

## Realwirtschaftliche Sektoren zunehmend kapitalmarktorientiert

### Finanzposition der Unternehmen verbessert

#### Rückläufige Ausrüstungsinvestitionen

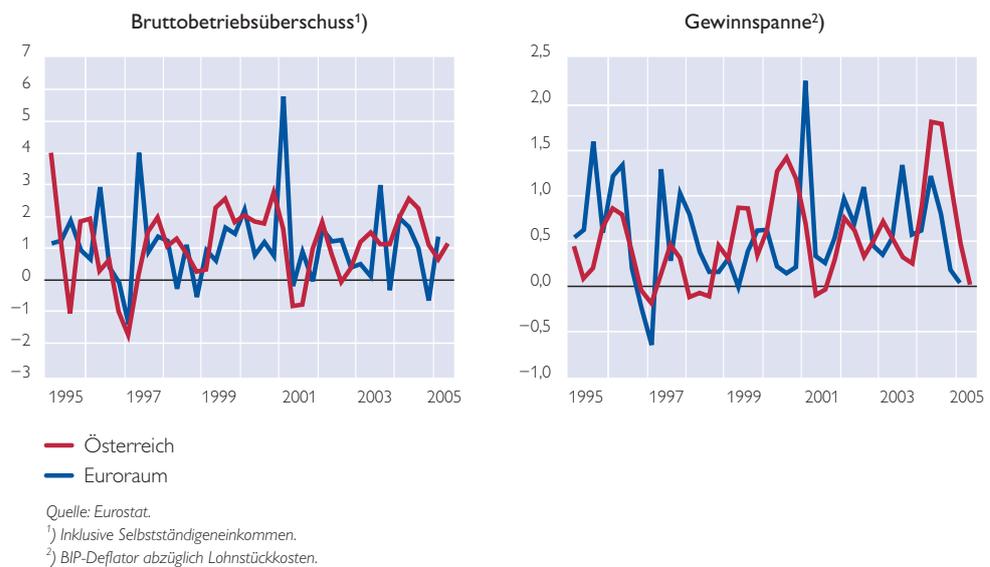
Die österreichische Konjunktur verlor zur Jahreswende 2004/05 an Schwung, da sich sowohl die Exporte als auch die Inlandsnachfrage abschwächten. Die Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors war trotz guter Gewinnlage real rückläufig, was zumindest teilweise auf das Auslaufen der Investitionszuwachsprämie per Jahresende

2004, die vor allem in der Sachgütererzeugung zu Vorzieheffekten geführt haben dürfte, zurückzuführen war. Darüber hinaus dürfte auch die Unsicherheit über die Konjunktur- und Absatzperspektiven zur Investitionszurückhaltung beigetragen haben, und auch die eher geringe Kapazitätsauslastung in der österreichischen Industrie bot keinen Anreiz zu vermehrten Investitionen in die Sachkapitalausstattung.

Grafik 4

### Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



Demgegenüber erhöhten die Unternehmen ihre Finanzanlagen zuletzt merklich. Im ersten Halbjahr 2005 erreichte die Geldvermögensbildung mit knapp 9 Mrd EUR mehr als das Doppelte des Vergleichswertes des Vorjahres. Darin enthalten war auch eine Reihe von strategischen Unternehmensbeteiligungen im In- und Ausland.

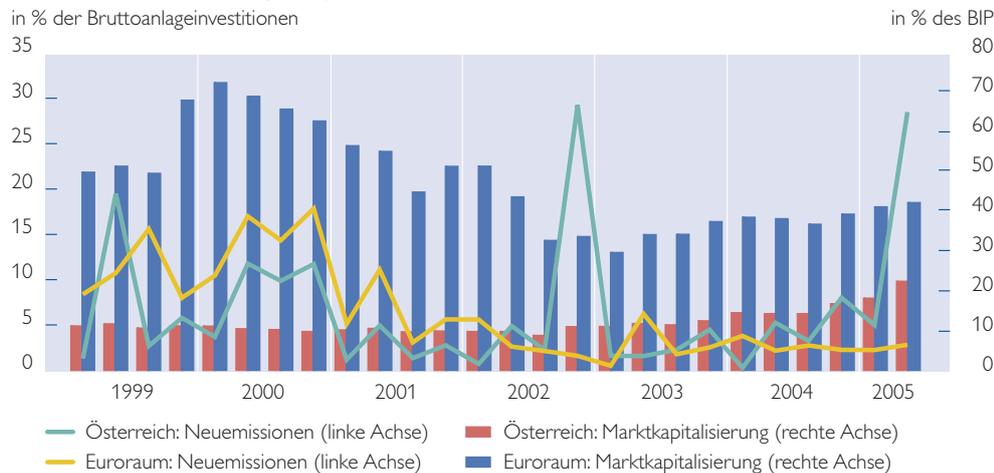
### Weiterhin hohes Innenfinanzierungspotenzial

Die österreichischen Unternehmen konnten sich im bisherigen Verlauf

des Jahres 2005 stark aus den eigenen Erträgen finanzieren. Nach den hohen Zuwächsen im Vorjahr gestaltete sich die Gewinnsituation weiterhin günstig, auch wenn steigende Rohstoffpreise die Produktion verteuerten und dadurch die Dynamik der Erträge minderten. Die Arbeitskosten waren wie schon im Vorjahr real rückläufig, darüber hinaus hielt das tiefe Nominalzinsniveau die Finanzierungskosten niedrig und brachte so eine Entlastung für die Unternehmen mit sich.

Als Indikatoren für die weiterhin gute Gewinnsituation der Unterneh-

Grafik 5

**Neuemissionen<sup>1)</sup> und Marktkapitalisierung von börsennotierten Aktien****nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

men können die Entwicklung der Gewinnspanne<sup>4</sup> und des Bruttobetriebsüberschusses<sup>5</sup> herangezogen werden, die im bisherigen Jahresverlauf 2005 weitere – wenn auch deutlich abgeschwächte – Gewinnsteigerungen zeigten.

### **Außenfinanzierung stark durch Eigenkapital getragen**

Die Außenfinanzierung des österreichischen Unternehmenssektors wuchs in den zwölf Monaten bis Mitte 2005 um mehr als 50% auf knapp 9 Mrd EUR. Das Wachstum der Bankkredite blieb verhalten, während die Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt überaus dynamisch expandierte.

Knapp die Hälfte des Zuwachses stammte aus Eigenkapitalinstrumenten und wiederum rund die Hälfte

hiervon aus Aktienemissionen an der Wiener Börse. Zwar gab es im Jahr 2005 nur wenige Neuemissionen von österreichischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, dafür aber eine Reihe von Kapitalerhöhungen. In den ersten sechs Monaten 2005 wurden auf diese Weise (laut Emissionsstatistik) rund 4 Mrd EUR aufgebracht. Damit leistete die Aktienemission über die Wiener Börse einen erheblichen Beitrag zur Finanzierung des Unternehmenssektors. Dank der regen Emissionstätigkeit und der weiterhin kräftigen Kurssteigerungen erhöhte sich die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Halbjahr 2005 von 39 Mrd EUR auf 59 Mrd EUR und betrug zuletzt rund 24% des BIP.<sup>6</sup> Das war bereits

<sup>4</sup> Die Gewinnspanne ist das Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten.

<sup>5</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 der Produktionsabgaben (ohne Subventionen) ermitteln und bildet damit die VGR-Entsprechung zum Bruttobetriebsergebnis. Er stellt eine Näherungsvariable zur Messung der absoluten Gewinne dar.

<sup>6</sup> Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Mitte 2005 knapp 38% des BIP.

mehr als die Hälfte des entsprechenden Euroraum-Durchschnitts (siehe Grafik 5).

Einen wesentlichen Beitrag zum Mittelzufluss in Form von Anteilsrechten leistete die lebhaft entwickelte Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen in österreichische Unternehmen. Insgesamt (inklusive Portfolioinvestitionen) stammten in diesem Zeitraum mehr als zwei Drittel der Neudotation des Eigenkapitals aus grenzüberschreitenden Transaktionen.

Innerhalb der Fremdkapitalkomponenten spielte die Anleihefinanzierung im ersten Halbjahr 2005 wieder eine größere Rolle. Gemäß Emissionsstatistik stieg der Umlauf der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Anleihen im Vergleich zum Vorjahr um 20,8%. Angesichts des sehr tie-

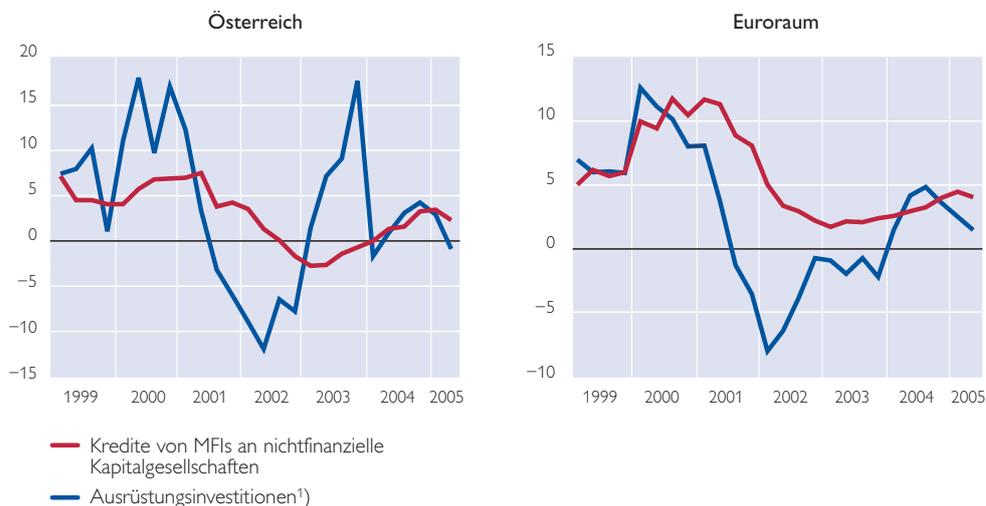
fen (nominellen) Renditeniveaus und der Verflachung der Zinsstrukturkurve dürfte eine Reihe von Unternehmen bestrebt gewesen sein, sich die niedrigen Zinsen langfristig zu sichern. Darüber hinaus dienten einige Emissionen auch der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen.

Nachdem die Bankkredite an den Unternehmenssektor im Jahr 2003 und im ersten Quartal 2004 rückläufig gewesen waren, wuchsen sie im zweiten Quartal 2005 im Vergleich zum Vorjahr um 2,1%.<sup>7</sup> Damit blieb die Kreditexpansion weiterhin unter jener des gesamten Euroraums, übertraf aber angesichts der Investitionsschwäche im ersten Halbjahr 2005 erstmals seit zwei Jahren die Zuwachsraten der Ausrüstungsinvestitionen.

Grafik 6

**Unternehmenskredite und Investitionen**

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB, Eurostat, WIFO.

<sup>1)</sup> Gesamtwirtschaft. In der Quartals-VGR sind keine Daten für die einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren enthalten.

<sup>7</sup> 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 Monatsausweis-Daten.

Die Laufzeitstruktur der Kredite verschob sich im ersten Halbjahr 2005 weiterhin in Richtung längere Bindungsfristen. Dadurch verminderte sich tendenziell das Liquiditätsrisiko, und da gleichzeitig die kurzfristigen Aktiva gestiegen sind, hat sich die Liquiditätsposition der Unternehmen insgesamt deutlich erhöht. Der Anteil der variabel und kurzfristig fix verzinsten Kredite am Neugeschäft blieb mit deutlich über 90% auch im Euroraumvergleich sehr hoch. Der Fremd wäh-

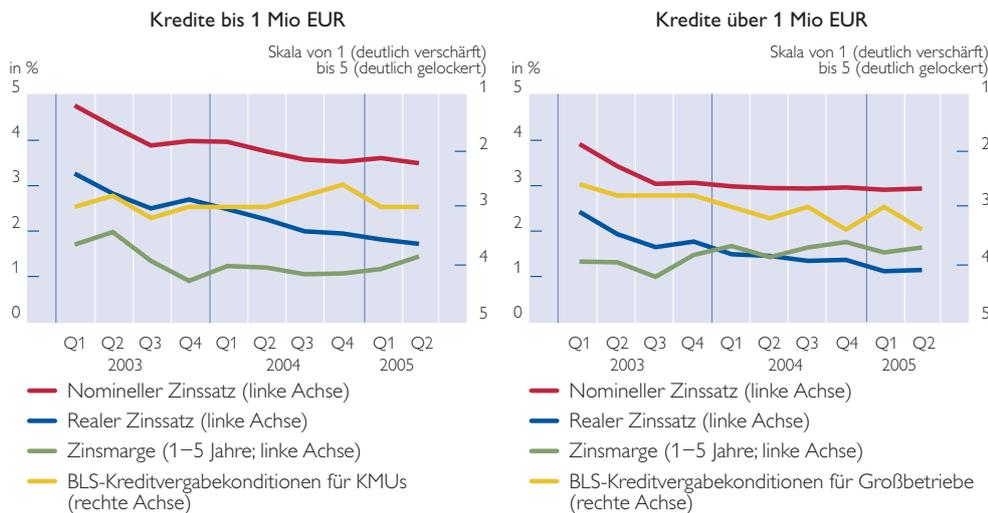
rungsanteil an den Ausleihungen an Unternehmen war im ersten Halbjahr 2005 rückläufig.

**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 Fremdkapital und von Eigenkapital gleichermaßen.

Grafik 7

**Konditionen für Unternehmenskredite**



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

Anmerkung: Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich Prognose des Verbraucherpreisindex für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr gemäß Consensus Economics; Zinsmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von 1 bis 5 Jahren abzüglich 3-Jahres-Swapsatz; BLS-Kreditvergabekonditionen: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen in den letzten drei Monaten.

Der Zinssatz für Unternehmenskredite sank im ersten Halbjahr 2005 weiter leicht und war sowohl in historischer Betrachtung als auch im Vergleich mit dem Euroraum sehr niedrig. In realer Betrachtung waren die Kreditzinsen infolge der Erwartung steigender Inflationsraten im ersten Halbjahr 2005 deutlich rückläufig. Stellt man den Kundenzinssätzen der Banken einen Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen gegenüber, erhält man einen Hinweis auf den in den Bankzin-

sen enthaltenen Risikoaufschlag. Demnach haben sich die Zinsmargen (Zinssatz für Unternehmenskredite abzüglich Swapsatz) im Jahr 2005 kaum verändert.

Dieser Befund deckt sich mit den Ergebnissen des Bank Lending Survey (BLS). Demgemäß wurden die Kreditvergabekonditionen im Firmenkundengeschäft im zweiten und dritten Quartal 2005 gelockert. Vor allem die Margen für Ausleihungen an Adressen durchschnittlicher Bonität haben

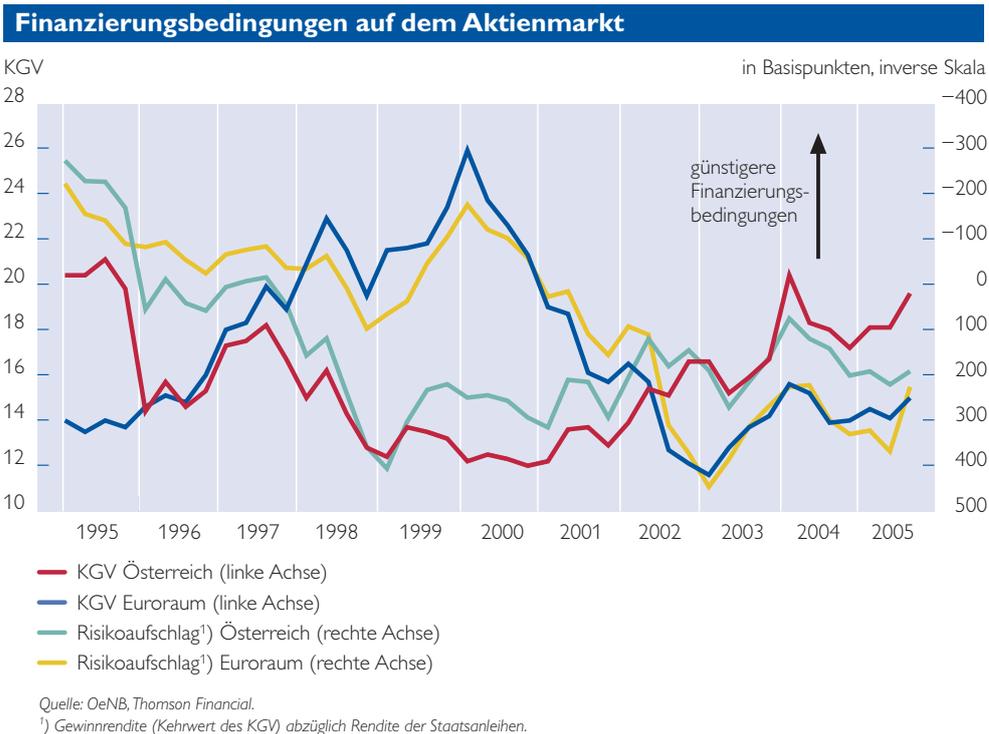
die Banken spürbar vermindert, einige andere Bedingungen für die Vergabe von Unternehmenskrediten – namentlich die Kreditnebenkosten – wurden hingegen etwas restriktiver gehandhabt.

Auch die Finanzierungsbedingungen an der Börse gestalteten sich nach wie vor günstig. In den ersten drei Quartalen übertraf die Performance des ATX mit einem Anstieg um 41% weiterhin die Entwicklung der großen internationalen Aktienmärkte. Daher stieg trotz der guten Gewinnentwicklung der an der Wiener Börse notierten Unternehmen das Kurs-Gewinn-Verhältnis leicht an. Das impliziert,

dass sich die Aktienfinanzierung an der Wiener Börse etwas verbilligt hat; das Kurs-Gewinn-Verhältnis lag auch über dem Vergleichswert für den gesamten Euroraum.

Ein ähnliches Bild zeichnet die Differenz zwischen der Gewinnrendite<sup>8</sup> und der Rendite auf Staatsanleihen, deren Entwicklung im Zeitablauf als Indikator für die Risikoprämie des Aktienmarktes gesehen werden kann. Sie ist im Jahr 2005 nur leicht gestiegen, da sich die Konditionen der Aktienfinanzierung etwas ungünstiger relativ zum allgemeinen Zinsniveau entwickelt haben.

Grafik 8



<sup>8</sup> Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

**Verbesserte****Schuldentragungsfähigkeit**

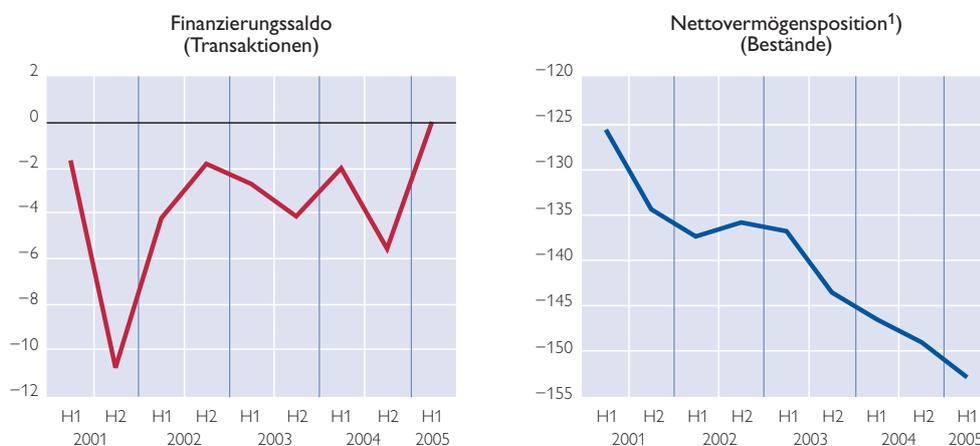
Als Folge der relativ geringen Fremdkapitalaufnahme nahm die Verschuldungsquote des Unternehmenssektors – relativ zum BIP bzw. den Unternehmenserträgen – kaum zu. Gleichzeitig

stieg – wie erwähnt – die Geldvermögensbildung deutlich an. Daher war der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors, der üblicherweise ein negatives Vorzeichen aufweist, im ersten Halbjahr 2005 erstmals ausgeglichen.<sup>9</sup>

Grafik 9

**Finanzierungssaldo und Nettovermögensposition des Unternehmenssektors**

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

<sup>1)</sup> Saldo aus Geldvermögen und Verpflichtungen.

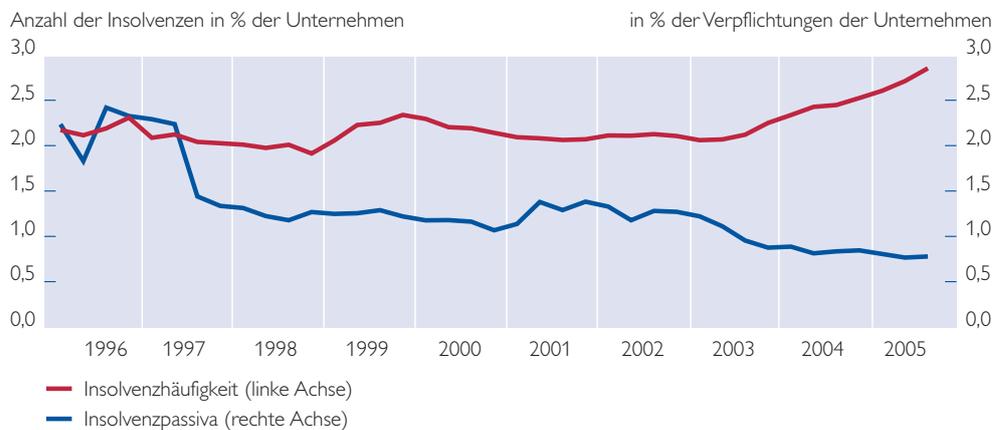
Die Insolvenzverbindlichkeiten sanken in den ersten drei Quartalen 2005 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 6%. In den zwölf Monaten bis September 2005 betrug die Insolvenzpassiva 0,76% der Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors und zeigten damit wenig Veränderung gegenüber den Vorperioden (siehe Grafik 10). Die Insolvenzhäufigkeit ist hingegen in den letzten beiden Jahren im Steigen begriffen. Die Anzahl der eröffneten Insolvenzverfahren nahm in den ersten drei Quartalen 2005 gegenüber der entsprechenden Vergleichsperiode des Vorjahres um 7,5% zu, und die man-

gels Masse abgewiesenen Konkursanträge verzeichneten im gleichen Zeitraum einen Anstieg von 28%. Insgesamt betrug die Insolvenzquote – bezogen auf die Gesamtzahl der Unternehmen – im dritten Quartal 2005 2,8% (annualisiert). Zum Teil kann der Anstieg der Konkursfälle mit der Zunahme der Unternehmensgründungen in den letzten Jahren in Zusammenhang gebracht werden: Mehr als die Hälfte der insolventen Unternehmen war laut Angaben des Kredit-schutzverbands von 1870 (KSV) zum Zeitpunkt des Konkurses weniger als zehn Jahre alt.

<sup>9</sup> Die Passivierung der Nettogeldvermögensposition ging im Wesentlichen auf die aktienkursbedingte Erhöhung der Eigenmittel zurück.

### Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen

Gleitende 4-Quartals-Durchschnitte; annualisiert



Quelle: KSV, OeNB.

#### Hohe Krisenfestigkeit der Unternehmen

Die Finanzierungsbedingungen auf den Finanzmärkten waren für die Unternehmen im ersten Halbjahr 2005 weiterhin günstig. Die anhaltend gute Gewinnsituation hat das Innenfinanzierungspotenzial gestärkt, darüber hinaus stand den Unternehmen ein breites Spektrum an (Außen-)Finanzierungsinstrumenten zur Verfügung. Damit kann die schwache Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors nicht auf finanzielle Beschränkungen zurückgeführt werden.

Gleichzeitig haben die hohen Gewinne und die Zuwächse beim Eigenkapital die Finanzposition und die Krisenfestigkeit der Unternehmen gestärkt. In dem Ausmaß aber, in dem gestiegene Gewinne und das tiefe (nominelle) Zinsniveau die Finanzposition verbessert haben, könnte eine entgegengesetzte Entwicklung die derzeit hohe Krisenresistenz wiederum vermindern.

So ist die weitere Entwicklung des Innenfinanzierungspotenzials der Unternehmen, das aufgrund der aktuell guten Gewinne bis zuletzt sehr hoch

war, angesichts der verhaltenen Perspektiven für die weitere Konjunktur-entwicklung mit Unsicherheit behaftet. Auch der Rohölpreis bildet in diesem Zusammenhang ein Risiko. Ein anhaltend hohes Preisniveau oder ein weiterer Anstieg würde nicht nur die Kostenseite der Unternehmen, sondern in weiterer Folge auch die Nachfrage beeinträchtigen. Auch die Kostentlastung dank des derzeit niedrigen Zinsniveaus könnte bei einem deutlichen Anstieg der Zinsen zumindest teilweise rückgängig gemacht werden, auch wenn viele Unternehmen in letzter Zeit ihre Abhängigkeit von Zinsänderungen durch die Mittelaufnahme in Form von Anleihen und Aktien reduziert haben. Bankkredite – auch jene mit längeren Laufzeiten – sind jedoch zu einem hohen Anteil mit variabler Verzinsung versehen.

Schließlich wird durch die verstärkte Inanspruchnahme von Kapitalmarktinstrumenten das unternehmerische Risiko breiter über die Finanzmärkte gestreut (und bei üblicherweise fix verzinsten Unternehmensanleihen auch das Zinsänderungsrisiko).

### **Zunahme der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte**

Im ersten Halbjahr 2005 dämpfte die hohe Inflationsrate die Kaufkraft der privaten Haushalte spürbar. Dies führte dazu, dass der private Konsum trotz der Impulse aus der zweiten Etappe der Steuerreform nicht an Schwung gewinnen konnte. Im ersten Quartal 2005 wuchsen die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte um 0,2% und im zweiten Quartal 2005 um 0,1% gegenüber dem Vorquartal (saisonbereinigt). Die kurzfristigen Aussichten für den privaten Konsum sind angesichts der hohen Erdölpreise und des geringen Konsumentenvertrauens eher als gedämpft zu beurteilen.

Die Geldvermögensbildung der Haushalte stieg im ersten Halbjahr 2005 um 11,5 Mrd EUR und damit wesentlich stärker als im Vergleichszeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 9,7 Mrd EUR).

Auch die Verschuldung des privaten Haushaltssektors erhöhte sich. Die Neuverschuldung belief sich im ersten Halbjahr 2005 auf 3,9 Mrd EUR und war damit leicht stärker als im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 3,8 Mrd EUR).

Die Nettovermögensposition der privaten Haushalte erreichte zur Jahresmitte 2005 221,8 Mrd EUR bzw. 154% des verfügbaren Einkommens.<sup>10</sup>

### **Anstieg der Verpflichtungen im ersten Halbjahr 2005**

Die Verpflichtungen der privaten Haushalte betragen im Jahr 2004 50,7% des BIP und stiegen damit

gegenüber 2003 um 2,3 Prozentpunkte an. Allerdings liegt Österreich damit deutlich unter dem Wert anderer Länder des Euroraums. Beispielsweise betrug die Verschuldung der Niederlande im Jahr 2004 mehr als 100% des BIP. In den ersten beiden Quartalen 2005 setzte sich das Wachstum der Verschuldung der privaten Haushalte fort. Laut Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung (GFR) betrug die Neuverschuldung im ersten Halbjahr 2005 3,9 Mrd EUR und lag damit leicht über dem Wert des vergleichbaren Zeitraums des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 3,8 Mrd EUR).

### **Neuverschuldung überwiegend zum Zweck der Wohnraumbeschaffung**

Laut GFR resultierte die Neuverschuldung der privaten Haushalte im ersten Halbjahr 2005 überwiegend aus der Finanzierung für Wohnraumbeschaffung (2,0 Mrd EUR). Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2004 sind Wohnraumkredite allerdings zurückgegangen (erstes Halbjahr 2004: 2,3 Mrd EUR). Demgegenüber war die Verschuldung für Konsumzwecke äußerst dynamisch. Im ersten Halbjahr des Jahres 2005 wurden Kredite für Konsumzwecke im Ausmaß von 1,3 Mrd EUR aufgenommen (davon 1,0 Mrd EUR allein im zweiten Quartal 2005), während im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres lediglich rund ½ Mrd EUR an Konsumkrediten in Anspruch genommen wurde.

Die Kreditvergabe von monetären Finanzinstituten (MFIs) an private Haushalte belief sich laut Monetärstatistik im zweiten Quartal 2005 auf 6,5%.<sup>11</sup> Im langfristigen Vergleich ist das Kreditwachstum damit aber noch

<sup>10</sup> Gemessen am nominell verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte für das Jahr 2004 (das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte wird nur auf Jahresbasis erhoben).

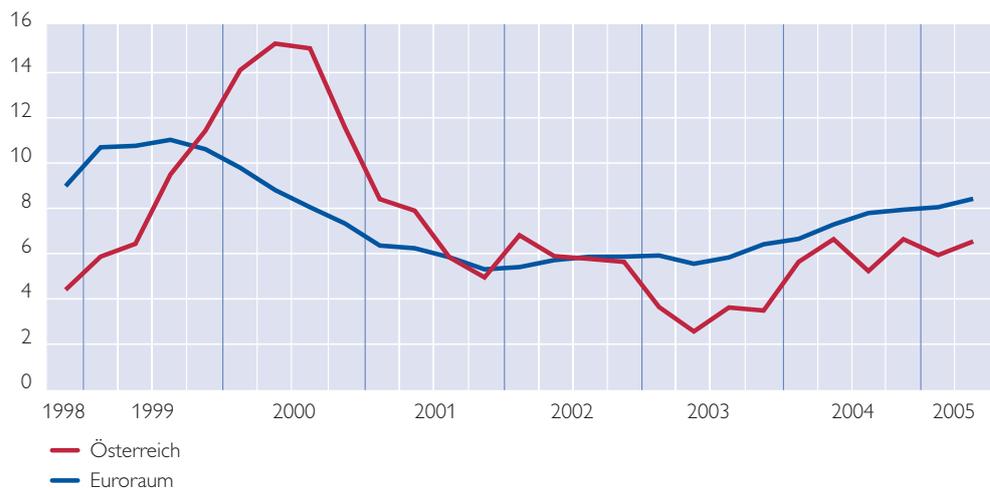
<sup>11</sup> Aufgrund der Umstellung der MONSTAT von Netto- auf Bruttomeldung der Wertberichtigungen mit Juni 2005 handelt es sich um vorläufige Werte.

immer als unterdurchschnittlich zu beurteilen (siehe Grafik 11). Auch im Vergleich zum Euroraum gestaltet sich das Kreditwachstum in Österreich moderat.

Grafik 11

### Kredite von MFIs an private Haushalte

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: EZB, OeNB.

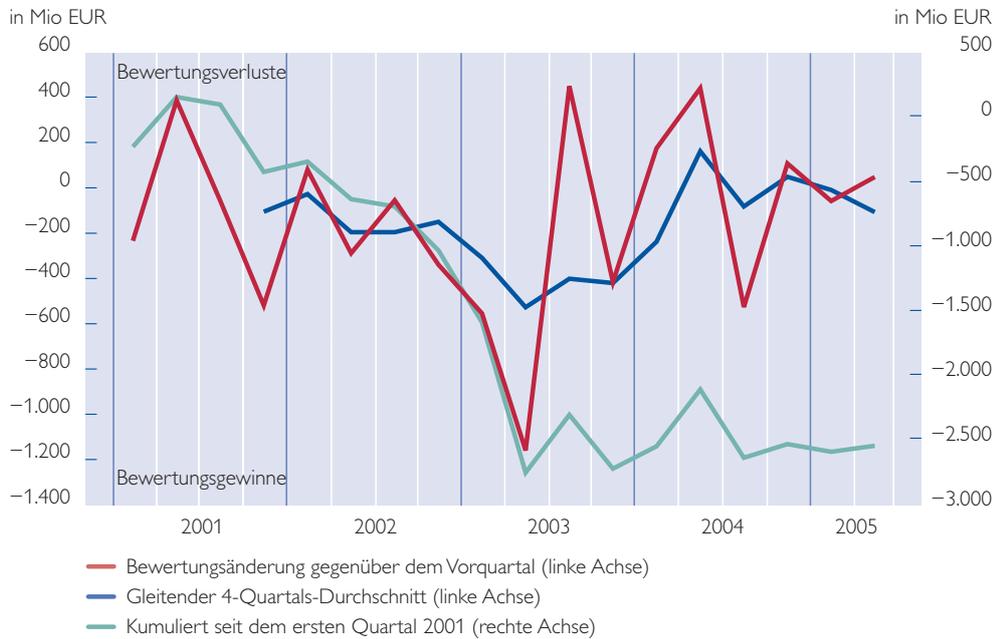
Anmerkung: Österreich: Kredite an Haushalte ohne Freie Berufe und ohne Private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Die Neuverschuldung in Fremdwährung betrug im ersten Halbjahr des Jahres 2005 2,0 Mrd EUR (laut GFR). Den größten Anteil daran hatten Ausleihungen in Schweizer Franken. Bei Fremdwährungskrediten kam es in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2005 nur zu geringfügigen Bewertungsänderungen aufgrund von Wechselkurseffekten. Kumuliert betrachtet, hat sich die Aufnahme von Fremdwährungskrediten seit Anfang 2001 aber in deutlichen Bewertungsgewinnen für die privaten Haushalte niedergeschlagen (siehe Grafik 12). Hierbei handelt es sich aber größtenteils um Buchgewinne.

Die hohe Inanspruchnahme von Fremdwährungskrediten durch die privaten Haushalte beinhaltet aber natürlich auch das Risiko einer ungünstigen Wechselkursentwicklung.

Im Hinblick auf die Fristigkeitsstruktur ist ein Anstieg kurzfristiger Verpflichtungen zu beobachten. Kurzfristige Kredite sind im ersten Halbjahr 2005 um 1,2 Mrd EUR angewachsen, was deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre liegt. Laut GFR ist dies mehr als in den vier Jahren zuvor.

Grafik 12

**Wechselkurseffekte bei Fremdwährungskrediten an private Haushalte****Günstige Finanzierungsbedingungen für private Haushalte**

Im Jahr 2004 sind die Realzinsen für Wohnraumkredite und Konsumkredite deutlich gefallen (siehe Grafik 13). Der Rückgang der (Ex-ante-)Realzinsen für Wohnraumkredite und Konsumkredite hat sich auch Anfang 2005 fortgesetzt.<sup>12</sup> Die Ergebnisse der Umfrage über das Kreditgeschäft bei Konsumkrediten und Wohnbaukrediten weisen für das zweite und dritte

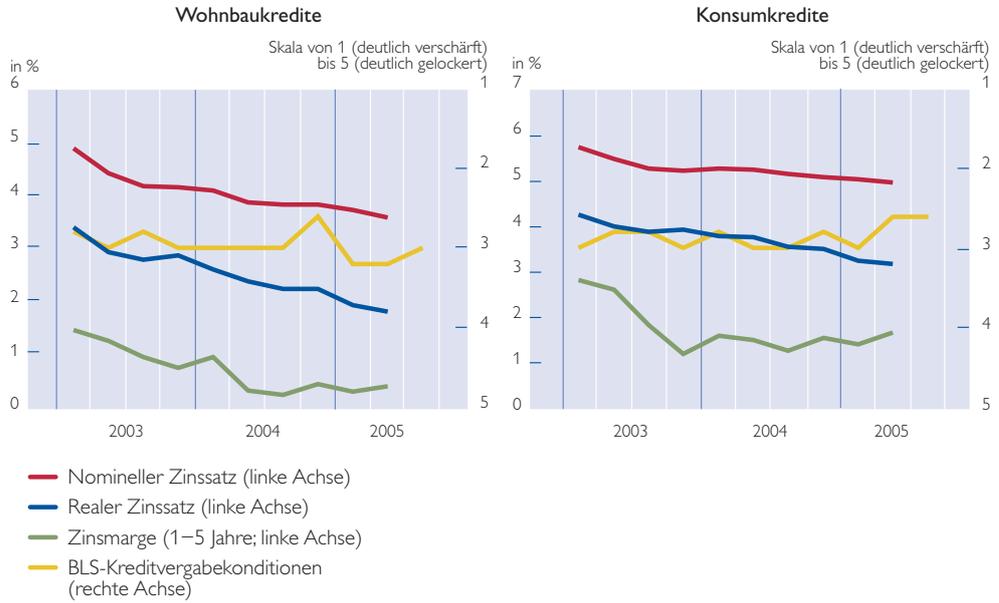
Quartal 2005 eine leichte Verschärfung der Kreditbedingungen auf. Die Zinsmargen<sup>13</sup> der Banken bei den mittelfristigen Wohnbau- und Konsumkrediten verliefen in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres weitgehend flach und deuten auf keine erhöhte Risikoeinschätzung vonseiten der Banken hin. Insgesamt gesehen und vor allem im längerfristigen Vergleich können die Finanzierungsbedingungen als günstig beurteilt werden.

<sup>12</sup> Der Ex-ante-Realzinssatz (nomineller Zinssatz abzüglich VPI-Prognose) wurde auf der Basis der Consensus Forecasts-VPI-Prognosen für Österreich ermittelt. Consensus Forecasts-Prognosen sind arithmetische Mittel der Projektionen mehrerer Prognoseinstitute.

<sup>13</sup> 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.

Grafik 13

**Konditionen für Kredite an private Haushalte**



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

Anmerkung: Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich der Prognose des Verbraucherpreisindex für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr gemäß Consensus Forecasts; 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 private Haushalte in den letzten drei Monaten.

Grafik 14

**Entwicklung der Schuldenregulierungsverfahren**



Quelle: KSV.

**Privatkonkurse sind weiter gestiegen**

In den ersten drei Quartalen 2005 wurden rund 4.800 Privatkonkurse eröffnet. Mit der steigenden Überschuldung erreichten die Insolvenzverbindlichkeiten 564 Mio EUR (siehe Grafik 14).

Gründe für die Überschuldung sind im kreditfinanzierten Konsum zu suchen, was auch durch die dynamische Entwicklung bei Konsumkrediten im ersten Halbjahr 2005 bestätigt wird. Gegenüber den ersten drei Quartalen 2004 wurde auch ein Anstieg der mangels Masse abgelehnten Privatkonkurse verzeichnet.

**Verhaltene Entwicklung der Immobilienpreise**

Der Immobilienpreisindex entwickelte sich in den vergangenen Jahren sehr moderat. Von Anfang 2000 bis Mitte 2005 betrug das Wachstum der Preise für neue Eigentumswohnungen 8,3%.<sup>14</sup> Im Vergleich zu anderen Ländern des Euroraums ist diese Entwicklung unterdurchschnittlich.<sup>15</sup>

Ein weiterer Indikator für die „angemessene“ Entwicklung der Immobilienpreise ist deren Verhältnis zu den Mieten. Steigen die Immobilienpreise längerfristig deutlich über die Mietpreise hinaus, so kann darauf geschlossen werden, dass sich die Immobilien von ihrem „fundamentalen Wert“ entfernen. Das Immobilienpreis-Mietverhältnis weist mittelfristig keinen Trend auf. Mitte 2005 war das Immobilienpreis-Mietverhältnis gegenüber dem Jahr 2000 annähernd unverändert,<sup>16</sup> sodass von keiner Überbewertung der Immobilienpreise ausgegangen werden kann.

**Geldvermögensbildung: Überdurchschnittliches Wachstum von Versicherungsprodukten**

Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte stieg im ersten Halbjahr 2005 um 11,5 Mrd EUR. Besonders stark entwickelte sich die Nachfrage der privaten Haushalte nach Versicherungsprodukten. Im ersten Halbjahr 2005 erhöhten der private Haushaltssektor laut GFR seine Ansprüche gegenüber Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen um insgesamt 4,1 Mrd EUR (erstes Halbjahr 2004: 2,7 Mrd EUR), wobei die Ansprüche aus Lebensversicherungen um 3,0 Mrd EUR (erstes Halbjahr 2004: 1,9 Mrd EUR) anstiegen (siehe Grafik 15).

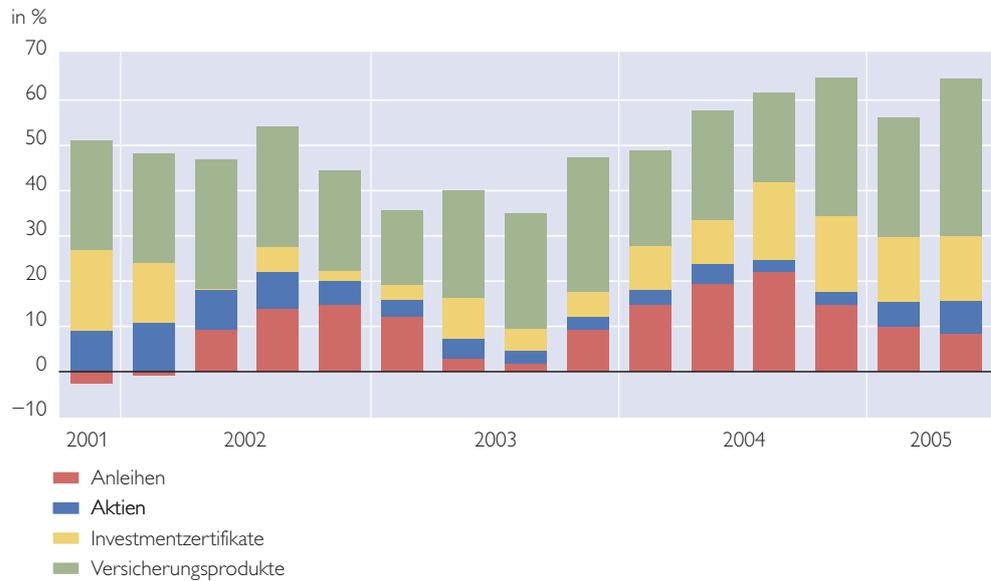
An börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten erwarben die privaten Haushalte im ersten Halbjahr 2005 3,2 Mrd EUR (rund die Hälfte dieses Transaktionswertes entfiel auf Aktien) und damit deutlich mehr als im Vergleichszeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 2,3 Mrd EUR). Die Veranlagung der privaten Haushalte in langfristige Wertpapiere hat gegenüber dem vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres etwas an Dynamik verloren. Im ersten Halbjahr 2005 investierten die privaten Haushalte 884 Mio EUR in langfristige Wertpapiere, während sie im vergleichbaren Zeitraum des Jahres 2004 noch 2,0 Mrd EUR an langfristigen Wertpapieren erworben hatten.

Die Einlagen- und Bargeldposition der Haushalte bei Banken ist im ersten Halbjahr 2005 um 3,4 Mrd EUR und damit ebenfalls stärker als im ersten

<sup>14</sup> Seit Herbst 2005 wird erstmals ein Quartalsindex der Preisentwicklung auf dem österreichischen Immobilienmarkt publiziert. Diese Daten sind derzeit nur bis zum Jahr 2000 rückgerechnet. Ein längerfristiger Vergleich ist daher nicht möglich.

<sup>15</sup> Siehe dazu z.B. Europäische Zentralbank. 2005. *Financing Conditions in the Euro Area*. ECB Occasional Paper Series 37. Oktober.

<sup>16</sup> Ein längerfristiger Vergleich ist derzeit aufgrund nicht vergleichbarer Daten vor dem Jahr 2000 nicht möglich.

**Anteil der Kapitalmarktinstrumente an der Geldvermögensbildung****der privaten Haushalte****Transaktionen; gleitende 4-Quartals-Durchschnitte**

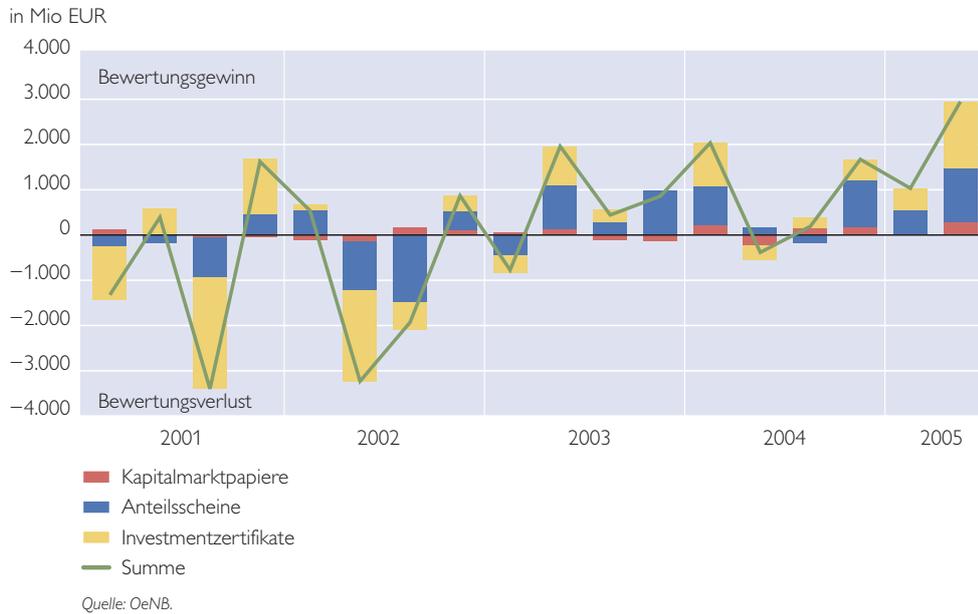
Halbjahr 2004 gestiegen. Allerdings war das Wachstum weit weniger dynamisch als bei Kapitalmarktinstrumenten.

#### **Bewertungsgewinne für private Haushalte wachsen**

Die Bewertungsgewinne der privaten Haushalte stiegen im ersten Halbjahr 2005 auf 4 Mrd EUR (siehe Grafik 16) und übertrafen damit bereits die Gewinne aus dem gesamten Jahr 2004 (3,5 Mrd EUR). Insbesondere im zweiten Quartal 2005 waren die Kursgewinne mit 3 Mrd EUR besonders hoch. Seither hat sich die

Performance der Aktien- und Wertpapiermärkte weiter verbessert, sodass erwartet werden kann, dass sich auch im dritten Quartal dieses Jahres der beobachtete Trend weiter fortsetzt. Ein Großteil der Kursgewinne wurde bei Anteilsscheinen und Investmentzertifikaten erzielt. Im ersten Halbjahr 2005 betragen die Kursgewinne bei Investmentzertifikaten 2 Mrd EUR, während jene bei Aktien 1,8 Mrd EUR erreichten. In den vergangenen beiden Jahre haben die Kursgewinne der privaten Haushalte die negative Entwicklung der Jahre 2001 und 2002 kompensiert.

Grafik 16

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

Während des ersten Halbjahres 2005 haben Bewertungsgewinne und verstärkte Investitionen in Kapitalmarktinstrumente dazu geführt, dass sich der Anteil von Kapitalmarktpapie-

ren (Aktien, Anleihen, Investmentzertifikate) und Versicherungsprodukten am gesamten Geldvermögensbestand erhöhte, während sich jener von Bargeld und Einlagen verringerte.

**Pensionsvorsorge als Sparmotiv – Ergebnisse einer OeNB-Umfrage bei Wiener Haushalten**

Durch die Reformen im Pensionssystem kommt dem privaten Vermögensaufbau eine immer wichtigere Rolle zu, um den gewohnten Lebensstandard im Alter halten zu können. Maßnahmen zur privaten Zukunftsvorsorge erhöhen allerdings nicht nur die von den Haushalten veranlagten Mittel, sondern können auch einen Einfluss auf die Portfoliostruktur der Haushalte haben. So ist etwa bei der prämienbegünstigten Zukunftsvorsorge vorgeschrieben, mindestens 40% der Zukunftsvorsorgebeiträge in Aktien (aus EWR-Ländern mit einer maximalen Börsenkapitalisierung von 30% des BIP) zu veranlagen, wodurch sich das Risikoprofil der Portfolios der Haushalte signifikant verändern könnte. Reformen im Pensionssystem können daher auch Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität haben.

Um die regelmäßig an die OeNB gemeldeten Daten mit Informationen auf Haushaltsebene zu ergänzen, wurden im Auftrag der OeNB im Jahr 2004 1.026 Haushalte in Wien und 1.530 Haushalte in den Bundesländern zu ihrem Einkommen und Geldvermögen sowie zu demographischen Charakteristika, zur Einstellung zu Finanzfragen und zu Maßnahmen für die private Pensionsvorsorge befragt.<sup>1</sup> Das Verständnis der diesbezüglichen Haushaltsentscheidungen ist sowohl für die Geldpolitik als auch insbesondere für die Erklärung der Entwicklung des privaten Konsums zu einem immer wichtigeren Faktor geworden.

<sup>1</sup> Eine ausführliche Darstellung der Ergebnisse der OeNB-Geldvermögensumfrage wird voraussichtlich Ende 2005 erscheinen.

Erste Ergebnisse für Wien liegen bereits vor und zeigen, dass ungefähr die Hälfte der befragten Personen Maßnahmen zur privaten Pensionsvorsorge<sup>2</sup> getroffen hat. Der Abschluss einer Lebensversicherung und das Sparbuch (inklusive Bausparen) sind die am meisten verbreiteten Formen der Vorsorge; rund 10% der Bevölkerung hat sich für Pensionsvorsorgeprodukte mit staatlicher Förderung (z.B. prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge) entschieden (siehe Grafik „Verbreitungsgrad von Eigenvorsorgeprodukten in der Wiener Bevölkerung“). Die Entscheidung für eine private Pensionsvorsorge und die Wahl eines bestimmten Anlageprodukts sind freilich nicht unabhängig von den sozioökonomischen Charakteristika. Personen aus Haushalten in den oberen Einkommens- bzw. Vermögensdezilen ergreifen eher Maßnahmen zur Pensionsvorsorge. Auch sind Aktien, Anleihen und Investmentzertifikate in den Vorsorgeportfolios dieser Personen stärker vertreten; riskantere Anlageprodukte werden also primär von Haushalten gehalten, die in der Lage sein sollten, eventuelle Kursrückgänge zu verkraften. Eine umfassende ökonomische Analyse der Portfolioentscheidung der Haushalte und ihrer im Rahmen der Pensionsvorsorge getätigten Maßnahmen ist unter Berücksichtigung der sozioökonomischen Charakteristika der Haushalte im Rahmen der Auswertung der Umfrageergebnisse geplant.

#### Verbreitungsgrad von Eigenvorsorgeprodukten in der Wiener Bevölkerung



Quelle: OeNB (eigene Berechnungen auf Basis einer Fessel-GFK-Erhebung).

<sup>2</sup> In der Umfrage wurde gefragt, in welcher Art vorgesorgt wurde. Unter private Pensionsvorsorge fallen daher alle Maßnahmen, die nach Angabe des Befragten zur Aufbesserung der (zukünftigen) staatlichen Pension unternommen wurden.

#### Veranlagung in Kapitalmarktpapiere entwickelt sich dynamisch

Im ersten Halbjahr 2005 expandierte die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte um 11,4 Mrd EUR und damit deutlich stärker als im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres (erstes Halbjahr 2004: 9,7 Mrd EUR). Auch die Verschuldung des Haushaltssektors stieg an, war mit 3,9 Mrd EUR allerdings nur geringfügig höher als im ersten Halbjahr 2004 (3,8 Mrd EUR).

Der starke Anstieg der Geldvermögensbildung war größtenteils auf Investitionen in Kapitalmarktpapiere und Versicherungsprodukte zurückzuführen. Die Bewertungsgewinne im Geldvermögen der privaten Haushalte beliefen sich im ersten Halbjahr 2005 auf 4 Mrd EUR. Ein Großteil davon wurde mit Anteilsscheinen und Investmentzertifikaten erzielt. Sowohl die verstärkten Investitionen in Kapitalmarktpapiere und Versicherungspro-

dukte als auch die hohen Bewertungsgewinne haben im ersten Halbjahr 2005 zu einer Verschiebung der Struktur des Geldvermögens geführt. Während der Anteil von Bargeld- und Einlagenbeständen am Geldvermögen zurückging (von 53,5% Ende 2004 auf 52,0% im zweiten Quartal 2005), erhöhte sich der Anteil der Kapitalmarktinstrumente und Versicherungsprodukte (von 43,0% Ende 2004 auf 44,6% im zweiten Quartal 2005). Wesentlich zur Strukturverschiebung beigetragen hat die verstärkte Pensionsvorsorge der privaten Haushalte. Die verstärkte Veranlagung in Kapitalmarktpapiere und Versicherungsprodukte hat zwar dazu beigetragen, dass der Haushaltssektor in den ersten beiden Quartalen 2005 deutliche Bewertungsgewinne erzielte, jedoch beinhaltet dies auch ein erhöhtes Risikopotenzial.

Auf der Finanzierungsseite der privaten Haushalte ist im ersten Halbjahr 2005 ein unvermindert dynamisches Wachstum von Fremdwährungskrediten (insbesondere Krediten in Schweizer Franken) zu beobachten. Mit 2,0 Mrd EUR belaufen sich die Fremdwährungskredite auf mehr als 50% der Neuverschuldung. Die starke Inanspruchnahme von Fremdwährungskrediten beinhaltet ein nicht unerhebliches Risikopotenzial. Weiters hat sich die Fristigkeitsstruktur der Verpflichtungen im ersten Halbjahr 2005 deutlich verändert. In diesem Zeitraum ist die Inanspruchnahme von kurzfristigen Krediten besonders dynamisch gewachsen. Letzteres und die größtenteils variabel verzinsten Kredite stellen ebenfalls ein potenzielles Risiko dar.

Insgesamt gesehen deutet die Entwicklung der Indikatoren im ersten Halbjahr 2005 auf eine riskantere Finanzposition der privaten Haushalte hin.