

Gute Finanzposition der realwirtschaftlichen Sektoren

Stabile Risikosituation der Unternehmen

Unternehmensinvestitionen gewannen an Schwung

Die österreichische Konjunktur hat sich im ersten Halbjahr 2006 dynamisch entwickelt. Wurde in den vergangenen Jahren das Wachstum in erster Linie von den Exporten getragen, so gewinnt im Jahr 2006 auch die Inlandsnachfrage an Schwung. Die Unternehmen haben bereits in der zweiten Jahreshälfte 2005 ihre Investitionstätigkeit verstärkt. Die aktuellen Vorlaufindikatoren, wie etwa der WIFO-Investitionstest, deuten für das erste Halbjahr 2006 auf eine weitere deutliche Belebung hin. In Anbetracht der eher niedrigen Kapazitätsauslastung dürften Ersatzinvestitionen und Rationalisierungsmaßnahmen die zentralen Motive für die überwiegende Mehrheit der Investitionsprojekte darstellen.

Neben den Sachinvestitionen haben die Unternehmen zuletzt auch ihre Finanzanlagen merklich erhöht. Im Jahr 2005 betrug die Geldvermögensbildung mehr als 12 Mrd EUR, das war das Zweieinhalbfache des Vergleichswerts des Vorjahres. Darin enthalten war auch eine Reihe strategischer Unternehmensbeteiligungen im In- und Ausland. (Siehe dazu auch den Kasten „Steigende Geldvermögensbildung der Unternehmen“.)

Anhaltend hohes Innenfinanzierungspotenzial

Die Gewinnsituation der österreichischen Unternehmen war im Jahr 2005 weiterhin günstig. Die Lohnstückkosten entwickelten sich moderat, darüber hinaus hielt das tiefe Nominalzinsniveau die Finanzierungskosten niedrig. Als Indikatoren für die Ertragssituation können die Entwicklung der Gewinnspanne⁵ und

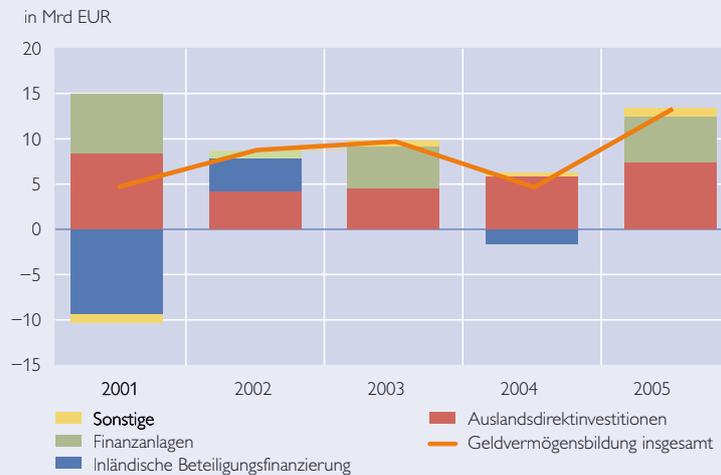
Steigende Geldvermögensbildung der Unternehmen

Deutet der kontinuierliche, nur 2004 unterbrochene Anstieg der Geldvermögensbildung der österreichischen Unternehmen in den letzten Jahren darauf hin, dass – ähnlich wie in anderen Ländern – auch in Österreich die Unternehmen vermehrt in Finanzanlagen statt in Realkapital investieren? Diese Frage soll kurz mithilfe von Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) beleuchtet werden.

Zunächst ist zu beachten, dass die Geldvermögensbildung in der GFR eine Reihe von Positionen enthält, die nicht Finanzanlagen im engeren Sinne darstellen. Zum einen werden hier die umfangreichen Auslandsdirektinvestitionen des Unternehmenssektors ausgewiesen. Fasst man in erster Annäherung die nicht börsennotierten Anteilswerte und die Kredite⁶, die österreichische Unternehmen ins Ausland vergaben, zusammen, entfielen darauf nahezu drei Viertel der Geldvermögensbildung der Jahre 2001 bis 2005. Zum anderen sind in der Position Geldvermögensbildung strategische Unternehmensbeteiligungen in Österreich enthalten, die zwischen 2001 und 2003 rückläufig waren und seither wenig Veränderung zeigten.

⁵ Die Gewinnspanne ist das Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten.

⁶ Dabei handelt es sich zu einem wesentlichen Teil um konzerninterne Kreditbeziehungen, die einen engen ökonomischen Zusammenhang mit Eigenkapitaltransaktionen aufweisen.

Geldvermögensbildung der Unternehmen 2001–2005

Auf Finanzanlagen⁷ entfielen in den vergangenen fünf Jahren rund 42% der neu gebildeten Geldvermögen. Ungeachtet des niedrigen und sinkenden (Nominal-)Zinsniveaus veranlagten die Unternehmen zwischen 2001 und 2005 rund ein Drittel der gebildeten Geldvermögen in Zins tragende Aktiva (Einlagen, Geld- und Kapitalmarktpapiere), auch Investmentfonds wiesen eine steigende Bedeutung auf. Der relativ starke Anstieg der Einlagen seit dem Jahr 2003 um jeweils rund 3 Mrd EUR könnte darauf hindeuten, dass hier unerwartet hohe Gewinne kurzfristig veranlagt wurden. Dies sowie der starke Rückgang der Finanzanlagen im Jahr 2004 können im Zusammenhang mit dem Auslaufen der Investitionszuwachsprämie Ende des Jahres 2004 gesehen werden.

des Bruttobetriebsüberschusses⁸ herangezogen werden, die für das Jahr 2005 weitere Gewinnsteigerungen zeigten.

Außenfinanzierung stark von Eigenkapital getragen

Auch wenn sich die österreichischen Unternehmen dank der hohen Gewinne zu einem großen Teil aus den eigenen Erträgen finanzieren konn-

ten, ist angesichts der anziehenden Investitionen und hoher Beteiligungsfinanzierungen ihr Außenfinanzierungsbedarf gestiegen. Die gesamte Außenfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors wuchs im Jahr 2005 gegenüber dem Vorjahr um 40% auf 17,5 Mrd EUR.

Etwa ein Drittel der Außenfinanzierung stammte aus Eigenkapitalinstrumenten, jeweils rund ein Viertel

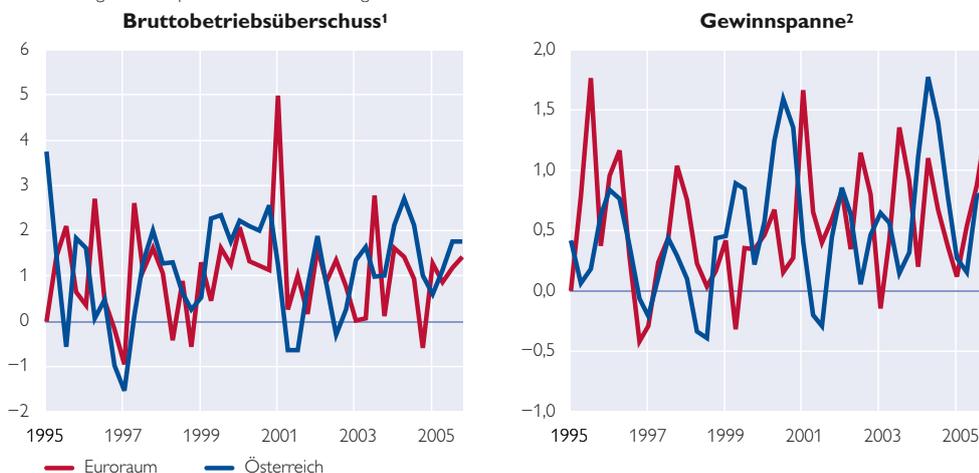
⁷ Darunter werden hier Einlagen, Geld- und Kapitalmarktpapiere, Investmentzertifikate und die börsennotierten Anteilsrechte verstanden.

⁸ 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-Entspréhung zum Bruttobetriebsergebnis. Er stellt eine Näherungsvariable zur Messung der absoluten Gewinne dar.

Grafik 5

Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



Quelle: Eurostat.

¹ Inklusive Selbstständigeneinkommen.

² BIP-Deflator abzüglich Lohnstückkosten.

aus Anleihen bzw. Bankkrediten. Der Anteil der Kapitalmarktinstrumente (Anleihen und Aktien) an der Außenfinanzierung verdoppelte sich im Jahr 2005 auf 37%.

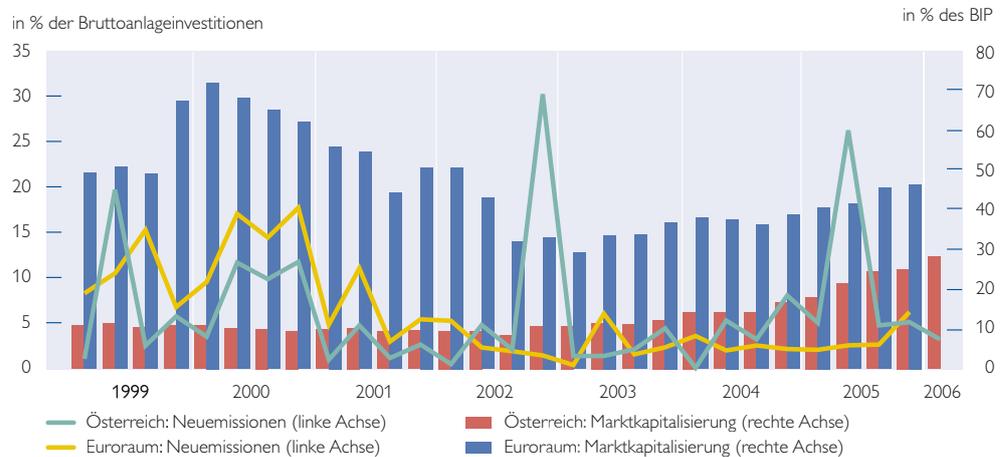
Die Aktienemissionen an der Wiener Börse beliefen sich im Zeitraum Oktober 2005 bis März 2006 auf rund 1,1 Mrd EUR. Zwar gab es nur wenige Neuemissionen von österreichischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, dafür aber eine Reihe von Kapitalerhöhungen. Ein großer Teil davon entfiel auf Immobiliengesellschaften. Dank der regen Emissionstätigkeit und der weiterhin kräftigen Kurssteigerungen erhöhte sich die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften alleine

im Schlussquartal 2005 und im ersten Quartal 2006 um mehr als 10 Mrd EUR auf knapp 70 Mrd EUR und betrug zuletzt rund 28% des BIP.⁹

Anleihen trugen im Jahr 2005 wiederum wesentlich zur Finanzierung des Unternehmenssektors insgesamt bei, wobei allerdings das Bild von einigen großen Emissionen geprägt wurde. Gemäß Emissionsstatistik erhöhte sich der Umlauf der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Anleihen gegenüber dem Vorjahr um 23%. Motiv der Begebung war in vielen Fällen, sich das relativ tiefe Zinsniveau für einen längeren Zeitraum zu sichern. Darüber hinaus dienten einige Emissionen auch der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen.

⁹ Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Ende März 2006 mehr als 49% des BIP.

Neuemissionen¹ und Marktkapitalisierung von börsennotierten Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an den Unternehmenssektor lag seit Dezember 2005 über 3% und betrug im März 2006 3,6%.¹⁰ Die Dynamik blieb bis zuletzt hinter jener des Euroraums zurück. Gemäß den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft nahmen die Unternehmen in den letzten Quartalen vor allem für die Finanzie-

rung von Fusionen und Übernahmen bzw. Unternehmensumstrukturierungen vermehrt Mittel auf. Darüber hinaus bildete der Mittelbedarf für Anlageinvestitionen sowie von Lagerhaltung und Betriebsmittel wesentliche Motive für die Kreditaufnahme. Die Begebung von Anleihen verminderte hingegen die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten.

¹⁰ Daten gemäß EZB-Monetärstatistik. Die Analyse der Kredite an Unternehmen und Haushalte wird durch Umstellung der EZB-Monetärstatistik von Netto- auf Bruttomeldung der Wertberichtigungen per Juni 2005 erschwert. Seit diesem Zeitpunkt melden die österreichischen MFIs sämtliche Kreditpositionen inklusive Wertberichtigungen. Die hier angegebenen Werte basieren auf einer Schätzung mithilfe von Monatsausweisdaten. Vgl. hierzu Alois Klein, EZB-MONSTAT – die Auswirkungen der meldetechnischen Umstellungen im Bereich der Kreditpositionen zum Berichtstermin Juni 2005 auf bestimmte Kreditaggregate. In: Statistiken – Daten & Analysen – Q1/06, 13–15.

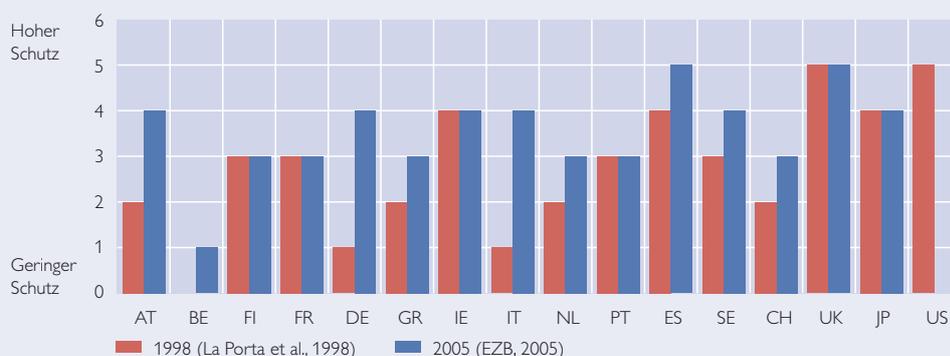
Verbesserte Corporate Governance-Praxis in Österreich

Eine typische Eigenschaft von Kapitalgesellschaften ist die Trennung von Eigentümer und Geschäftsführung. Corporate Governance (CG) bezeichnet das Regelwerk, das Rechte und Verantwortung von Aufsichtsrat, Vorstand und Aktionären regelt. Insofern kann CG auch eine wesentliche Rolle bei der Sicherung der Stabilität des Finanzmarktes und der Finanzierung von Unternehmen über den Kapitalmarkt spielen. Nicht zuletzt deshalb gehen wesentliche Initiativen zur Verbesserung dieses Regelwerks von der EU-Ebene aus.

Ein Aspekt verbesserter CG ist die Stärkung des Schutzes von Minderheitsaktionären.¹¹ Grafik 7 zeigt einen auf einer Arbeit von La Porta et al. (1998)¹² basierenden Index, der den Grad des Schutzes von Minderheitsaktionären misst. Für 2005 wurde dieser Indikator auf der Basis der OECD Corporate Governance and Company Law Database von der EZB (2005) aktualisiert (siehe hierzu auch Fritzer, 2006).¹³

Grafik 7

Schutz der Minderheitsaktionäre



Quelle: Siehe Fußnoten 12 und 13.

Anmerkung:

Dieser Index basiert auf der Summe der quantifizierten Angaben in den folgenden Bereichen:

- 1) Briefwahlmöglichkeit bei der Hauptversammlung;
- 2) Verbot der Blockierung des Verkaufsrechts vor einer Hauptversammlung;
- 3) kumulatives Stimmrecht oder proportionale Vertretung;
- 4) Möglichkeiten für Minderheitsaktionäre Managemententscheidungen zu bekämpfen („oppressed minorities mechanism“);
- 5) Vorkaufsrecht der Aktionäre bei Neuemission von Aktien; Wert jeweils 1, wenn zutreffend, andernfalls 0;
- 6) Kapitalanteil zur Einberufung einer außerordentlichen Aktionärsversammlung; Wert 1, wenn der Mindestkapitalanteil weniger als 20% beträgt, andernfalls 0.

Die Indexskala reicht von 0 bis 6, wobei niedrigere Werte weniger Kleinaktionärsrechte bedeuten.

Die Aktualisierung für das Jahr 2005 ist für die USA noch nicht verfügbar. Die zugrunde liegenden Daten wurden ursprünglich von der OECD publiziert. Diese Darstellung entspricht jedoch nicht notwendigerweise der offiziellen Meinung der Regierungen der Mitgliedstaaten.

¹¹ Es besteht keine einheitliche Definition von Minderheitsaktionären. Häufig werden dazu Aktionäre mit weniger als 10% der Stimmrechte gezählt.

¹² La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny. 1998. Law and Finance. In: Journal of Political Economy 106(6), 1113–1155.

¹³ EZB. 2005. Assessing the Performance of Financial Systems. In: ECB Monthly Bulletin, October, 75–89. Siehe auch Fritzer, F. 2006. Finanzsystem und institutionelles Umfeld als Determinanten der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit: Österreich im Ländervergleich. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q1/06, OeNB, 146–171.

In Österreich hat sich der Schutz von Minderheitsaktionären seit dem Ende der Neunzigerjahre beträchtlich verbessert (in der Grafik stellen höhere Werte mehr Rechte für Minderheitsaktionäre dar). Basierend auf diesem Indikator zählt Österreich im Euroraum nun zu den Ländern mit dem stärksten Schutz von Minderheitsaktionären. Lediglich die Wahlmöglichkeiten der Aktionäre bei der Hauptversammlung (z.B. keine elektronische Stimmabgabe) und das Wahlrecht von Minderheitsaktionären (keine „kumulierten Stimmrechte“ bei der Wahl von Geschäftsführern) entsprechen nicht dem bestmöglichen Standard.

Dass der österreichische Aktienmarkt in den letzten Jahren für die Finanzierung von Unternehmen an Bedeutung gewonnen hat, ist auch auf den verbesserten Schutz von Minderheitsaktionären zurückzuführen. Mehrere Studien haben in Ländervergleichen einen starken positiven Zusammenhang zwischen dem Schutz der Kleinanleger (wie in diesem Index gemessen) und der Liquidität der Aktienmärkte festgestellt.¹⁴

Der Index misst allerdings nicht alle Aspekte, die für die Entwicklung des Kapitalmarktes wichtig sind. Die Anfang des Jahres 2006 in Kraft getretenen Revisionen des österreichischen Corporate Governance-Kodex (der Kodex enthält insgesamt 81 Regeln, von denen mehr als 30 geändert wurden) beinhalten nun verstärkte Informationspflichten gegenüber den Aktionären (z.B. Bekanntgabe der fachlichen Qualifikation von zur Wahl stehenden Aufsichtsräten; zusätzlich zur Offenlegung der Gesamtbezüge des Vorstands auch die Offenlegung des Vergütungssystems im Geschäftsbericht) und die Stärkung der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats (beispielsweise können Aufsichtsratsmitglieder nicht zugleich Vorstandsmitglieder der Gesellschaft oder deren Tochterunternehmen sein; Vorsitzende des Aufsichtsrats dürfen nicht Vorstandsvorsitzende der Gesellschaft in den vergangenen Jahren gewesen sein). Zudem wurden Kompetenzen und Verantwortung des Vorstands klarer geregelt (Vorstandsmitglieder dürfen in der Regel nicht im Aufsichtsrat anderer Unternehmen vertreten sein).

Wie in vielen anderen Ländern ist der österreichische CG-Kodex als „Soft Law“ konzipiert und beruht damit auf einer weitgehend freiwilligen Einhaltung.¹⁵ So sind österreichische Unternehmen, die im Prime Market der Wiener Börse gelistet sind, dazu verpflichtet offen zu legen, ob sie den österreichischen CG-Kodex befolgen und, falls nicht, eine diesbezügliche Erklärung („comply or explain“) abzugeben.

Der neue CG-Kodex erhöht potenziell die Transparenz der (börsennotierten) Unternehmen gegenüber Investoren und könnte deshalb auch die Attraktivität der Wiener Börse steigern. Aufgrund der Konzeption des Kodex als Soft Law ist dessen Wirksamkeit allerdings weitgehend von der freiwilligen Einhaltung durch die Unternehmen abhängig.

¹⁴ La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny. 1997. *Legal Determinants of External Finance*. In: *Journal of Finance* 52(3), 1131–1150. Es handelt sich hierbei um die klassische Studie, die den positiven Zusammenhang zwischen Aktionärsschutz und Liquidität der Finanzmärkte empirisch nachweist.

¹⁵ Der österreichische Corporate Governance-Kodex umfasst drei Regelungskategorien: 1) *Legal Requirement (L)*. Diese Regeln beruhen auf zwingenden Rechtsvorschriften, gelten aber nur für österreichische und börsennotierte Unternehmen. Für nicht an der Wiener Börse notierte Unternehmen sind diese Regeln als C-Regeln (siehe 2) auszulegen. 2) *Comply-or-Explain-Regeln (C)*. Bestimmungen, die eingehalten werden sollen, beziehungsweise die im Fall von Abweichungen Inhalt von Entsprechungserklärungen sein müssen. 3) *Recommendation-Regeln (R)*: Diese Bestimmungen haben reinen Empfehlungscharakter.

Die erwähnten und im Jahr 2006 neu eingeführten oder abgeänderten Regeln fallen in folgende Regelungskategorien: Bekanntgabe der fachlichen Qualifikation von zur Wahl stehenden Aufsichtsräten (C); zusätzlich zur Offenlegung der Gesamtbezüge des Vorstands auch die Offenlegung des Vergütungssystems im Geschäftsbericht (C); Aufsichtsratsmitglieder können nicht zugleich Vorstandsmitglieder der Gesellschaft oder deren Tochterunternehmen sein (L); Vorsitzende des Aufsichtsrats dürfen keine Vorstandsvorsitzende der Gesellschaft in den vergangenen Jahren gewesen sein (C).

Finanzierungsbedingungen bis zuletzt günstig

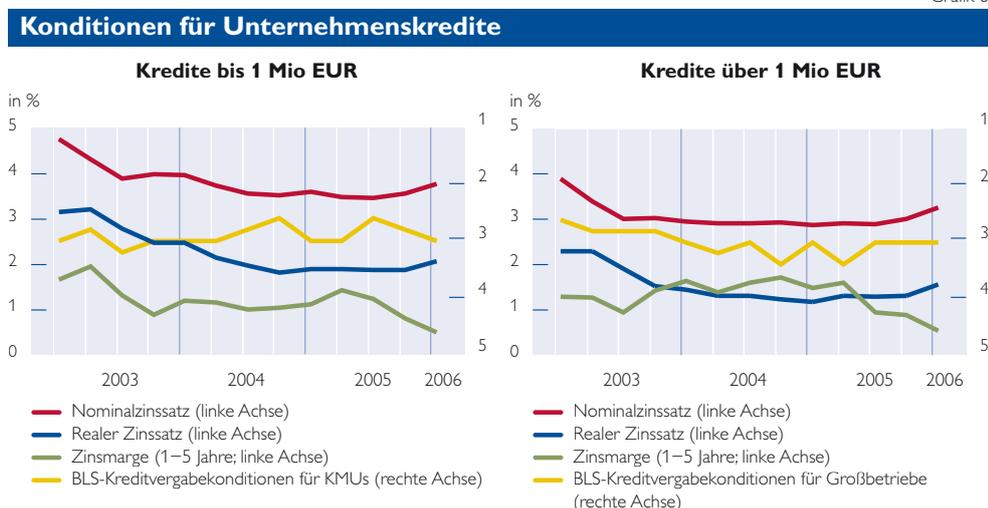
Die Bedingungen für die Mittelzufuhr von außen gestalteten sich für die österreichischen Unternehmen nach wie vor günstig. Das galt für die Aufnahme von Eigenkapital und von Fremdkapital gleichermaßen.

Nachdem der Zinssatz für Unternehmenskredite bis in den Herbst 2005 weiter leicht rückläufig war, stieg er nach den Leitzinserhöhungen vom Dezember 2005 und März 2006 leicht an (siehe Grafik 8). Das Zinsniveau war sowohl in historischer Betrachtung als auch im Vergleich mit dem Euroraum bis zuletzt sehr niedrig. In realer Betrachtung waren die Kreditzinsen infolge der Erwartung steigender Inflationsraten das ganze Jahr 2005 hindurch rückläufig.

Eine Gegenüberstellung der Kundenzinssätze der Banken mit einem Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen kann einen Hinweis auf das in den Bankzinsen enthaltene durchschnittliche Risiko geben.¹⁶ Bei einer Betrachtung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und des Swap-Satzes mit einer korrespondierenden Laufzeit zeigt sich, dass sich der Risikoaufschlag seit der zweiten Jahreshälfte 2005 kontinuierlich vermindert hat. Darin könnte sich die Aufhellung der Konjunkturperspektiven in den letzten Monaten widerspiegeln.

Dieser Befund deckt sich im Großen und Ganzen mit den Ergebnissen des Bank Lending Survey. Demgemäß wurden die Kreditvergabebedingungen für KMU seit dem

Grafik 8



Quelle: OeNB, EZB, Statistik Austria, Consensus Economics.

Anmerkung: Rechte Achse 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.

Zinsmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von 1 bis 5 Jahren abzüglich 3-Jahres-Swapsatz.

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

¹⁶ Über das Risiko der Kreditnehmer hinaus ist die Zinsmarge auch das Produkt der spezifischen Wettbewerbssituation auf dem österreichischen Kreditmarkt, die zwar nicht die Risikoanpassung per se, aber deren Höhe mitbedingt.

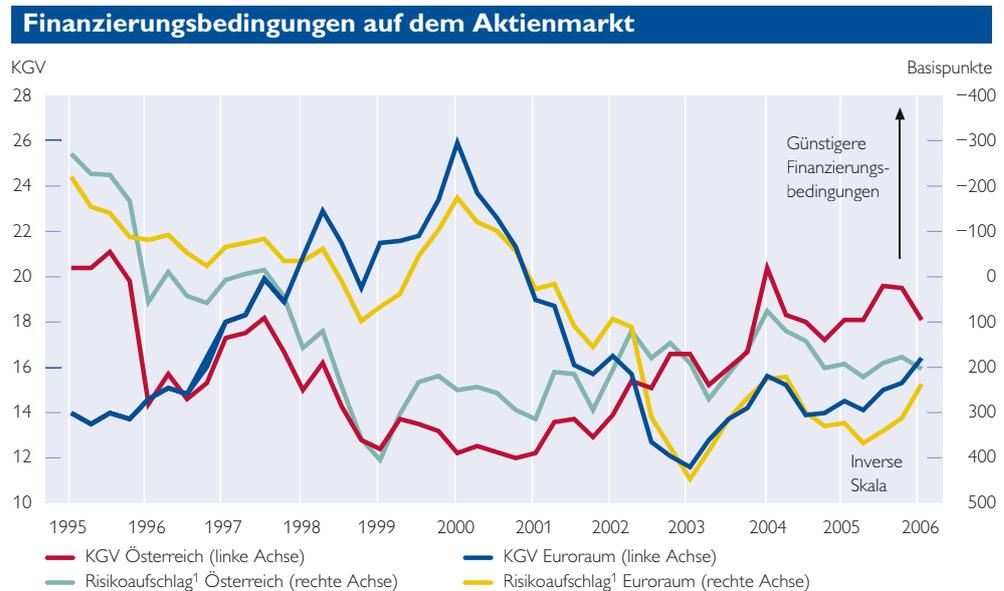
dritten Quartal 2005 insgesamt leicht verschärft und für Großbetriebe konstant gehalten. Die Konditionen für Unternehmenskredite orientieren sich zunehmend an Risikogesichtspunkten: Während die Banken nun schon vier Quartale hintereinander die Margen für Ausleihungen an Adressen durchschnittlicher Bonität reduziert haben, wurden die Zinsaufschläge für risikoreichere Kredite hingegen zumeist angehoben.

Auch die Finanzierungsbedingungen an der Börse gestalteten sich in den ersten Monaten des Jahres 2006 nach wie vor günstig. Nach einem Kurszuwachs von 53 % im Jahr 2005 war im ersten Quartal 2006 ein weiterer Anstieg des ATX um 16 % zu verzeichnen. Angesichts der Kursgewinne stieg das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) trotz der guten Gewinnentwicklung der an der Wiener Börse notierten Unternehmen bis

zum dritten Quartal 2005 leicht an, danach war allerdings ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Im längerfristigen Vergleich war das Kurs-Gewinn-Verhältnis weiterhin relativ hoch und lag auch konstant über dem Vergleichswert für den gesamten Euroraum. Im Durchschnitt konnten sich Unternehmen also in Österreich günstiger als im Euroraum durch Aktienemissionen finanzieren.

Ein ähnliches Bild zeichnet die Differenz zwischen der Gewinnrendite¹⁷ und der Rendite auf Staatsanleihen, deren Entwicklung als Indikator für die Risikoprämie des Aktienmarkts gesehen werden kann. Nachdem sie im zweiten Halbjahr 2005 leicht gesunken war, da sich die Konditionen der Aktienfinanzierung im Verhältnis zum allgemeinen Zinsniveau etwas günstiger entwickelt hatten, war im ersten Quartal 2006 ein leichter Anstieg zu registrieren.

Grafik 9



Quelle: Thomson Financial, OeNB.

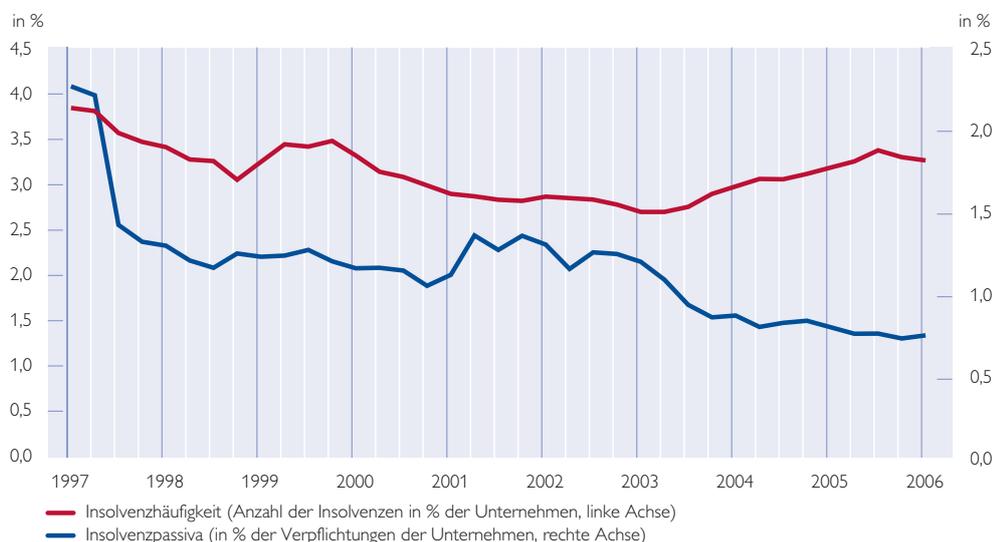
¹ Gewinnrendite (Kehrwert des KGV) abzüglich Rendite der Staatsanleihen.

¹⁷ Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

Grafik 10

Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen

Gleitende 4-Quartalsdurchschnitte, annualisiert



Quelle: KSV, OeNB.

Rückläufige Insolvenzverbindlichkeiten

Nachdem die Insolvenzverbindlichkeiten im Jahr 2005 um 4,5 % gesunken waren, lagen sie im ersten Quartal 2006 um rund 30 % unter dem Vergleichswert des Vorjahres. Das lag unter anderem daran, dass es zuletzt weniger Großinsolvenzen gab. Wie Grafik 10 zeigt, hielt der rückläufige Trend im Verhältnis zu den Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (laut GFR) schon seit einigen Jahren an. Im vierten Quartal 2005 erreichten die Insolvenzverbindlichkeiten mit 0,73 % der Unternehmensverpflichtungen einen Tiefstwert.

Die Insolvenzhäufigkeit hingegen stieg in den letzten beiden Jahren. Die eröffneten Insolvenzverfahren stiegen im ersten Quartal 2006 um 6,1 % und die mangels Masse abgewiesenen Konkursanträge um 5,7 %. Insgesamt betrug die Insolvenzquote – bezogen auf die Gesamtzahl der Unternehmen – im ersten Quartal 2006 3,3 % (annualisiert). Da die In-

solvenzen üblicherweise einen nachlaufenden Konjunkturindikator darstellen, kommt in diesem Anstieg nicht zuletzt die schwache Konjunktur der vergangenen Jahre zum Ausdruck.

Solide Finanzposition der Unternehmen

Die Einschätzung der Finanzposition des Unternehmenssektors hat sich seit der Ausgabe des Finanzmarktstabilitätsberichts Nr. 10 vom Dezember 2005 nicht grundsätzlich verändert. Obwohl die Verpflichtungen des Unternehmenssektors im Jahr 2005 relativ kräftig zunahmen, war der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors merklich niedriger als im Jahr zuvor, da gleichzeitig die Geldvermögensbildung markant anstieg. Darüber hinaus war angesichts der anhaltend guten Ertragssituation das Innenfinanzierungspotenzial der Unternehmen weiterhin hoch. Gemeinsam mit der erhöhten Eigenmitteleufbringung von außen hat sich

dadurch die Eigenkapitalposition des Unternehmenssektors weiter erhöht.¹⁸

Die Finanzierungsbedingungen waren für die Unternehmen bis zuletzt günstig. Zwar hat sich angesichts der wieder zunehmenden Kreditaufnahme die Zinsbelastung der Unternehmen im Jahr 2005 in absoluten Zahlen leicht erhöht, der Anstieg war aber deutlich schwächer als die Gewinnzuwächse. Solange die Gewinnsituation für die Unternehmen so günstig bleibt, sollte auch bei einem Anstieg des Zinsniveaus (und weiter wachsender Kreditaufnahme) die Schuldentragungsfähigkeit der Unternehmen hoch und eine allfällige Erhöhung des Zinsendienstes verkraftbar bleiben. Eine verminderte Ertragskraft würde aber nicht nur die zur Bedienung der Kredite zur Verfügung stehenden Mittel verringern, sondern in Anbetracht der verstärkten Risikoorientierung der Banken bei der Gestaltung der Kreditkonditionen auch die Zinskosten des Unternehmenssektors ansteigen lassen.

Allerdings hat der Unternehmenssektor im Jahr 2005 sein Zinsänderungsrisiko weiter reduziert, indem sich die Struktur der Mittelaufnahme in Richtung Eigenkapital und längerfristige Finanzierungsformen verschoben hat.

Stark gewachsene Nettovermögensposition der privaten Haushalte

Verhaltene Entwicklung des privaten Konsums

Während zuletzt die HVPI-Inflation deutlich an Dynamik verloren hat, betrug sie im Jahr 2005 2,1%. Die Kaufkraft der privaten Haushalte wurde dadurch gedämpft, sodass der private Konsum – trotz der Impulse aus der zweiten Etappe der Steuerreform – nicht an Schwung gewinnen konnte. In realer Rechnung betrug die Wachstumsrate lediglich 1,4%. Die deutlich höheren Gehaltsabschlüsse der letzten Tarifrunde sollten sich allmählich in einem gestärkten Konsumentenvertrauen und einer leichten Belebung der privaten Konsumnachfrage niederschlagen (vorausgesetzt, die Erdölpreise steigen nicht weiter).

Die mit dem zurückhaltenden Konsum einhergehende Ausweitung der Sparquote führte zu einem deutlich ansteigenden Finanzierungssaldo (Geldvermögensbildung abzüglich Neuverschuldung) der privaten Haushalte. Im zweiten Halbjahr 2005 betrug die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte 7,8 Mrd EUR und war damit doppelt so hoch wie die Neuverschuldung.

Zunächst soll die Entwicklung der Verpflichtungen der privaten Haushalte diskutiert werden, gefolgt von der Darstellung des Geldvermögens. Schlussfolgerungen bilden den Abschluss.

¹⁸ Dieser Anstieg war allerdings nicht nur auf neu aufgenommene Mittel zurückzuführen, vielmehr erhöhten die starken Kurssteigerungen des Wiener Aktienmarktes den Wert der Unternehmensbeteiligungen und damit die Verpflichtungen der Unternehmen im Jahr 2005 um 21 Mrd EUR.

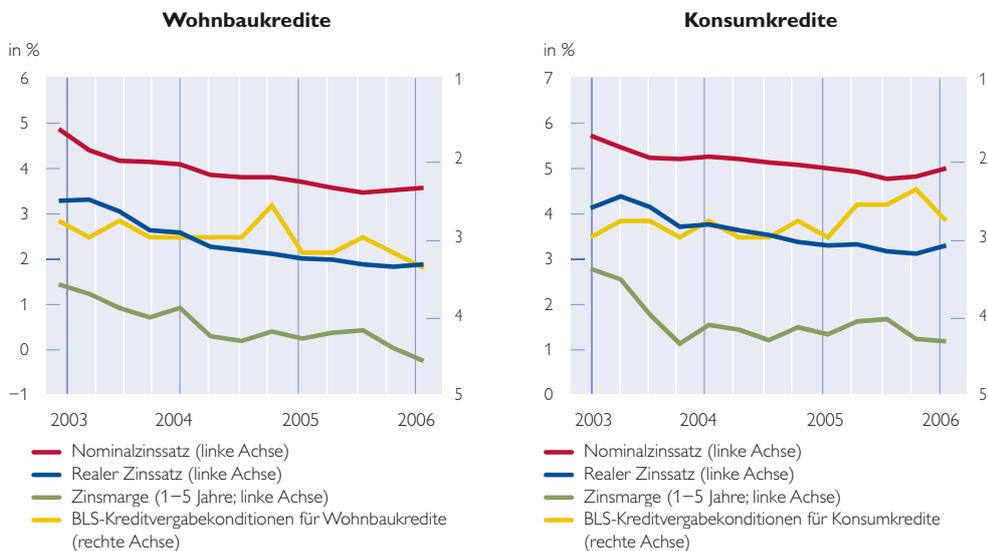
Günstige Finanzierungskonditionen bei Wohnbaukrediten

Anfang 2006 setzte sich der in den letzten Jahren beobachtete fallende Trend der (ex-ante) Realzinsen¹⁹ für Wohnraum- und Konsumkredite nicht weiter fort (Grafik 11). Die Realzinsen für Wohnbaukredite blieben Anfang 2006 weitgehend unverändert, jene für Konsumkredite verzeichneten einen leichten Anstieg. Die Ergebnisse der Umfrage über das Kreditgeschäft wiesen seit Anfang 2005 je nach Kreditzweck divergierende Ergebnisse auf. Während die Umfrageergebnisse bei Wohnbaukrediten auf unveränderte Kreditbedingungen schließen lassen, haben sich jene für Konsumkredite in den ersten

drei Quartalen 2005 verschärft. Die Umfrageergebnisse für das erste Quartal 2006 lassen demgegenüber wieder auf eine leichte Lockerung der Kreditbedingungen schließen. Die Zinsmargen²⁰ der Banken bei den mittelfristigen Wohnbau- und Konsumkrediten verliefen im Jahr 2005 weitgehend flach. Diese Tendenz setzte sich Anfang 2006 bei Konsumkrediten fort, während sich die Zinsmarge bei Wohnbaukrediten leicht verringerte. Insgesamt gesehen und vor allem im längerfristigen Vergleich können die Finanzierungskonditionen bei Wohnbaukrediten als günstig angesehen werden, während bei Konsumkrediten die Kreditstandards etwas angehoben wurden.

Grafik 11

Konditionen für Kredite an private Haushalte



¹⁹ Der ex-ante Realzinssatz (nomineller Zinssatz abzüglich der HVPI-Prognose) wurde auf der Basis der OeNB-Inflationsprognose ermittelt.

²⁰ Als Referenzzinssatz für die Berechnung von Zinsmargen sollte ein „Marktzinssatz“ mit kongruenter Laufzeit verwendet werden. Aus Datengründen wird – analog zur Praxis der EZB – auf den 3-Jahres-Euro-Zinsswapsatz zurückgegriffen.

Neuverschuldung überwiegend zum Zweck der Wohnraumbeschaffung

Die Kredite der Banken an private Haushalte konnten auch im Jahr 2005 ein dem Niveau der Vorjahre entsprechendes Wachstum verzeichnen. Die Jahreswachstumsrate betrug im März 2006 7,0%. Das Expansionstempo hat sich in den letzten 12 Monaten leicht verlangsamt. Der überwiegende Verwendungszweck der Kreditaufnahme war nach wie vor die Wohnbaufinanzierung. Die Wohnbaukredite erwiesen sich mit einer Jahreswachstumsrate von 8,8% bis zuletzt als dynamisch. Eine merkliche Abflachung war hingegen bei den Konsumkrediten zu registrieren, die im März 2006 3,8% über dem Vergleichswert des Vorjahres lagen. Diese Abschwächung könnte mit der zurückhaltenden Geschäftspolitik in diesem Segment zusammenhängen.

Ungebrochen hoch blieb die Nachfrage bei Fremdwährungsfinanzierungen. Ende 2005 betrug der Anteil der Fremdwährungsausleihungen an den gesamten Krediten rund 31%. Die Expansion der Fremdwährungs-

ausleihungen fand im vergangenen Jahr im Wesentlichen in Schweizer Franken statt, wohingegen die Ausleihungen in japanischen Yen ihren Abwärtstrend fortsetzten.

Geldvermögensbildung: starke Veranlagung in Versicherungsprodukten

Laut Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung betrug die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte im zweiten Halbjahr 2005 7,8 Mrd EUR. Besonders stark entwickelte sich in diesem Zeitraum die Nachfrage nach Investmentzertifikaten und Versicherungsprodukten, auf die mehr als die Hälfte der Geldvermögensbildung entfiel. Die privaten Haushalte erhöhten ihre Ansprüche gegenüber Investmentfonds in diesem Zeitraum um 2,1 Mrd EUR und bei Versicherungsunternehmen und Pensionsinstitutionen um insgesamt 2,5 Mrd EUR. Die direkte Veranlagung in börsennotierte Aktien und Anleihen ist demgegenüber wesentlich geringer ausgefallen (zweites Halbjahr 2005: 0,8 Mrd EUR).

Grafik 12

Bewertungsgewinne und -verluste im Geldvermögen der privaten Haushalte



Quelle: OeNB.

Kapitalmarktveranlagung brachte hohe Bewertungsgewinne

Aufgrund der guten Performance der Kapitalmärkte führte die Veranlagung in Anteilsscheine und Investmentzertifikate der privaten Haushalte zu hohen Bewertungsgewinnen. Im zweiten Halbjahr 2005 beliefen

sich die Kursgewinne bei Investmentzertifikaten und Aktien auf 3,8 Mrd EUR. Anleihen wiesen hingegen eine negative Performance auf (–111 Mio EUR).

Sowohl Bewertungsgewinne als auch die verstärkte Veranlagung in Kapitalmarktinstrumente haben dazu

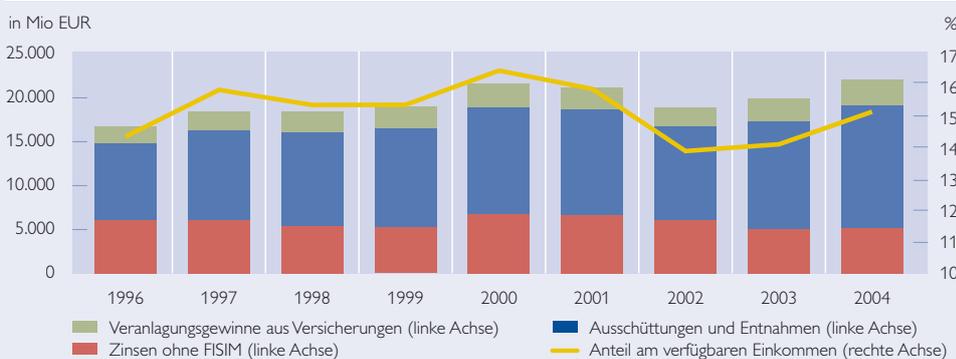
Gestiegene Vermögenseinkommen der privaten Haushalte

Gesamtwirtschaftlich ist Vermögen ein wichtiger Teil des verfügbaren Einkommens. In den vergangenen Jahren stammte ein erheblicher Teil des Realeinkommenszuwachses der privaten Haushalte²¹ aus der Entwicklung der (Brutto-)Vermögenseinkommen. Allerdings ist zu beachten, dass die Geldvermögen und damit auch die Vermögenseinkommen ungleich verteilt sind.²²

Wesentlichstes Element der Vermögenseinkommen sind die Ausschüttungen und Gewinnentnahmen (der an die Eigentümer ausgeschüttete bzw. von den Eigentümern entnommene Teil der Unternehmensgewinne). Ihr Anteil an den gesamten Vermögenseinkommen hat sich von rund 52 % im Jahr 1996 auf zuletzt knapp zwei Drittel erhöht; in den Jahren 2003 und 2004 ging der gesamte Zuwachs der Vermögenseinkommen auf die Ausschüttungen und Gewinnentnahmen zurück. Eine Interpretation dieser Größe wird allerdings durch den Umstand, dass sie infolge von Datenproblemen als Residualgröße ermittelt werden muss, erheblich erschwert.

Grafik 13

Vermögenseinkommen der privaten Haushalte



Die zweitwichtigste Position sind die Zinseinkommen. Ihr Anteil an den Vermögenseinkommen der privaten Haushalte sank von 37 % im Jahr 1996 auf 23 % im Jahr 2004. In dieser schwachen Entwicklung manifestiert sich vor allem der Rückgang des Zinsniveaus in den letzten Jahren, der durch den – relativ schwachen – Anstieg Zins tragender Geldvermögensbestände der privaten Haushalte nur zum Teil wettgemacht werden konnte.

²¹ Zu den privaten Haushalten zählen hier neben Einzelpersonen und Gruppen von Einzelpersonen in ihrer Funktion als Konsumenten auch Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne eigene Rechtspersönlichkeit sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck, zu denen etwa die Privatstiftungen gerechnet werden.

²² Siehe: Beer, C., P. Mooslechner, M. Schürz und K. Wagner. 2006. Das Geldvermögen privater Haushalte in Österreich: Eine Analyse auf Basis von Mikrodaten. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/06. OeNB. 101–119.

Die dritte Kategorie der Vermögenseinkommen bilden die Vermögenseinkommen aus Versicherungserträgen. Ihr Anteil an den gesamten Vermögenseinkommen lag im gesamten Beobachtungszeitraum relativ konstant zwischen 11% und 13%. Allerdings ist zu beachten, dass es sich dabei um eine rein hypothetische Größe handelt, die die Veranlagungsergebnisse der Versicherungen und Pensionskassen widerspiegelt.²³

Keinen Einfluss auf die Vermögenseinkommen hatte in dieser Darstellung die Kursentwicklung an der Wiener Börse, da Kursgewinne aus Wertpapieren nicht zu den Vermögenseinkommen zählen. Diese stellen keine Transaktionen, sondern Wertänderungen von Vermögensbeständen dar.

In den letzten Jahren zeigten die Vermögenseinkommen eine recht hohe Übereinstimmung mit der jeweiligen Geldvermögensbildung. Insbesondere die Geldvermögensbildung in verzinslichen Finanzaktiva speiste sich zu einem wesentlichen Teil aus Zinserträgen, indem etwa gutgeschriebene Einlagenzinsen auf den Konten belassen werden und nur ein vergleichsweise kleiner Teil zu Konsumzwecken verwendet wird. Durch den Zinsrückgang und die abnehmende Bedeutung der Zins tragenden Aktiva in der Geldvermögensbildung war dieser Zusammenhang jedoch zuletzt schwächer ausgeprägt. Relativ stabil war auch der Zusammenhang bei den Vermögenseinkommen aus Versicherungserträgen. Hingegen klappten Ausschüttungen und Entnahmen sowie die Geldvermögensbildung in Anteilsrechten in den letzten Jahren deutlich auseinander. Ein wesentlicher Grund ist wohl darin zu suchen, dass ein großer Teil des Unternehmensbesitzes für die privaten Haushalte keine reinen Finanzanlagen darstellt und „Wiederveranlagungen“ von Unternehmensgewinnen primär in Form von Thesaurierungen stattfinden, das heißt, dass es erst gar nicht zu Ausschüttungen kommt.

geführt, dass sich der Anteil von Aktien, Anleihen, Investmentzertifikaten und Versicherungsprodukten am gesamten Geldvermögensbestand erhöhte, während jener von Bargeld und Einlagen leicht zurückging.

Verhaltene Entwicklung der Immobilienpreise

In einigen Ländern des Euroraums entwickeln sich derzeit die Immobilienpreise sehr dynamisch. Spanien verzeichnet seit einigen Jahren zweistellige Wachstumsraten bei Immobilienpreisen. Österreich und Deutschland zählen zu den Ländern mit einer verhältnismäßig verhaltenen Preisentwicklung auf diesen Märkten. Im

Jahr 2005 verzeichneten Preise für österreichische Eigentumswohnungen einen leichten Aufwärtstrend (Grafik 14).

Ein Indikator für eine zu hohe Bewertung des Immobilienmarktes ist ein Anstieg des Verhältnisses von Immobilienpreisen zu Mietpreisen. Steigen Immobilienpreise – über einen längeren Zeitraum – deutlich stärker als Mieten, entfernen sie sich von ihrem „fundamentalen Marktwert“.²⁴ Wie in Grafik 14 ersichtlich, weist das österreichische Immobilienpreis-Mietverhältnis allerdings keinen steigenden Trend auf, sodass auf keine Überbewertung des Immobilienmarktes geschlossen werden kann.

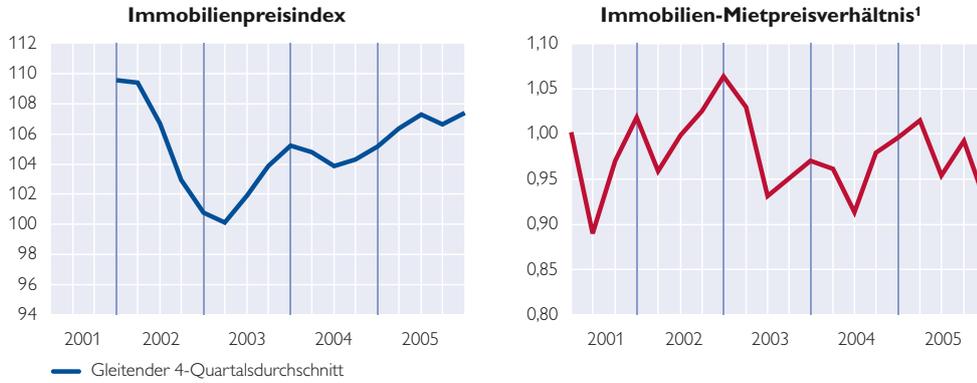
²³ Diese Erträge sind im Produktionswert der Versicherungen bzw. Pensionskassen enthalten und werden als hypothetische Ausschüttung den jeweiligen Kunden zugerechnet.

²⁴ Siehe beispielsweise McCarthy, J. und R.W. Peach. 2004. Are Home Prices the Next ‘Bubble’? In: Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 1–17.

Grafik 14

Immobilienpreisindikatoren

2000 = 100



Quelle: TU Wien, AiB, OeNB.

¹ Immobilienpreisindex (neue Eigentumswohnungen) dividiert durch Preisindex für Mietwohnungen (2000 = 100).

Resümee: Keine Verschlechterung der Finanzposition der privaten Haushalte

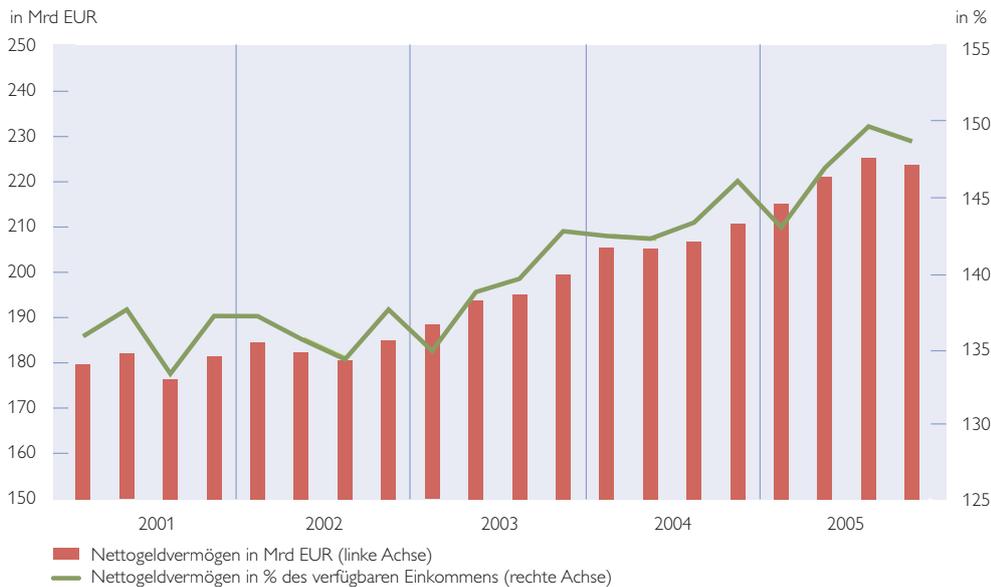
Da die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte im Jahr 2005 die Neuverschuldung deutlich übertraf und diese zudem hohe Bewertungsgewinne bei Kapitalmarktinstrumenten erzielten, weitete sich die Nettogeldvermögensposition des Sektors

der privaten Haushalte im Jahr 2005 auf 149% des verfügbaren Einkommens aus.

Die starke Kapitalmarktveranlagung brachte zwar hohe Bewertungsgewinne, birgt allerdings auch ein moderates Risikopotenzial. Erste Hinweise darauf geben die Bewertungsverluste bei Anleihen im letzten Quartal 2005 (-111 Mio EUR). Bei

Grafik 15

Nettogeldvermögen der privaten Haushalte



Quelle: Statistik Austria, OeNB.

fortgesetzten Zinsanstiegen könnte sich diese Entwicklung beschleunigen.

Angesichts des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite unterliegen die Kreditfinanzierungskosten einem beachtlichen Zinsänderungsrisiko. Darüber hinaus ist die Finanzierungsseite aufgrund der von den privaten Haushalten mit unverminderter Dynamik aufgenommenen Fremdwährungskredite mit nicht unerheblichen Währungsrisiken behaftet.²⁵ Dieses

Risiko dürfte allerdings vor dem Hintergrund der im Euroraumvergleich geringen Verschuldungsquote der österreichischen privaten Haushalte begrenzt sein.

Die angeführten Risikofaktoren lassen vor dem Hintergrund der stark gewachsenen Nettovermögensposition der privaten Haushalte auf eine unveränderte Finanzposition der privaten Haushalte schließen.

²⁵ Bei den Fremdwährungskrediten dominiert der Schweizer Franken, eine Währung, die gegenüber dem Euro in der Vergangenheit weitgehend stabil war. Anfang 2006 verzeichnete der Schweizer Franken gegenüber dem Euro einen leichten Kursanstieg.