

## Unternehmen

### Ertragsaussichten verbessern sich leicht

Laut der Herbstprognose der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) wird die österreichische Wirtschaft im Jahr 2003 mit 0,9% um 0,2 Prozentpunkte stärker wachsen als noch im Frühjahr prognostiziert wurde. Die optimistische Konjunktüreinschätzung sollte sich auch positiv auf die Ertragsaussichten auswirken. Immerhin sollen die gesamtwirtschaftlichen Investitionen nach der Herbstprognose der OeNB im Jahr 2003 real um 2,8% zunehmen, nachdem sie noch im Jahr 2002 um 4,7% deutlich reduziert wurden.

### Niedriger Außenfinanzierungsbedarf erlaubt Rückführung der Bankverschuldung

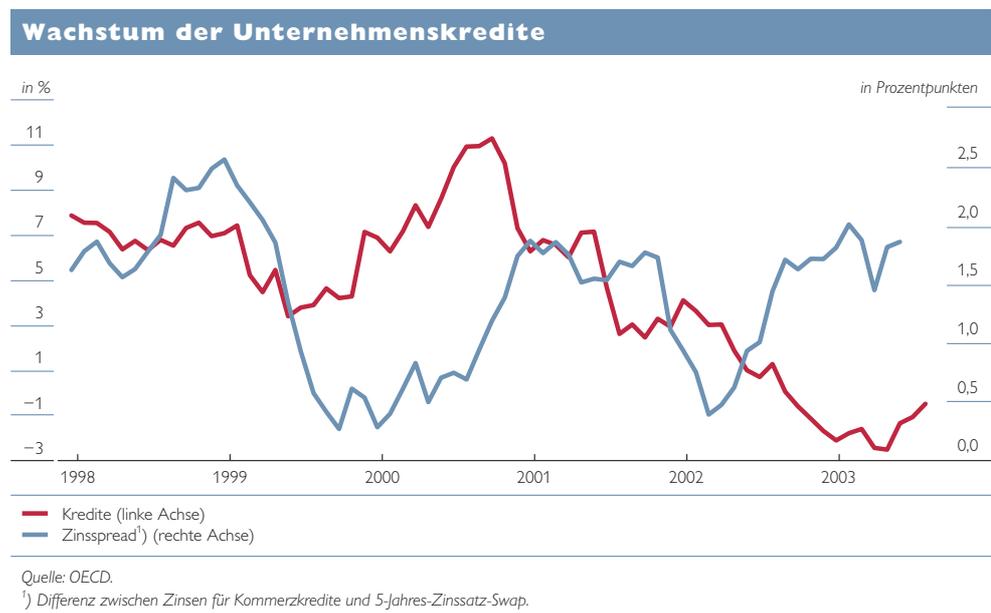
Die Kreditnachfrage der Unternehmen im bisherigen Jahresverlauf 2003 zeigt die Erholung bei den Investitionen – trotz günstiger Finanzierungsbedingungen – noch nicht an. Mit Beginn des Wachstumseinbruchs im Jahr 2001 brach auch das Kredit-

wachstum ein; seit Beginn 2003 ist es sogar negativ.

Angebotsseitig ist dies damit zu erklären, dass die Banken die Kreditvergabe in der gegenwärtigen konjunkturellen Situation vorsichtiger handhaben. Zumindest zeigt der Bank Lending Survey, dass die Banken zwar eine vorsichtige Kreditpolitik verfolgen, allerdings aber die Margen für risikoreichere Kredite ausgeweitet haben. In dieses Bild passt auch, dass sich der Zinsspread zwischen Unternehmenskrediten und Interbankenkrediten, der als Indikator für das Bonitätsrisiko im Unternehmenssektor herangezogen werden kann, seit Jahresbeginn 2003 wieder vergrößert hat (siehe dazu Grafik 21).

Bedeutender dürfte aber sein, dass die geringe Investitionsnachfrage den Bedarf an externen Mitteln weiterhin niedrig hält und das rückläufige Kreditwachstum somit wesentlich nachfrageseitig bestimmt wird. Allein letztes Jahr haben die Unternehmen auf Grund der schwachen Investitionen ihre Innenfinanzierung in Relation zu den Bruttoinvestitionen nach ersten

Grafik 21



Grafik 22

### Entwicklung der Finanzierungsquellen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quelle: Statistik Austria, OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).  
<sup>1)</sup> 2002 teilweise geschätzt.

Schätzungen auf über 80% erhöht und damit den externen Finanzierungsbedarf mit 5 Mrd EUR auf den niedrigsten Wert seit Mitte der Neunzigerjahre gedrückt. Nach vorläufigen Berechnungen hat sich diese Entwicklung im ersten Halbjahr 2003 sogar noch verstärkt. Erstmals weist der Unternehmenssektor mit 1,5 Mrd EUR einen Finanzierungsüberschuss auf.

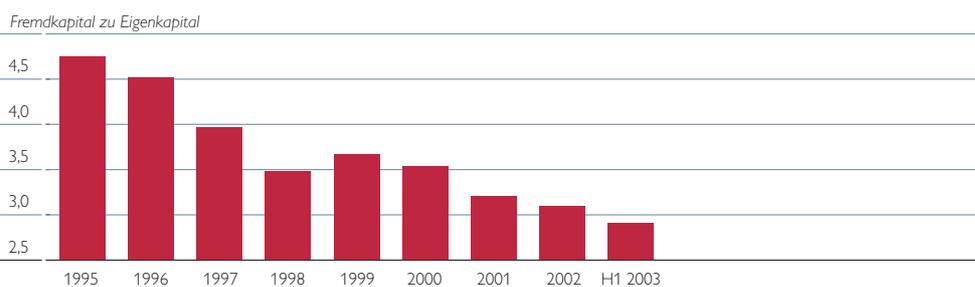
#### Verschuldungsgrad geht zurück

Die gegenwärtig niedrige Verschuldungsbereitschaft ist auch Ausdruck der Umstrukturierung der Bilanzen, die seit Mitte der Neunzigerjahre über die Konjunkturzyklen hinweg zu beobachten ist. Vorrangiges Ziel die-

ses Prozesses ist die Verringerung der Verschuldung in der Kapitalstruktur und der stärkere Aufbau von Eigenkapital. Vor allem beim derzeit schwachen Absatzwachstum wirkt sich diese Veränderung der Kapitalstruktur positiv auf das Solvabilitäts- und Liquiditätsrisiko der Unternehmen aus, denn mit geringeren Umsätzen steigen die Belastungen aus dem Zinsaufwand und erhöhen das Risiko, das mit der Hebelwirkung des Fremdkapitaleinsatzes zu Gunsten des Eigenkapitals einhergeht (Leverage-Risiko). Dieses Risiko ist auch in der gegenwärtigen Situation niedriger Zinsen gegeben, da langfristige Festzinskredite, die in der Vergangenheit auf-

Grafik 23

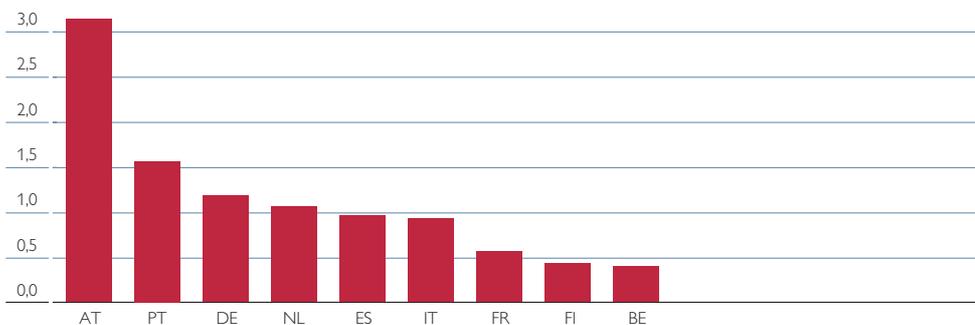
### Verschuldungsgrad nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

### Internationaler Vergleich des Verschuldungsgrads nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Jahr 2001

Fremdkapital zu Eigenkapital



Quelle: Eurostat.

genommen wurden, die derzeitige Ertragsituation belasten.

Im internationalen Vergleich hat Österreich bei der Neuordnung der Unternehmensbilanzen noch Nachholbedarf (siehe dazu Grafik 24). Wenngleich nur Daten für 2001 vorliegen, zeigt sich doch, dass sich in anderen Ländern des Euroraums die Unternehmensfinanzierung nicht so stark auf die Fremdmittelaufnahme stützt. Zu berücksichtigen ist, dass die länderweise Gegenüberstellung von Unternehmenskennzahlen mit beträchtlichen Interpretationsproblemen verbunden ist. Unterschiedliche Einflussfaktoren wirken auf das Finanzierungsverhalten des Unternehmenssektors und bringen dadurch eine spezifische Kapitalstruktur hervor. So führen steuerliche Vorschriften, die Bedingungen und der Zustand der Anleihe- und Kreditmärkte sowie die Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken zu einer jeweils differenzierten Herausbildung von Kapitalstrukturen in den einzelnen Ländern.

#### Risikotragfähigkeit durch erhöhten Eigenkapitalanteil gestiegen

Insgesamt ist die finanzielle Position des Unternehmenssektors trotz des

nach wie vor hohen Verschuldungsgrads als gefestigt anzusehen. Die seit Mitte der Neunzigerjahre ergriffenen Maßnahmen, die die Verschuldungsneigung bremsen und die darauf abzielen, die Außenfinanzierung stärker über den Eigenkapitalmarkt abzuwickeln, zeigen gerade im gegenwärtigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld positive Resultate. In den ersten drei Quartalen 2003 haben die Insolvenzen nach ersten Schätzungen des Kreditschutzverbands von 1870 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um nur 1,4% zugenommen. Neben der deutlichen Abnahme der Unternehmenszusammenbrüche ist auch bei den Insolvenzverbindlichkeiten eine Besserung zu beobachten. Immerhin gingen sie im bisherigen Jahresverlauf um rund ein Drittel zurück.

Die begonnene Veränderung der Kapitalstruktur wird dazu beitragen, den Unternehmenssektor resistenter gegenüber konjunkturellen Schocks zu machen. Die breitere Eigenkapitalbasis wird auch die Risikotragfähigkeit der Unternehmen erhöhen. Das wirkt sich positiv auf die Kreditwürdigkeit aus und erleichtert in wirtschaftlich schlechten Zeiten die

Grafik 25

### Unternehmensinsolvenzen in Österreich



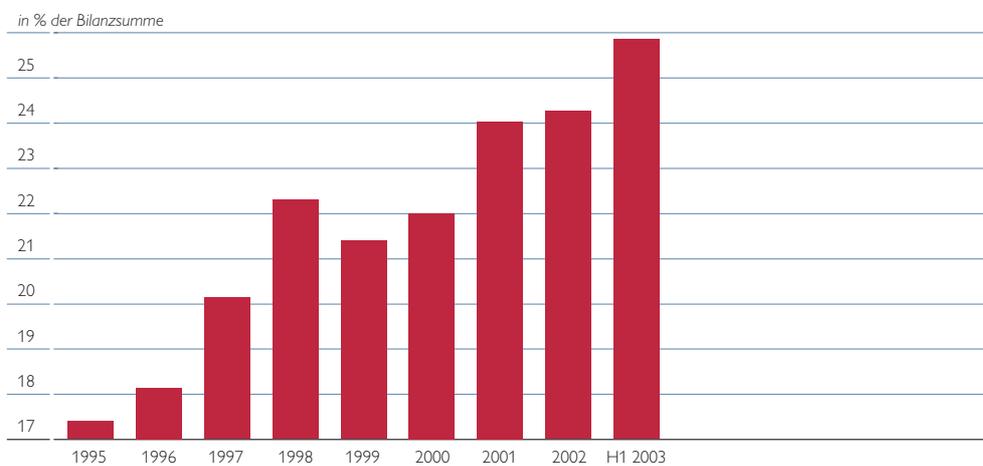
Quelle: Kreditschutzverband von 1870.  
1) Hochrechnung für die ersten drei Quartale.

Kreditprolongationen bzw. die Kapitalaufnahme, um eine Liquiditätsverschlechterung zu verhindern. Denn solange ausreichend Eigenkapital vorhanden ist, um die Verlustmöglichkeiten bei den einzelnen Vermögenspositionen aufzufangen, sollte es auch einen externen Liquiditätsrückhalt

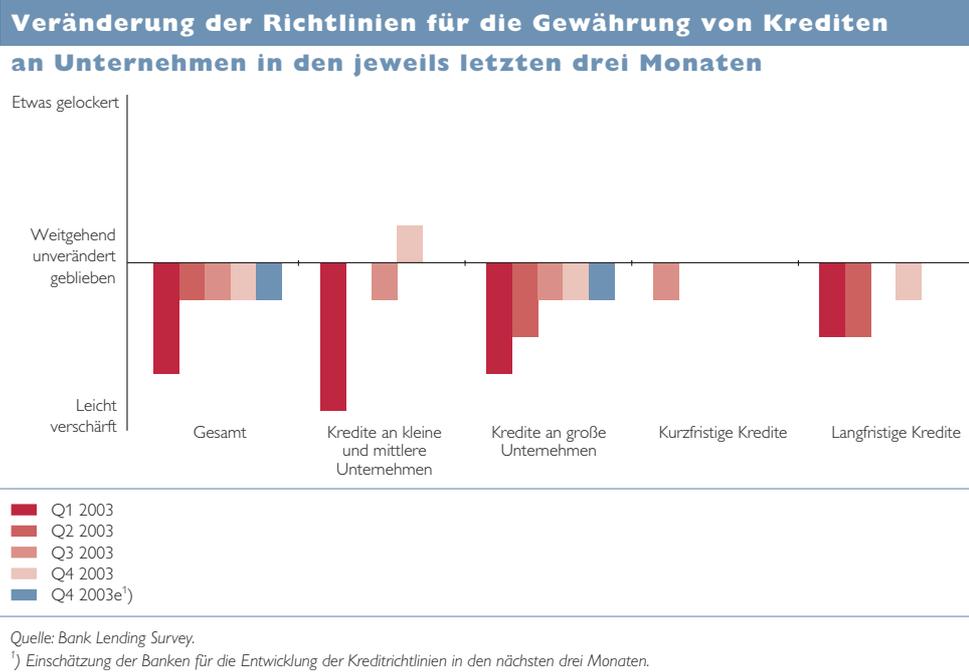
geben. Gleichzeitig wird auch die Ertragslage entlastet, da Eigenkapital im Gegensatz zu Fremdkapital in konjunkturell schlechten Zeiten nicht bedient werden muss und eine Verschlechterung der Liquiditätslage vermieden werden kann. Mit der Rückführung der Verbindlichkeiten und

Grafik 26

### Eigenkapitalposition nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).



der Verbreiterung des Haftungsvormögens sichert der Unternehmenssektor jedenfalls langfristig seine Finanzstabilität. Er macht sich dadurch nicht nur gegenüber konjunkturellen Risiken resistenter, sondern erhöht damit auch seine Bonität, die im Zuge der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) im Kreditvergabeprozess an Bedeutung gewinnen wird.

### Bank Lending Survey

Die bisher vorliegenden Ergebnisse des Bank Lending Survey für Österreich deuten darauf hin, dass die heimischen Banken ihr Kreditvergabeverhalten im Verlauf des Jahres 2003 leicht eingeschränkt haben. Vor allem bei Unternehmenskrediten haben die befragten Kreditinstitute die Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen verschärft. Dies be-

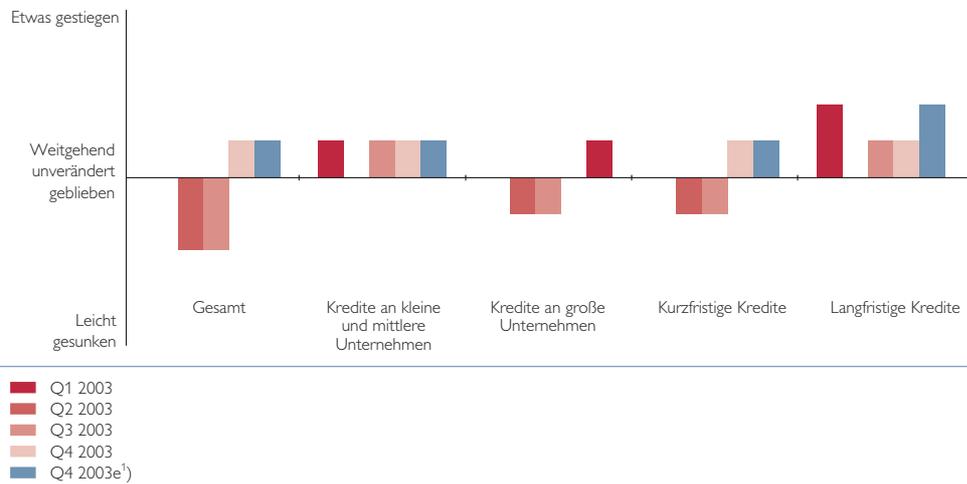
traf insbesondere die Finanzierungen von großen Unternehmen; bei den Standards für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) hat sich der Grad der Restriktion im Lauf des Jahres sukzessive verringert. Für die nächsten drei Monate beabsichtigten die befragten Kreditmanager im Oktober 2003 per saldo eine weitere leichte Einschränkung der Kreditrichtlinien (siehe Grafik 27).<sup>1)</sup>

Wesentlichster Faktor für die Verschärfung der Kreditrichtlinien war die Risikoeinschätzung. Die Banken nannten insbesondere die Konjunkturaussichten, allgemeine bzw. branchen- oder firmenspezifische Faktoren sowie die Werthaltigkeit der Sicherheiten. Neben den Richtlinien wurden auch die Bedingungen für die Kreditgewährung im Unternehmensbereich weiter verschärft. Vor allem die Margen für risikoreichere Kredite

1 Die Bezeichnung des jeweiligen Quartals richtet sich nach Übereinkunft mit der EZB jeweils nach dem Erhebungszeitpunkt. Daher handelt es sich bei der aktuellen Befragung um jene des vierten Quartals, auch wenn darin die Entwicklungen in den Monaten Juli bis September 2003 abgefragt werden.

Grafik 28

### Veränderung der Nachfrage nach Krediten an Unternehmen in den jeweils letzten drei Monaten



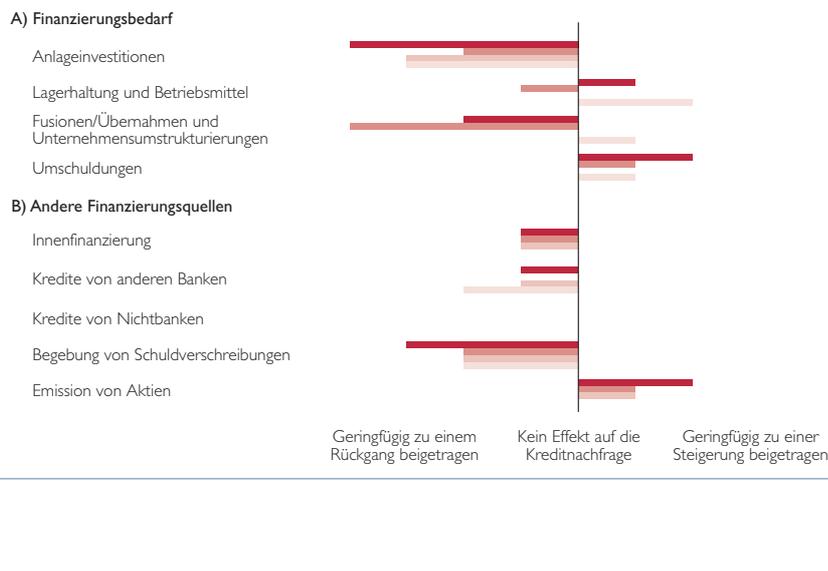
wurden im Vergleich zum Vorquartal ausgeweitet.

Demgegenüber wurde von den befragten Banken seit Mitte 2003 ein leichter Anstieg der Kreditnachfrage der Unternehmen – vor allem von

KMUs – konstatiert. Vor allem für Lagerhaltung und Betriebsmittel wurden vermehrt Mittel aufgenommen, während die Entwicklung der Anlageinvestitionen und die Begebung von Schuldverschreibungen dämpfend

Grafik 29

### Einflussfaktoren auf die Nachfrage nach Krediten von Unternehmen in den jeweils letzten drei Monaten



auf die Kreditnachfrage wirkten. Für die kommenden drei Monate erwarten die Banken im vierten Quartal einen leichten Anstieg der Kreditnachfrage – vor allem von KMUs.

## Haushalte

### Arbeitsplatzunsicherheit und Stärkung der Eigenvorsorge bei Pensionen könnten Sparquote erhöhen

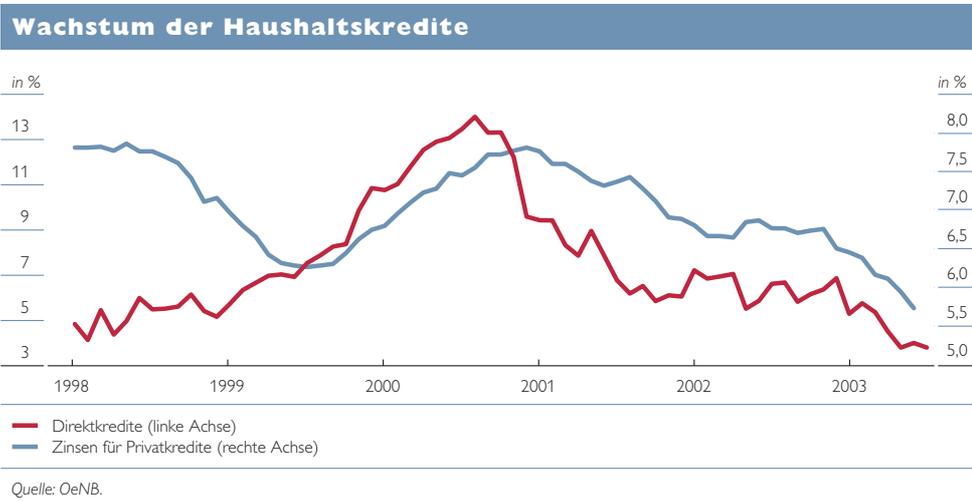
Die aktuelle Vermögensbildung und Verschuldung der privaten Haushalte wird weiterhin von der schwachen konjunkturellen Situation in Österreich geprägt. Die verfügbaren Einkommen legten im Jahr 2002 nach der Herbstprognose der OeNB mit real 1,4% kaum zu. Auch für 2003 prognostiziert die OeNB mit 1,0% nur schwache Einkommenszuwächse. Neben der Absicherung gegenüber einem Arbeitsplatzverlust könnte auch die Pensionsreform das Sparverhalten positiv beeinflussen. Sofern die stärkere Eigenvorsorge im Pensionsbereich nicht nur zu Umschichtungen im bestehenden Haushaltportfolio von kurz- zu langfristigen Veranlagungen führt, könnte sich eine Erhöhung durch zusätzliche Sparanstrengungen bei den Haushalten einstellen. Für

2002 berechnet die OeNB eine Sparquote der Haushalte von 7,8%. Sie liegt damit deutlich unter dem Wert für das Jahr 1995 (11,7%). Mittelfristig soll das Sparen wieder leicht ansteigen. Die OeNB geht für 2005 von einer Sparquote von 7,9% aus.

### Verschuldungsdynamik schwächt sich deutlich ab

In den ersten sechs Monaten 2003 hat sich die Verschuldungsdynamik bereits deutlich abgeschwächt. Obwohl sich die Finanzierungsbedingungen als äußerst günstig darstellen, halten sich die Haushalte bei der Kreditnachfrage zurück. Die nunmehr drei Jahre anhaltende Wirtschaftsschwäche dürfte die Einkommensperspektiven nachhaltig eingetrübt und die Haushalte veranlasst haben, ihr Verschuldungsverhalten deutlicher den aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen anzupassen. Nicht zuletzt der 2002 erreichte Höchststand in der Haushaltsverschuldung spricht dafür, die Kreditfinanzierung von Konsum und Wohnungserwerb trotz niedriger Zinsen nicht mehr zu erhöhen, um Überschuldung bzw. Liquiditätsschwierigkeiten zu vermeiden.

Grafik 30



### Niedriges Zinsniveau und Unsicherheit über Finanzmarktentwicklung unterstützen Liquiditätshaltung

Vorläufige Berechnungen zeigen, dass die Haushalte auch im ersten Halbjahr 2003 ihre Liquiditätshaltung weiter erhöht haben. In den ersten sechs Monaten 2003 nahmen Bargeld und Einlagen mit 4,1 Mrd EUR mehr als die Hälfte der Geldvermögensbildung ein. Demgegenüber verloren Veranlagungen in Kapitalmarktinstrumente – wohl auf Grund der erlittenen Kursverluste der letzten Jahre – an Bedeutung. Besonders deutlich zeigte sich dies bei den Investmentzertifikaten, von denen bis zur Jahresmitte 2003 Titel im Wert von 278 Mio EUR von den privaten Haushalten erworben wurden und die damit gegenüber den Vorjahren deutlich an Attraktivität verloren. Das schließt nicht aus, dass mit besseren Wachstumsaussichten die Geldvermögensbildung wieder verstärkt auf dem Kapitalmarkt stattfindet. Die wichtigen internationalen Aktienmärkte zeigen sich seit Beginn des Jahres 2003 wieder gefestigter.

Die Kurszuwächse führten im ersten Halbjahr 2003 bei den privaten Anlegern zu Bewertungsgewinnen von rund 1 Mrd EUR.

### Hohe Verschuldung und negative Vermögenseffekte belasten finanzielle Lage

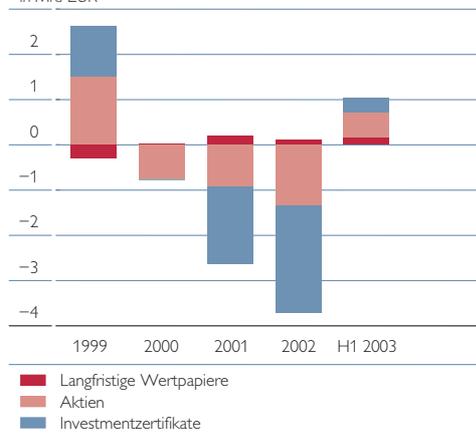
Die Verschuldung der privaten Haushalte erreichte im Jahr 2002 einen Höchstwert. Seit Mitte der Neunzigerjahre ist sie deutlich stärker gestiegen als die verfügbaren Einkommen. Die Relation des Verschuldungsstands zum Finanzvermögen hat sich im gleichen Zeitraum weniger markant erhöht (siehe Grafik 32). Die deutliche Zunahme bei den Privatkonkursen in den letzten Jahren kann als Hinweis dafür angesehen werden, dass sich das Ausfallrisiko im Haushaltssektor verschlechtert hat. In den ersten drei Quartalen 2003 erhöhten sich die Privatkonkurse um 3.175 Fälle oder 11,1% gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres. Insgesamt ist jedoch die Anzahl der davon betroffenen Schuldner im Vergleich zur Gesamtheit der Kredit nehmenden Haushalte gering.

Im internationalen Vergleich der Haushaltsverschuldung zeigt sich, dass Österreich nach wie vor zu den Ländern mit der geringsten Verschuldungsquote gehört. Innerhalb ausgewählter EU-Länder sind österreichische Haushalte im Jahr 2001 mit 40,2% des BIP nach Finnland (34,0%) und Italien (30,7%) am geringsten verschuldet. Wie aus Tabelle 9 ersichtlich ist, bestehen zwischen den Ländern große Unterschiede in der Verschuldungsbereitschaft. Diese sind zum Großteil durch länderspezifische Gegebenheiten, wie z. B. die Präferenz für Haus- und Wohnungseigentum, Immobilienpreise, Höhe der Baukosten und dem Zugang zu den Kreditmärk-

Grafik 31

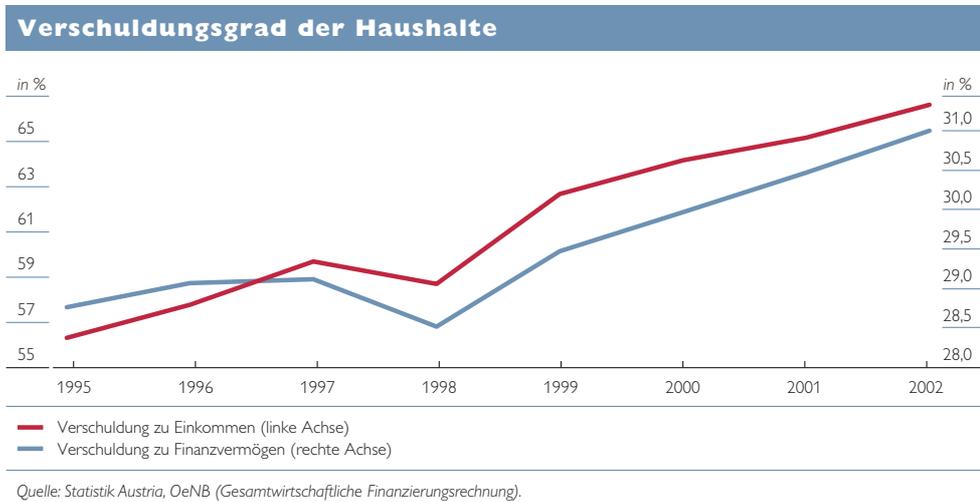
#### Bewertungsgewinne und -verluste der privaten Haushalte<sup>1)</sup>

in Mrd EUR



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).  
<sup>1)</sup> Teilweise geschätzt; vor 1999 sind keine Daten vorhanden.

Grafik 32



ten, bestimmt. Beim Zuwachs der Verschuldung ist Österreich im unteren Mittelfeld zu finden. Im Vergleich zur Gesamtheit der dargestellten EU-Länder, in der die Verschuldungsquote seit 1995 um 8,7 Prozentpunkte zunahm, verzeichnete Österreich mit 4,5 Prozentpunkten nur einen halb so starken Anstieg.

Neben der hohen Verschuldung in einem gesamtwirtschaftlich schwachen Umfeld belasten auch die Kursverluste in den Jahren von 2000 bis 2002 die Finanzposition der Haushalte. Diese Verluste beliefen sich auf rund 7 Mrd EUR, nachdem 1999 noch Kursgewinne von 2,6 Mrd EUR verzeichnet werden konnten (siehe Grafik

31). Die starke Nachfrage nach Fremdwährungskrediten, deren Tilgung von der Einzahlung in Investmentfonds oder fondsgebundenen Lebensversicherungen abhängt, sowie die stärkere Betonung der Eigenvorsorge im Rahmen der neuen Instrumente der zweiten und dritten Säule der Altersvorsorge erhöhen die Bedeutung von Kapitalmarktentwicklungen für die Haushalte. Der Anteil von Kapitalmarktinstrumenten im privaten Geldvermögen reduzierte sich seit dem Jahr 2000 – nicht zuletzt wegen der anschließend einsetzenden Bewertungsverluste – und erreichte im Jahr 2002 wieder das Niveau der Neunzigerjahre.

Tabelle 9

**Internationaler Vergleich der Verschuldungsquoten der privaten Haushalte**

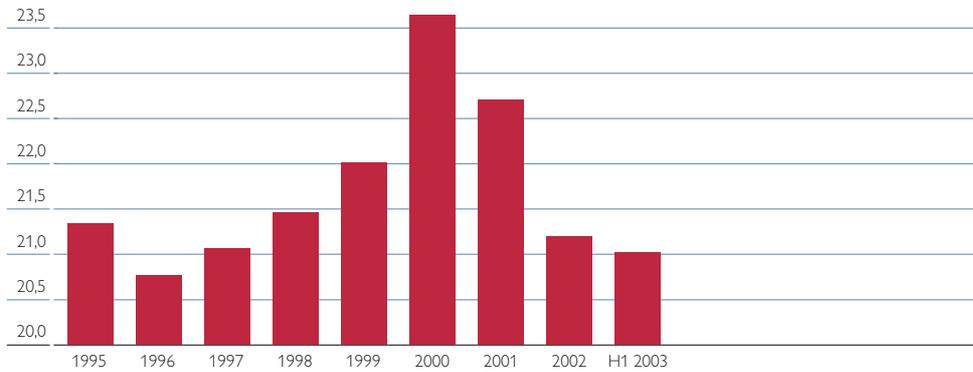
	1995		2001		Zunahme seit 1995 in Prozentpunkten
	Verschuldung in % des BIP		Verschuldung in % des BIP		
Belgien	42,5	45,3	42,5	45,3	2,8
Deutschland	63,5	73,3	63,5	73,3	9,8
Spanien	44,0	60,6	44,0	60,6	16,7
Frankreich	42,5	46,4	42,5	46,4	3,8
Italien	23,3	30,7	23,3	30,7	7,4
Niederlande	62,5	95,5	62,5	95,5	33,1
Österreich	35,8	40,2	35,8	40,2	4,5
Portugal	44,1	82,2	44,1	82,2	38,1
Finnland	37,4	34,0	37,4	34,0	-3,4
Gesamt	48,0	56,7	48,0	56,7	8,7

Quelle: Eurostat.

Grafik 33

## Marktsensitivität des privaten Geldvermögens

Anteil der Kapitalmarktinstrumente am Finanzvermögen in %



Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

### Immobilien

#### Wohnbau in Österreich erholt sich seit Jahresbeginn 2003 wieder leicht

Infolge der rückläufigen Baubewilligungen in den Jahren 1998 bis 2001 verzeichnete die Anzahl der fertig gestellten Wohnungen 2002 eine weitere Abnahme gegenüber dem Vorjahr um 8,6%. Da die Bewilligungen 2002 erstmals seit fünf Jahren ein Plus (5,1% im Vorjahresvergleich) aufwiesen, könnte im Jahr 2003 der Rückgang der Fertigstellungen zum Stillstand gekommen sein. Darauf deutet auch der WIFO-Konjunkturtest<sup>1)</sup> hin, in dem die Bauunternehmen ihre derzeitige Produktionstätigkeit deutlich günstiger beurteilten.

Die Preise für Eigentumswohnungen steigen – auch als Folge der starken Rückgänge bei den Baubewilligungen – seit Mitte 2001 wieder<sup>2)</sup> leicht (im zweiten Halbjahr 2002

um 1,7%), bleiben aber nach wie vor unter dem langjährigen Durchschnitt.

#### Verstärkter Trend zum Immobilien-erwerb als Kapitalanlage

Der Immobilienbesitz hat in den letzten Jahren zunehmende Bedeutung als Anlagemedium gefunden. Mit dem im Juli 2003 beschlossenen Immobilien-Investmentfondsgesetz sind nun offene Immobilienfonds<sup>3)</sup> auch in Österreich zugelassen. Dadurch wurde die Palette der Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten für Investoren um heimische Immobilienfonds erweitert.

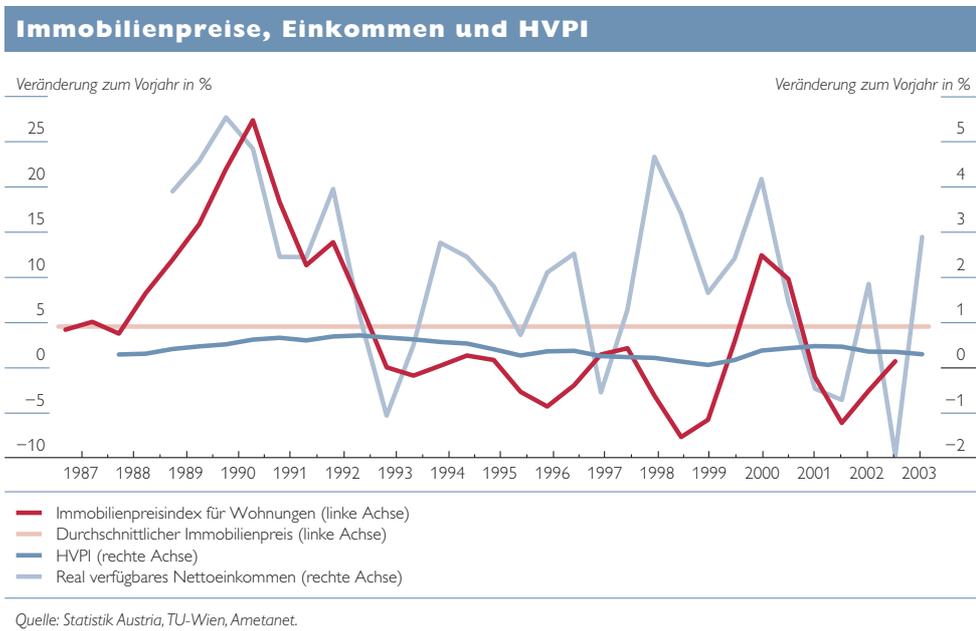
Darüber hinaus beabsichtigt der Bund, die insgesamt 62.000 Bundeswohnungen zu veräußern. Mit dem Budgetbegleitgesetz 2001 wurde die Gemeinnützigkeit der fünf Bundeswohnbaugesellschaften aufgehoben. Die Wohnungen verlieren im Neuver-

1 Da keine aktuellen Produktionsdaten zur Verfügung stehen, muss auf den WIFO-Konjunkturtest zurückgegriffen werden.

2 Zuletzt stiegen die Preise im ersten Halbjahr 1999.

3 Die Anteilscheine an solchen Fonds können, anders als bei den geschlossenen Immobilienfonds, jederzeit gezeichnet und wieder an die Fondsgesellschaft verkauft werden. Der Preis richtet sich nach dem aktuellen Schätzwert des Immobilienportfolios. Nur wenn mehr als 10% des Anlagevolumens gleichzeitig zurückgegeben werden, kann die Rücknahme bis zu zwei Jahre aufgeschoben werden.

Grafik 34

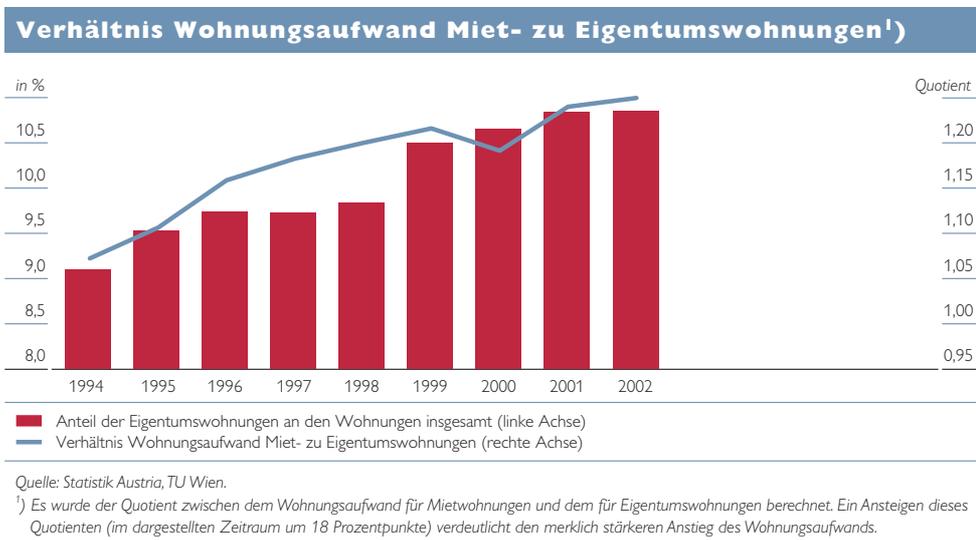


mietungsfall ihren Gemeinnützigkeitsstatus und bilden damit für Investoren eine attraktive Anlageform. Die Bundesimmobiliengesellschaft rechnet für das Jahr 2003 mit einem Verkaufserlös der ihr noch verbliebenen 3.500 Wohnungen von über 100 Mio EUR (insgesamt sollen 600 bis 900 Mio EUR durch die Privatisierung der Bundeswohnungen eingenommen werden). Die erste Privatisierungsrunde stieß

auf reges internationales Interesse. Vom Verkauf der Bundeswohnungen ist kein Preisdruck auf dem Immobilienmarkt zu erwarten, da bei guten Lagen und in Ballungszentren mit dem Kauf der Wohnungen durch die Mieter selbst zu rechnen ist.

Wachsende Vermögen der Privathaushalte sowie die Tatsache, dass im Zeitraum von 1994 bis 2002 der Wohnungsaufwand für Mietwohnungen

Grafik 35



(+35%) stärker als jener für Eigentumswohnungen (+16%) stieg, gingen mit gestiegenen Eigentumsquoten bei Immobilien einher (siehe Grafik 35).

Aber nicht nur für den Eigenbedarf, sondern auch als Anlageobjekt haben Eigentumswohnungen an Attraktivität gewonnen. Vorsorgewohnungen<sup>1)</sup> gelten als attraktive Anlageform mit geringem Risiko und stabilen Renditen für langfristig agierende Investoren und scheinen eine Alternative zu Veranlagungen auf dem Kapitalmarkt zu sein. Insbesondere im gegenwärtigen Umfeld fallender Aktienkurse und niedriger Zinsen gewinnt der Erwerb von Vorsorgewohnungen zunehmend an Attraktivität. Genaue Daten zu diesem Geschäftssegment liegen nicht vor, aber allein im Jahr 2002 ist die Anzahl der verkauften Vorsorgewohnungen Brancheninformationen zufolge um rund 50% gestiegen.

Der Ertrag bei diesen Wohnungen ergibt sich aus der Kombination von Mieteinnahmen, Wertsteigerung und Nutzung steuerlicher Vorteile. Durch die Vermietung der Wohnung wird der Eigentümer Unternehmer im Sinne des Umsatzsteuergesetzes und kann die im Kaufpreis enthaltene Umsatzsteuer als Vorsteuer geltend machen, erwirbt somit die Wohnung zum Nettokaufpreis. Im Rahmen der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung können die Fremdkapitalzinsen, die Absetzung für Abnutzung (AfA) und sonstige Aufwendungen

als Werbungskosten geltend gemacht werden. Durch eine entsprechende Modellgestaltung (in den ersten Jahren der Vermietung übersteigen die Werbungskosten die Mieteinkünfte)<sup>2)</sup> ist es in den Anfangsjahren möglich, steuerliche Zusatzvorteile zu lukrieren. Dazu kommt, dass Gewinne aus einer Veräußerung der Wohnung nach 10 Jahren einkommensteuerfrei sind.

Die erwartete Rendite von Vorsorgewohnungen hängt von der Wertsteigerung und den Mieteinnahmen ab.<sup>3)</sup> Durch die niedrigen Inflationsraten (die Mieten sind oft gekoppelt an die Entwicklung des VPI) gab es in den letzten Jahren weder beim Wert der Eigentumswohnungen noch bei den Mieten hohe Zuwachsraten. Untersuchungen<sup>4)</sup> zeigen, dass die Wertsteigerungsrate neuer Eigentumswohnungen eine zentrale Einflussgröße auf die Rendite einer Vorsorgewohnung darstellt. Im letzten Jahrzehnt waren jedoch nicht steigende, sondern fallende (bzw. konstante) Preise zu verzeichnen. Erst seit Mitte 2001 sind die Preise wieder leicht steigend.

Neben einem nicht unbeträchtlichen Renditerisiko unterliegt die Veranlagung in Vorsorgewohnungen zumeist einem hohen Liquiditätsrisiko. Immobilien stellen ein deutlich illiquideres Aktivum als etwa Wertpapiere dar. Darüber hinaus ist eine Veräußerung des Objekts mit hohen Transaktionskosten verbunden. Die Liquidität wird auch durch die hohen Anfangsspesen, die sich erst nach

1 Vorsorgewohnungen sind Wohnobjekte, die eigens zur Vermietung konzipiert (also geplant und gebaut) werden.

2 Wenn auf die Dauer der Vermögensveranlagung kein Überschuss resultiert, ist mit Steuernachzahlungen zu rechnen.

3 Zeiten der Nichtvermietung verringern die Rendite. Erschwerend wirkt, dass durch eine Änderung im Mietrecht eine langfristige Bindung der Mieter nicht mehr möglich ist, die Mieter können nun bereits nach einem Jahr wieder kündigen. Dadurch könnte es zu häufigeren Mieterwechseln und zu längeren Leerstandszeiten kommen.

4 Siehe dazu Fischer, E. O. und M. Glawischnig. 2003. Die Rendite von Vorsorgewohnungen. Graz: Karl-Franzens-Universität Graz. März.

einer langjährigen Veranlagungsdauer amortisieren, und durch die 10-jährige Spekulationsfrist beschränkt.<sup>1)</sup>

Schließlich ist mit dem Instrument der Vorsorgewohnung eine Streuung der Anlagen zumeist nicht oder nur unzureichend möglich; vielfach ist das eingesetzte Kapital in einem einzigen oder einigen wenigen Objekt(en) gebunden.

Insgesamt gewinnt der Immobilienbesitz zunehmend an Bedeutung für die Vermögensposition der privaten Haushalte. Gleichzeitig spielt die Wohnraumfinanzierung als Motivation zur Kreditaufnahme eine wesentliche Rolle. Auch der Erwerb von Vorsorgewohnungen wird in der Regel zu einem erheblichen Teil fremdfinanziert.<sup>2)</sup> Die aktuelle Entwicklung auf dem Immobilienmarkt determiniert damit in steigendem Ausmaß das Gesamtvermögen der privaten Haushalte. Zwar hatten die Investoren dort – anders als etwa auf den Aktienmärkten – keine Vermögensverluste hinzunehmen, frei von den oben erwähnten Risiken ist jedoch auch die Anlage in Immobilien nicht.

## Aktienmarkt

### Makroökonomische Bedeutung des österreichischen Aktienmarktes

Mittelfristige Veränderungen der Aktienkurse können sich über die Finanzierungskosten der Unternehmen sowie Bewertungsveränderungen in den Unternehmensbilanzen direkt auf die Investitionsnachfrage auswir-

ken. Die Finanzierung der Unternehmen über die Wiener Börse betrug in den Jahren 1993 bis 2002 im Durchschnitt 3,7% der Bruttoanlageinvestitionen, wenn Neuemissionen und Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage berücksichtigt werden. Grafik 36 zeigt, dass Neuemissionen insbesondere in den Neunzigerjahren einen Großteil der über die Wiener Börse aufgebrachten Mittel darstellen. Neuemissionen entsprechen einem Eigentümerwechsel und werden nicht immer für die Finanzierung von Investitionen herangezogen (z. B. Privatisierungen). Der Anteil der Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage machte hingegen nur durchschnittlich 1,1% der Bruttoanlageinvestitionen aus. Im Zeitraum von 1993 bis 2002 nahmen durchschnittlich 14,4 Unternehmen pro Jahr<sup>3)</sup> entweder über Neuemissionen (4,9 Unternehmen) oder über Kapitalerhöhungen gegen Bareinlage (9,5 Unternehmen) Mittel über die Wiener Börse auf.

Ebenso ist die Wirkung der Wiener Börse über Vermögenseffekte auf den privaten Konsum gering. Im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2002 hielten die privaten Haushalte etwa 3% ihres Geldvermögens in Form inländischer Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate)<sup>4)</sup>. Ausgehend vom letzten verfügbaren Wert für das Jahr 2002 entspricht dies etwa 10,3 Mrd EUR. Von den rund 28,6 Mrd EUR, die bei inländischen Investmentfonds veranlagt sind, waren rund 3,3% (oder 0,9 Mrd EUR) in inländische

1 Ein Gewinn aus dem Verkaufserlös einer Wohnung, die innerhalb der ersten 10 Jahre verkauft wird, ist als Spekulationsgewinn zu versteuern.

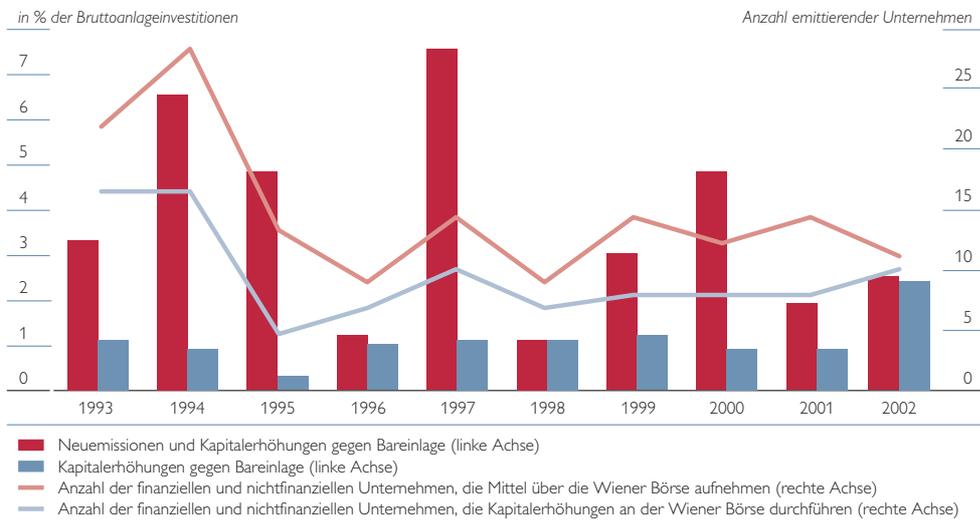
2 Auf Grund der steuerlichen Absetzbarkeit von Fremdkapitalzinsen ist der Anreiz für einen hohen kreditfinanzierten Anteil besonders hoch.

3 Bezogen auf die durchschnittlich 5.439 Unternehmen mit mehr als 49 Beschäftigten in der verfügbaren Periode 1997 bis 2001.

4 Diese Größe enthält neben den Direktinvestitionen aus dem Ausland und nicht börsennotierten Aktien auch die börsennotierten Aktien und stellt damit eine Obergrenze des direkt gehaltenen Aktienkapitals dar.

Grafik 36

### Finanzierung finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen über die Wiener Börse 1993–2002



Quelle: OeNB, OeKB.

Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) investiert. Das direkt und indirekt in Form von inländischen Anteilsrechten gehaltene Geldvermögen der privaten Haushalte betrug im Jahr 2002 somit rund 11,2 Mrd EUR. Aus den wenigen verfügbaren, empirischen Studien<sup>1)</sup> für vergleichbare Länder (vor allem Deutschland und Finnland) geht hervor, dass die marginale Konsumneigung bei Wertänderungen des Aktienvermögens auf etwa 2 Cent pro Euro geschätzt wird. Der starke Anstieg des ATX in der Periode von 1. Oktober 2002 bis 1. Oktober 2003 (+27,3%) würde demnach die private Konsumnachfrage um etwa 61 Mio EUR erhöhen. Dies entspräche bei einem nominalem Volumen des privaten Konsums im Jahr 2002 von 124,86 Mrd EUR einem Anstieg von lediglich 0,05%.

Initiativen zur Förderung des österreichischen Kapitalmarktes werden unter anderem durch Verdachtsfälle des Insiderhandels beeinträchtigt. Von der Zukunftsvorsorge erwarten sich die Marktteilnehmer zunächst vor allem indirekte Effekte. Die steten Zuflüsse könnten den Wiener Aktienmarkt für ausländische institutionelle Investoren interessanter machen. Der Corporate Governance-Kodex wird vor allem von den liquidesten und größten Marktteilnehmern angenommen. Aber gerade zur Erhöhung der Liquidität ist die Stärkung des Vertrauens in kleinere Marktwerte wichtig. Sollte die Selbstregulierung in diesem Segment weiterhin nur auf geringe Akzeptanz stoßen, könnte die Kapitalmarktentwicklung durch Verschärfung der regulatorischen Bestimmungen zur Corporate Governance gefördert werden.

1 Clapham, E., A. Hyttinen und K. Takala. 2002. *Household Wealth, Credit and Consumption: Evidence for Finland and Sweden*. Bank of Finland. Mimeo.  
Internationaler Währungsfonds. 2000. *World Economic Outlook – Asset Prices and the Business Cycle*. Washington DC.  
Boone, L., C. Giorno und P. Richardson. 1998. *Stock Market Fluctuations and Consumption Behavior: Some Recent Evidence*. OECD Working Paper (98)21. Paris.

### **Auswirkungen der prämienbegünstigten Zukunftsvorsorge auf den österreichischen Aktienmarkt**

Die neu geschaffene prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge (gemäß § 108g bis i, BGBI. I Nr. 10/2003) hat auf den Aktienmarkt in den Anfangsjahren ihrer Verbreitung nur geringe Auswirkungen. Auch wenn eine relativ große Zahl an Verträgen abgeschlossen wird, handelt es sich um ein langfristiges Vorsorgeprodukt mit monatlichen Einzahlungen. In den Anfangsjahren ist daher das investierbare Volumen noch gering. Signifikante Auswirkungen auf Umsatzzahlen, Volatilität und Indexentwicklung werden sich erst zeigen, wenn das angesparte Volumen eine nennenswerte Größenordnung erreicht haben wird. Zudem muss sich klären, in welchem Ausmaß die über die Zukunftsvorsorge angesparten Beträge zu Reduktionen anderer Komponenten des Investitionsportfolios der privaten Haushalte führen werden.

Im ersten Halbjahr 2003 wurden laut Angaben des Bundesministeriums für Finanzen etwa 66.000 Verträge abgeschlossen. Unter der Annahme,<sup>1)</sup> dass sich ihre Anzahl bis Ende des Jahres auf etwa 150.000 bis 200.000 erhöht und bei einer angenommenen, durchschnittlichen jährlichen Prämie zwischen 870 und 1.000 EUR (unter Berücksichtigung der unterschiedlichen jährlichen Verteilung der Vertragsabschlüsse) und einer nominalen Rendite von 5% (inklusive staatlicher Prämie) ergibt sich im Jahr 2003

somit ein Volumen von 55 bis 84 Mio EUR. Dies entspricht etwa zwischen 0,3 bis 0,5% des Börsenumsatzes von rund 17 Mrd EUR (1. Oktober 2002 bis 30. September 2003).<sup>2)</sup> Geht man von einem Marktpotenzial von 450.000 bis 600.000 Verträgen aus, das bis zum Jahr 2007 bzw. 2008 erreicht werden soll, lässt sich eine ungefähre mittelfristige Schätzung (bis 2012) über die Auswirkungen der Zukunftsvorsorge auf den österreichischen Aktienmarkt erstellen: Auf Basis zweier Szenarien (450.000/600.000 Verträge, 870/1.000 EUR jährliche Prämie, nominale Rendite von 5% inklusive staatlicher Prämie, 1,5% Inflationsrate) steigt der jährliche Zuwachs des Aktienanteils bis zum Jahr 2012 auf etwa 165 bis 252 Mio EUR (1% bis 1,5% des Börsenumsatzes der Periode 1. Oktober 2002 bis 30. September 2003 an der Wiener Börse) und das an der Wiener Börse (oder an einer Börse eines Beitrittslandes) zu investierende akkumulierte Vermögen auf rund 1,6 bis 2,2 Mrd EUR (4,8 bis 7,1% der Marktkapitalisierung vom 30. September 2003 bzw. 11,2 bis 16,5% des Streubesitzes – gewichteter Durchschnitt 30. September 2003 – von rund 43% an der Wiener Börse). Da im Rahmen der Zukunftsvorsorge relativ zur Marktkapitalisierung und zum Streubesitz beträchtliche Summen angespart werden, ist die Erhöhung dieser beiden Größen in den nächsten Jahren zu forcieren, um der wachsenden Nachfrage auch das ent-

1 Diese Annahmen basieren auf brancheninternen Schätzungen.

2 Das Gesetz sieht eine Veranlagung von 40% der einbezahlten Beiträge in Aktien vor, die an einer in einem Mitgliedstaat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) gelegenen Börse erstzugelassen sind. Der Anteil der Börsenkapitalisierung der in diesem Mitgliedstaat erstzugelassenen Aktien darf 30% des Bruttoinlandsprodukts dieses Mitgliedstaats nicht übersteigen. Die Berechnung basiert auf Jahresdurchschnitten der letzten vier Jahre (allerdings ohne das unmittelbar vor dem jeweiligen Kalenderjahr liegende Jahr). Der Grenzwert wird gegenwärtig nur von der Wiener Börse unterschritten, nach der Erweiterung der Europäischen Union auch von Börsen in den Beitrittsländern.

sprechende Angebot gegenüberstellen zu können.

Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die im Gesetz vorgesehene Einschränkung der Veranlagungsmöglichkeiten die notwendige, effiziente Diversifikation der Risiken optimal fördert. Beispielsweise entfallen derzeit etwa 60% des Indexvolumens des ATX und 65% des Handelsvolumens an der Wiener Börse auf sechs Unternehmen aus drei Branchen.<sup>1)</sup> Die Zunahme der für die Veranlagung

in Frage kommenden Aktienmärkte durch die Erweiterung der Europäischen Union kann die Diversifikationsmöglichkeiten verbessern, allerdings unter Inkaufnahme zusätzlicher Risiken (z. B. des Wechselkurs- und Liquiditätsrisikos). Vorrangiges Ziel sollte es daher sein, die Diversifikationsmöglichkeiten an der Wiener Börse zu verbessern oder die Portfoliobeschränkungen in den Veranlagungsrichtlinien der Zukunftsvorsorge zu lockern.

*1 Auch im Wiener Börse Index machen diese Unternehmen etwa 52% des Index aus. Unter Berücksichtigung weiterer Finanzdienstleister (Generali Versicherung AG, Uniqa Versicherungen AG, BKS, BTV etc.) erscheint auch unter Einbeziehung der Werte mit geringer Marktkapitalisierung und Liquidität die optimale Diversifikation schwierig.*

