachfrage der Haushalte nach Aktien und Investmentzertifikaten gering. Bei den Investmentzertifikaten wurde sogar netto Kapital abgezogen. Wie schon im ersten Halbjahr war auch im zweiten Halbjahr 2007 der Anteil der Einlagen und der Anleihen an der Geldvermögensbildung verglichen mit den Vorjahren überdurchschnittlich hoch.

#### **Leichter Rückgang der Exponierung gegenüber Kursrisiken**

Die seit einigen Jahren zu beobachtende Verschiebung der Exponierung von Bewertungsrisiken aufgrund von Zinsänderungen zu Bewertungsrisiken aufgrund von Kursrisiken setzte sich im



zweiten Halbjahr 2007 nicht fort. Zu Jahresende 2007 waren 21 % des Geldvermögens der Haushalte Bewertungsrisiken aufgrund von Zinsänderungen und 10 % Bewertungsrisiken aufgrund von Aktienkursänderungen unterworfen.<sup>8</sup> Die Exponierung der Haushalte gegenüber Kursrisiken ging aufgrund der geringen Neuveranlagung und der Kursverluste im zweiten Halbjahr 2007 verglichen mit Ende 2006 leicht zurück.

### Hohe Bewertungsverluste im Geldvermögen

Im zweiten Halbjahr 2007 waren bei der Veranlagung der Haushalte in Kapitalmarktpapieren überdurchschnittlich hohe Bewertungsverluste vor allem bei Aktien und Investmentfonds zu verzeichnen. Kapitalmarktinstrumente hatten Ende 2007 einen Anteil von rund 28 % am Geldvermögen der Haushalte. Von dem in diesen Instrumenten investierten Kapital verloren die Haushalte im zweiten Halbjahr 2007 ungefähr 5 %. Bei börsennotierten Aktien be-

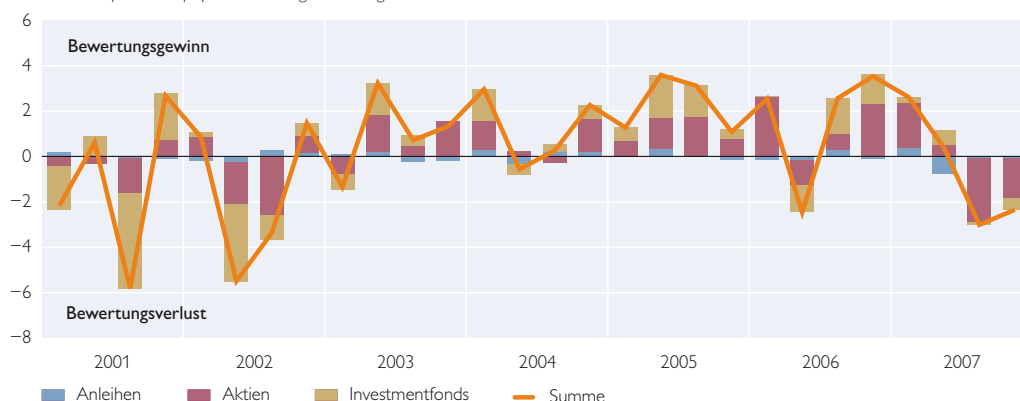
trug der entsprechende Bewertungsverlust – bezogen auf den von den privaten Haushalten Mitte 2007 gehaltenen Aktienbestand – rund 16 %. Börsennotierte Aktien machen rund 7 % des Geldvermögens der Haushalte aus. Etwa 85 % der Bewertungsverluste sind auf Kursrückgänge bei diesen Vermögengstiteln zurückzuführen. Die Entwicklungen auf den Finanzmärkten wirkten sich auch negativ auf die Performance der Investmentfonds aus, weshalb es hier ebenfalls zu Bewertungsverlusten kam.

Da nur eine Minderheit der Haushalte direkt Anlageprodukte mit Kursrisiken besitzt und es sich hierbei in erster Linie um Haushalte mit überdurchschnittlichem Einkommen und Vermögen handelt, ist das Risiko eher gering. Aufgrund der zunehmenden Verbreitung einer auf Aktien basierenden privaten Pensionsvorsorge ist allerdings davon auszugehen, dass in Zukunft weitere Teile der Bevölkerung von Risiken am Aktienmarkt betroffen sein werden.

Grafik 9

### Bewertungsgewinne und -verluste im Geldvermögen der privaten Haushalte

in % des in Kapitalmarktpapieren veranlagten Vermögens



Quelle: OeNB.

<sup>8</sup> Erfasst werden dabei sowohl die direkte Veranlagung in Anleihen bzw. Aktien als auch die indirekte Veranlagung in Form von Anleihe- bzw. Aktienfonds sowie die durchgerechneten Anleihe- bzw. Aktienveranlagungen von Pensionskassen, Mitarbeitervorsorgekassen und Versicherungen.

### Aktienbesitz in Österreich<sup>1</sup>

Aktien sind in Österreich relativ gering verbreitet, und der Aktienbesitz ist auf vermögende und einkommensreiche Haushalte konzentriert. Dieser Befund der Geldvermögensbefragung der OeNB 2004 korrespondiert mit verfügbaren internationalen Ergebnissen. Die Kurseinbrüche an den internationalen Finanzmärkten wirken sich demnach stärker auf Haushalte aus, die Verluste auch leichter abdecken können. Ihre Implikationen für die Finanzmarktstabilität sind daher gering.

22% der österreichischen privaten Haushalte halten Aktien und/oder Investmentzertifikate. Sind es im untersten Vermögensquartil nur 4% der Haushalte, die Aktien und/oder Investmentzertifikate halten, so sind es bei den obersten 5% in der Geldvermögensverteilung 74%.

Im internationalen Vergleich ist nicht nur die Partizipationsrate in Österreich recht niedrig, sondern auch der Anteil von Aktien bzw. Investmentzertifikaten am gesamten Geldvermögen recht klein.

Die Partizipationsrate in Bezug auf Aktien und/oder Investmentzertifikate liegt in den Niederlanden bei ungefähr 34%, in den USA sogar bei rund 49%. Die Partizipationsrate Italiens und auch Deutschlands ist mit rund 19% vergleichbar mit jener Österreichs (22%). Auch der Anteil am gesamten Geldvermögen, der in diesen Aktiva gehalten wird, ist mit durchschnittlich 23% unter den Aktien- und/oder Investmentzertifikatbesitzern in Österreich relativ gering und steigt selbst in höheren Geldvermögensdezilen kaum an. Die internationalen Unterschiede sind primär auf unterschiedliche Pensionssysteme – Kapitaldeckung versus Umlagefinanzierung – zurückzuführen. Interessanterweise liegen in den untersten Vermögensdezilen die Partizipationsraten in den meisten Ländern auf ähnlich niedrigem Niveau. Erst in den oberen Quartilen ist eine deutlich unterschiedliche Entwicklung zu beobachten. Dafür sind auch institutionelle Gründe (Sparförderungen, Altersvorsorge) und unterschiedliche Finanzsysteme (marktbasiert versus bankenbasiert) verantwortlich.

<sup>1</sup> Siehe Fessler, P. und M. Schürz. 2008. Aktienbesitz in Österreich. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/08. OeNB.

### Höhere Zinseinkünfte

Änderungen der Zinsen wirken sich auf die Erträge aus Einlagen und Anleihen aus, wobei zwischen kurz- (Zinsbindung bis zu einem Jahr) und langfristigen Zinsrisiko unterschieden wird.

Ende 2007 waren rund 43% des Geldvermögens der Haushalte einem kurzfristigen und 27% einem langfristigen Zinsrisiko ausgesetzt. Die große Bedeutung des Zinsrisikos bei der Veranlagung der Haushalte ist auf den hohen – und im zweiten Halbjahr 2007 weiter gestiegenen – Anteil der Einlagen am Geldvermögen (45%) zurückzuführen.

Der Zinssatz für Spareinlagen (Bestand) lag im Jänner 2008 bei 2,3% und damit um 0,7 Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Die Zinseinkünfte der Haushalte waren im zweiten Halb-

jahr 2007 um 19% höher als im ersten Halbjahr. Der Anstieg der Zinseinkünfte war zu rund 65% auf die gestiegenen Zinsen und zu rund 35% auf die Zunahme der Einlagen zurückzuführen.

### Immobilienpreise verzeichneten einen (im internationalen Vergleich noch immer moderaten) Preisanstieg im Jahresverlauf 2007

Immobilien haben als Vermögens- und Besicherungsform von Krediten wesentliche Bedeutung. Preisentwicklungen auf den Immobilienmärkten beeinflussen über Vermögenseffekte Konsum- und Investitionsentscheidungen bzw. die Verschuldungssituation der privaten Haushalte ganz maßgeblich. Die im europäischen Vergleich nur moderaten österreichischen Immobilienpreise stiegen im Jahresverlauf 2007.

Der Preisauftrieb reduzierte sich zu Jahresbeginn 2008 wieder und betrug 1,2 % (nach 5,1 % im dritten Quartal 2007 und 3,5 % im vierten Quartal 2007, jeweils im Vorjahresvergleich). Dabei stiegen die Preise für neue Eigentumswohnungen weniger stark als jene für Mietwohnungen.

**Vergaberichtlinien von Wohnbaukrediten unverändert, allerdings Anstieg der Kreditzinsen**

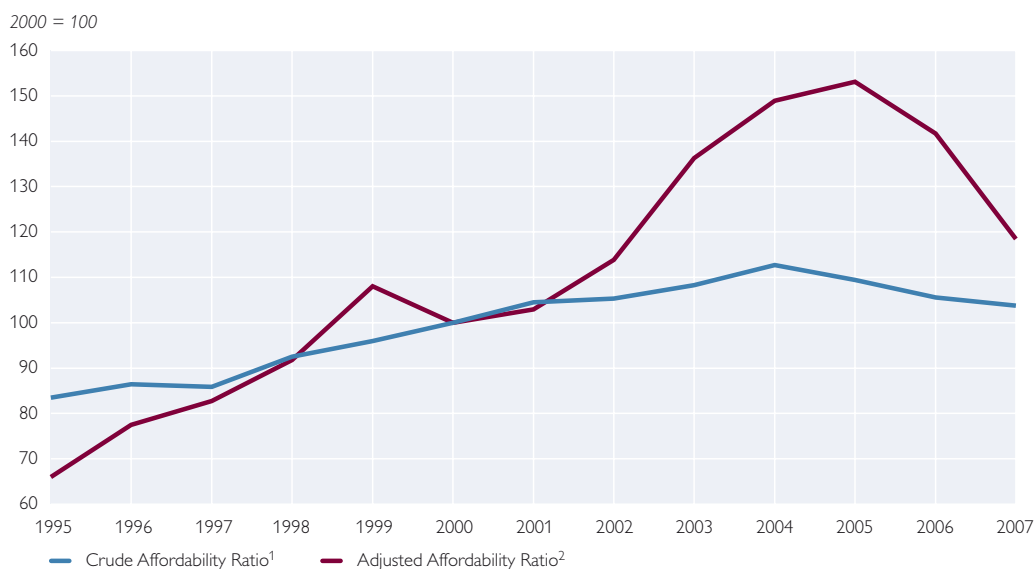
Laut Angaben des Bank Lending Survey blieben – im Gegensatz zum Trend in den USA – die Richtlinien der Banken für die Gewährung von Wohnbaukrediten an private Haushalte im Jahresverlauf 2007 und im ersten Quartal 2008 weitgehend unverändert. Allerdings kam es aufgrund der durch die kurzfristige Liquiditätsknappheit am Geldmarkt verursachten Anstiege der Zwischenbankzinssätze im vierten

Quartal 2007 zu deutlichen Anstiegen der Zinssätze bei neu vereinbarten Krediten, und hier insbesondere für Wohnbaukredite. Sie stiegen auf 5,27 % (ein Plus von 23 Prozentpunkten gegenüber September 2007 bzw. ein Anstieg von fast einem Prozentpunkt gegenüber 4,28 %, dem Dezemberwert 2006). Damit lag dieser Zinssatz sogar über dem Euroraum-Durchschnitt und erstmals seit Erhebung der Zinssatzstatistik (im Jänner 2003) sogar über dem traditionell höheren Durchschnittszinssatz von 5,22 % für Wohnbaukredite in Deutschland. Diese Entwicklung zeigte sich auch bei den Zinssätzen über den aushaftenden Gesamtbestand. Für Konsumkredite lagen die Zinsen im Neugeschäft um 64 Basispunkte über dem Vorjahreswert.

Die unbereinigte Affordability Ratio<sup>9</sup> zeigt seit 2005 einen leichten Rückgang. Werden Zinseffekte berücksich-

Grafik 10

**Affordability Ratio in Österreich**



Quelle: OeNB, Statistik Austria, TU-Wien.

<sup>1</sup> „Erschwinglichkeitsrate“: Verfügbares Einkommen je Erwerbstätigen zum Immobilienpreisindex.

<sup>2</sup> „Bereinigte Erschwinglichkeitsrate“: Verfügbares Einkommen je Haushalt zu Hypothekarzahlungen.

<sup>9</sup> Es wird das verfügbare Einkommen der Haushalte, das eine wesentliche Einflussgröße der Immobiliennachfrage darstellt, in Relation zum Immobilienpreisindex gesetzt.

tigt, macht der Anstieg der bereinigten Affordability Ratio<sup>10</sup> die seit 2005 steigenden Zinsen für Wohnbaukredite bzw. den erhöhten Zinsaufwand für die privaten Haushalte deutlich.

In den nächsten Jahren ist aufgrund des hohen Erdölpreises mit steigenden Baustoffkosten und damit auch mit einem weiteren Anstieg der heimischen Immobilienpreise zu rechnen. Allerdings deuten sowohl die Entwicklungen der vergangenen Jahre als auch die aktuellen Entwicklungen am österreichischen Immobilienmarkt, wo die Preissteigerungen hauptsächlich in den höheren Rohstoffkosten begründet liegen, keineswegs auf die Gefahr des Entstehens einer Preisblase hin.

#### **Geringe Neuverschuldung**

Die um nichttransaktionsbedingte Veränderungen bereinigte Jahreswachstumsrate der Bankkredite betrug 2007 5,0%. Im zweiten Halbjahr 2007 setzte sich der seit Anfang 2005 zu beobachtende Rückgang des Kreditwachstums fort, wofür die gestiegenen Kreditzinsen und die schwache Konsumnachfrage verantwortlich sein dürften. Das Kreditwachstum in Österreich lag um ungefähr einen Prozentpunkt unter dem Euroraum-Durchschnitt. Im Euroraum war allerdings der Wachstumsrückgang zuletzt wesentlich stärker als in Österreich, was neben dem Zinsanstieg mit der Entwicklung auf den Immobilienmärkten in einigen Ländern des Euroraums zusammenhängen dürfte.

Gemäß GFR entfielen Ende 2007 62% der Verpflichtungen der Haushalte auf Kredite für Wohnbauzwecke. Diese Kredite sind meistens durch Immobilien besichert. Wie oben erläutert,

sind in Österreich vergleichsweise geringe Bewertungsverluste bei Immobilien und daraus resultierende Probleme bei der Besicherung von Wohnbaukrediten zu erwarten.

Ende 2007 betrug die Verpflichtungen der Haushalte ungefähr 35% ihres Geldvermögens bzw. 89% der verfügbaren Einkommen der Haushalte. Das Verhältnis der Verschuldung zum Geldvermögen war über die letzten Jahre relativ konstant; im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen nahm die Verschuldung der Haushalte hingegen stetig zu.

Derartige aggregierte Zahlen lassen aber nur eingeschränkte Rückschlüsse auf die Belastung der Haushalte durch ihre Verschuldung und auf die Schuldentragfähigkeit zu. Nur mit Mikrodaten kann die Verschuldung im Zusammenhang mit Einkommen und Vermögen auf Haushaltsebene analysiert werden. Eine aktuelle Analyse<sup>11</sup> kommt zu dem Ergebnis, dass die steigende Verschuldung der Haushalte nicht notwendigerweise ein erhöhtes Risiko für die Finanzmarktstabilität darstellt, da Haushalte mit höherer Verschuldung zumeist auch über entsprechendes Geldvermögen verfügen.

#### **Erneuter Anstieg des Zinsaufwands**

Der Anteil der variabel verzinsten Kredite an private Haushalte ist in Österreich im Vergleich zum Euroraum-Durchschnitt relativ hoch. Ende 2007 waren fast 89% der neu aufgenommenen Konsumkredite und über 65% der neu aufgenommenen Wohnbaukredite variabel verzinst. Fremdwährungskredite sind üblicherweise variabel verzinst. Änderungen der Markt-

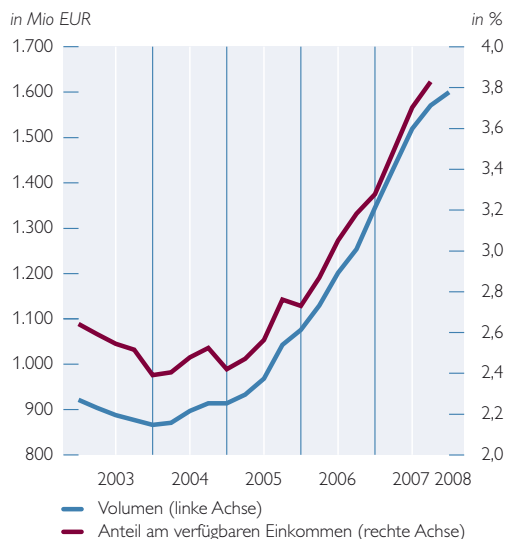
<sup>10</sup> *Verfügbares Haushaltseinkommen in Relation zu Hypothekenausgaben.*

<sup>11</sup> *Vgl. Fessler, P. und P. Mooslechner. 2008. Arme Schuldner – Reiche Schuldner? Haushaltsverschuldung und Geldvermögen privater Haushalte auf Basis von Mikrodaten. In: Intervention, European Journal of Economics and Economic Policies, 5(1), 31–45. Im Erscheinen.*

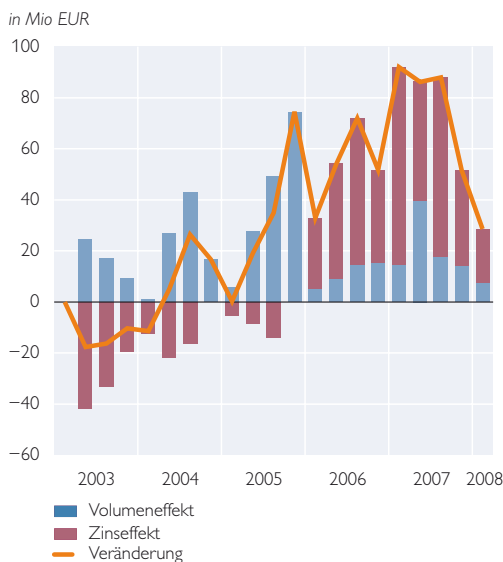
Grafik 11

### Zinsaufwand für Privatkredite

#### Zinsaufwand für Privatkredite



#### Veränderung des Zinsaufwands



Quelle: OeNB.

zinsen wirken sich daher relativ rasch auf die Bestandszinsen aus.

Aufgrund der steigenden Zinsen und der höheren Verschuldung setzte sich der seit Anfang 2004 zu beobachtende Anstieg des Zinsaufwands<sup>12</sup> für Privatkredite bis zum ersten Quartal 2008 weiter fort. Im vierten Quartal 2007 lag der Zinsaufwand für Privatkredite bei 3,8% der verfügbaren Einkommen<sup>13</sup> der Haushalte und damit um 0,7 Prozentpunkte höher als im vierten Quartal 2006. Ungefähr drei Viertel des Anstiegs des Zinsaufwands sind auf die höheren Kreditzinsen zurückzuführen. Ausgehend von den Werten von Ende 2007 hätte ein Anstieg der Kreditzinsen um 100 Basispunkte eine Er-

höhung des Anteils des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen um 0,7 Prozentpunkte zur Folge.

2007 wuchsen die Einlagen stärker als die Verpflichtungen und die neu vergebenen Einlagenzinssätze stiegen stärker als die Kreditzinssätze. Daher ging das Verhältnis von Zinsaufwand zu Zinserträgen 2007 um ungefähr 20% zurück. Insgesamt hat der Haushaltssektor daher von der Erhöhung der Zinssätze profitiert.

#### Leichter Rückgang der Fremdwährungskredite

Der Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten Ausleihungen ging im Jahr 2007 zurück und war zu Jahres-

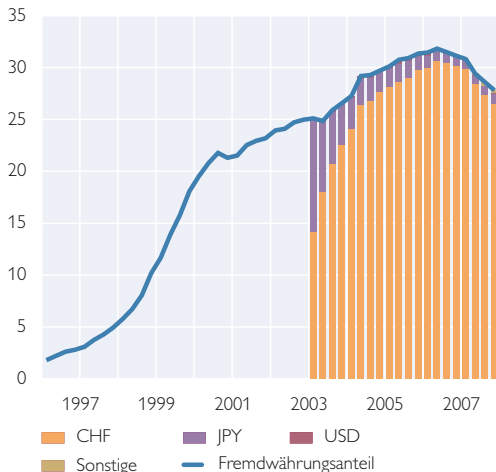
<sup>12</sup> Der Zinsaufwand für Privatkredite wird berechnet als Produkt von Kreditvolumen nach Verwendungszweck, Laufzeiten und den jeweiligen Zinssätzen.

<sup>13</sup> Bei der Interpretation dieser Daten muss der Zinsaufwand in Bezug zum Einkommen der gesamten Bevölkerung, also auch zu dem jener Haushalte gesetzt werden, die keinen Kredit aufgenommen haben. Schätzungen für den Anteil der Haushalte mit Krediten liegen bei ungefähr 40%. (Siehe auch Fessler, P. und P. Mooslechner. 2008. Arme Schuldner – Reiche Schuldner? Haushaltsverschuldung und Geldvermögen privater Haushalte auf Basis von Mikrodaten. In: Intervention, European Journal of Economics and Economic Policies, 5(1), 31–45. Im Erscheinen.) Da verschuldete Haushalte über ein überdurchschnittlich hohes Einkommen verfügen, kann für verschuldete Haushalte ein durchschnittlicher Anteil des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen von rund 8% angenommen werden.

### Wechselkursrisiko – Passiva

#### Fremdwährungsanteil

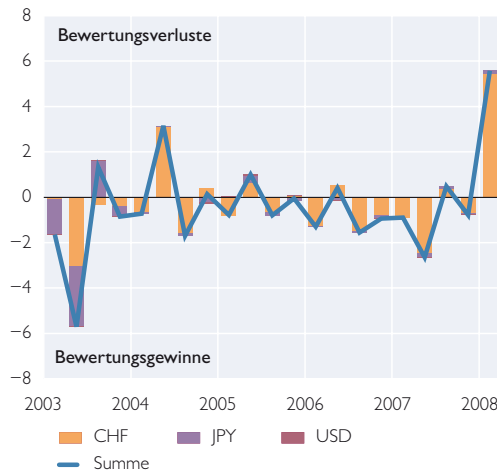
Anteil an den gesamten Ausleihungen in %



Quelle: OeNB.

#### Wechselkurseffekte bei Fremdwährungskrediten

in % des Fremdwährungskreditvolumens



ende mit 28% um mehr als 3 Prozentpunkte niedriger als Ende 2006. Über 95% der Fremdwährungskredite entfielen auf den Schweizer Franken. Die Gründe für den Rückgang der Fremdwährungsausleihungen dürften im geringeren Zinsvorteil von Frankenkrediten gegenüber Eurokrediten und in einem gestiegenen Risikobewusstsein der Haushalte liegen.

Trotz dieses Rückgangs ist der Anteil der Fremdwährungskredite an den Ausleihungen der Haushalte allerdings nach wie vor hoch, sodass hier ein nicht geringes Wechselkursrisiko besteht. Aufgrund der Wechselkursentwicklung konnten die Haushalte im zweiten Halbjahr 2007 noch leichte Bewertungsgewinne von rund 0,3% des aushaftenden Fremdwährungskredit-Volumens verbuchen. Im ersten Quartal 2008 wertete der Schweizer Franken gegenüber dem Euro relativ stark auf, weshalb Bewertungsverluste im Ausmaß von 5,6% des Kreditvolumens entstanden, die die gesamten Bewer-

tungsgewinne des Jahres 2007 überstiegen. Hierbei handelte es sich allerdings nur um Buchgewinne und -verluste.

Gemäß Fremdwährungskredit-Statistik der OeNB waren 2007 lediglich 15% der Fremdwährungskredite mit laufender Tilgung versehen, 11% waren endfällig ohne Tilgungsträger und 75% endfällig mit Tilgungsträger. Aufgrund des hohen Anteils endfälliger Kredite bestehen bei Fremdwährungskrediten neben den Wechselkursrisiken auch Bewertungsrisiken bei den für das Ansparen für die Kreditrückzahlung verwendeten Instrumenten. Die Kursrückgänge auf den Aktienmärkten wirken sich negativ auf die Performance der Tilgungsträger aus. Ein Großteil der Fremdwährungskredite hat eine Restlaufzeit von mehr als zehn Jahren, weshalb die Fähigkeit der Haushalte zur Kreditbedienung in entscheidendem Ausmaß von den Entwicklungen auf den Finanzmärkten in den nächsten Jahren abhängen wird.

**Fazit: Verschlechterung der Risikoposition der Haushalte**

Infolge der Entwicklungen auf den Finanzmärkten verschlechterte sich die Risikoposition der Haushalte im zweiten Halbjahr 2007. Auf der Aktivseite führten die Kursrückgänge an den Börsen zu Bewertungsverlusten im Geldvermögen der Haushalte. Weiters wirkten sie sich negativ auf die Performance von auf Aktien basierenden Vorsorgeinstrumenten und der zur Ansparung für die Rückzahlung von endfälligen Krediten verwendeten Tilgungsträger aus.

Auf der Passivseite zeigten sich die Auswirkungen der Finanzmarktkrise in höheren Geldmarktzinssätzen, die sich aufgrund des hohen Anteils von variabel verzinsten Krediten relativ rasch in den Kundenzinssätzen und damit im Zinsaufwand niederschlugen. Die gute Beschäftigungslage auf dem Arbeitsmarkt spiegelt sich nicht in entspre-

chenden Realeinkommenszuwächsen wider, und hat demnach wahrscheinlich die Fähigkeit der Haushalte, ihren Kreditverpflichtungen nachzukommen, nicht verbessert.

Passivseitig bestehen trotz des Rückgangs des Anteils der Fremdwährungskredite an den Ausleihungen nach wie vor beträchtliche Wechselkursrisiken bei dieser Finanzierungsform. Zusätzlich bestehen aufgrund der endfälligen Gestaltung eines Großteils der Fremdwährungskredite erhebliche Bewertungsrisiken bei den zum Ansparen für die Kreditrückzahlung verwendeten Instrumenten. Diese Bewertungsrisiken bleiben auch im Fall einer Konvertierung der Fremdwährungskredite in Eurokredite bestehen.

Für 2008 ist aufgrund der Entwicklungen auf den Finanzmärkten von einer abermaligen Verschlechterung der Risikoposition der Haushalte auszugehen.