

# Realwirtschaftliche Sektoren von der Finanzkrise erfasst

## Beeinträchtigte Finanzierungsbedingungen des Unternehmenssektors

### Deutlicher Konjunkturunbruch in Österreich

Im ersten Halbjahr 2009 verstärkten sich die Auswirkungen der internationalen Wirtschaftskrise auf die österreichische Wirtschaft. Das reale BIP sank im ersten Quartal 2009 und dürfte auch im zweiten Quartal rückläufig sein. Im weiteren Jahresverlauf sollten sich Steuerreform und Konjunkturpakete mildernd auf den konjunkturellen Einbruch auswirken.

Die trüben Wirtschaftsaussichten beeinträchtigten auch die Sachkapitalbildung. Die Auftragseingänge der österreichischen Industrie waren ab Herbst 2008 stark rückläufig, die Auslastung der vorhandenen Produktionskapazitäten verringerte sich und bei den Investitionen waren starke Rückgänge zu verzeichnen.

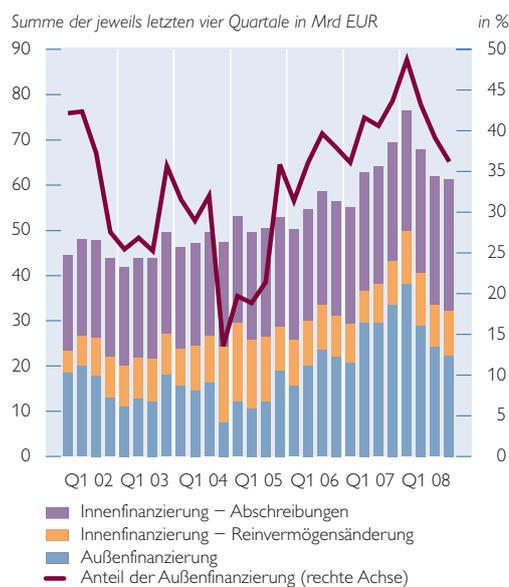
Schließlich schwächte sich auch die Dynamik der Unternehmensgewinne merklich ab. Im vierten Quartal 2008 lag der Bruttobetriebsüberschuss (inklusive Selbstständigeneinkommen) noch um 4,6% über dem Vergleichswert des Vorjahres.

### Sinkender Anteil der Außenfinanzierung

Die Außenfinanzierung verminderte sich im Jahr 2008 gegenüber dem Vorjahr um rund ein Drittel auf 22,4 Mrd EUR, während die Innenfinanzierung des Unternehmenssektors um 8% auf 39 Mrd EUR zunahm. Der Anteil der Außenfinanzierung an der Unternehmensfinanzierung sank im Jahr 2008 auf 36%. Er war in den drei Jahren zuvor deutlich (von unter 20% im ersten Quartal 2005 auf knapp 50% im ersten Quartal 2008) gestiegen.

Grafik 17

## Innen- und Außenfinanzierung des Unternehmenssektors



### Aktienfinanzierung durch Finanzkrise zum Erliegen gekommen

Der Rückgang der Außenfinanzierung ging primär auf eine verringerte Eigenkapitalaufbringung zurück. Die Finanzierung über die Börse kam infolge der Krise zum Erliegen. Seit Mitte 2008 gibt es keine nennenswerten Börsenplatzierungen mehr. Die Neuemissionen beliefen sich im ersten Quartal 2009 auf 0,4% des aushaftenden Volumens.

Ursache war – neben der gestiegenen Risikoaversion der Investoren – der starke Rückgang der Aktienkurse, durch den sich die Konditionen für die Kapitalaufnahme an der Börse markant verschlechterten. Die Gewinnrendite (Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) stieg vom Beginn der Finanzmarkturbulenzen Mitte 2007 von 6,5% bis November 2008 bis auf 17%. Danach war eine Entspannung zu regis-

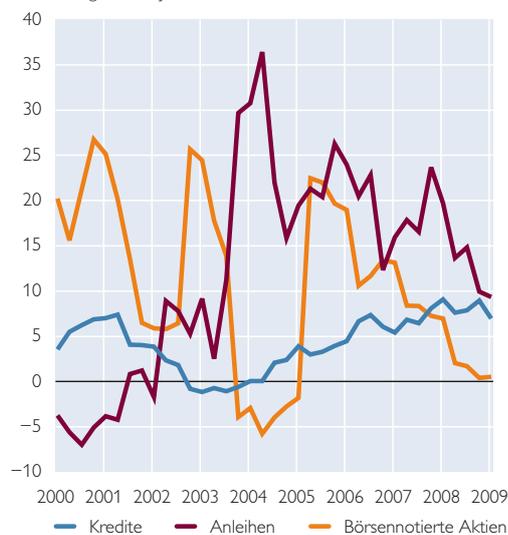
trieren; Ende April 2009 lag sie bei 11,1 %.

Einschließlich der außerbörslichen Anteilswerte nahmen die Unternehmen im zweiten Halbjahr 2008 rund 29% der Außenfinanzierung in Form von Eigenkapital auf, das war deutlich weniger als in den Jahren zuvor (Durchschnitt 2003–2007: 48 %). Der Anteil der Anteilsrechte an den gesamten Passiva des Unternehmenssektors verringerte sich im Jahr 2008 von 52 % auf 44 %, was neben der geringeren Eigenkapitalaufnahme auf den gesunkenen Marktwert der begebenen börsennotierten Aktien zurückzuführen war.

Grafik 18

### Wichtige Elemente der Außenfinanzierung der Unternehmen

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB.

### Anleihefinanzierung weiter gestiegen

Die Fremdkapitalaufnahme der Unternehmen schwächte sich bisher weniger ab als die Eigenkapitalfinanzierung. Die Anleihefinanzierung expandierte weiterhin, wenn auch in abgeschwächter Form. Die Jahreswachstumsrate der Unternehmensanleihen gemäß Emissionsstatistik betrug im März 2009 9,3 % und lag bis zuletzt über jener des ge-

samten Euroraums. Der Großteil des Emissionsvolumens wurde von Betrieben aus dem staatsnahen Bereich begeben.

Die Konditionen für die Begebung von Anleihen haben sich infolge der Krise markant verschlechtert. Die Renditen für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt stiegen im Zuge der erhöhten Unsicherheit und der höheren Risikoaversion im Herbst 2008 deutlich an und stabilisierten sich dann auf hohem Niveau. Vor allem risikoreichere Anleihen verzeichneten erhebliche Zinsanstiege. Die Rendite von Anleihen mit BBB-Rating lag im April 2009 bei rund 8,5 %.

### Bankkredite wuchsen bis zuletzt

Innerhalb der Außenfinanzierung der Unternehmen gewannen die Bankkredite im Jahr 2008 deutlich an Gewicht und trugen im vierten Quartal 2008 73 % zur Außenfinanzierung bei. Im März 2009 lag ihre Jahreswachstumsrate bei 7 %. Erstmals seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 lag damit die Steigerungsrate der Unternehmenskredite über jener des gesamten Euroraums, wo sich die Kreditexpansion deutlich stärker verminderte. In den ersten drei Monaten des Jahres 2009 schwächte sich das Wachstum der Kredite allerdings auf 0,6 Mrd EUR ab (gegenüber 2,3 Mrd EUR im vierten Quartal 2008).

Zum Teil kompensierte die Ausweitung der Bankkredite die nahezu zum Erliegen gekommene Kapitalmarktfinanzierung. Denkbar ist auch, dass Unternehmen zur Deckung ihres erhöhten Liquiditätsbedarfs verstärkt auf Kredite zurückgriffen. Darauf würde auch der Umstand hindeuten, dass seit Herbst 2008 die Wachstumsrate der Einlagen der Unternehmen bei den Banken markant gesunken ist.

Möglicherweise reflektiert die aktuelle Kreditausweitung teilweise noch Kreditentscheidungen der Vergangenheit, indem Unternehmen bereits vor einiger Zeit eingeräumte Kreditlinien nun verstärkt in Anspruch nehmen. Daten hierzu liegen nur für Großkredite (über 350.000 EUR) vor. Aus diesen geht hervor, dass die Inanspruchnahme der Rahmen durch die Unternehmen im Verlauf des Jahres 2008 stärker als die von den Banken eingeräumten Kreditlinien wuchs. Dadurch stieg das Verhältnis von Ausnutzung und eingeräumten Rahmen im Verlauf des Jahres 2008 kontinuierlich von rund 79% auf knapp 84%. Im ersten Quartal 2009 nahm die Rahmenausnutzung weiter leicht zu (Grafik 19).

Grafik 19

### Rahmenausnutzung gemäß Großkreditevidenz



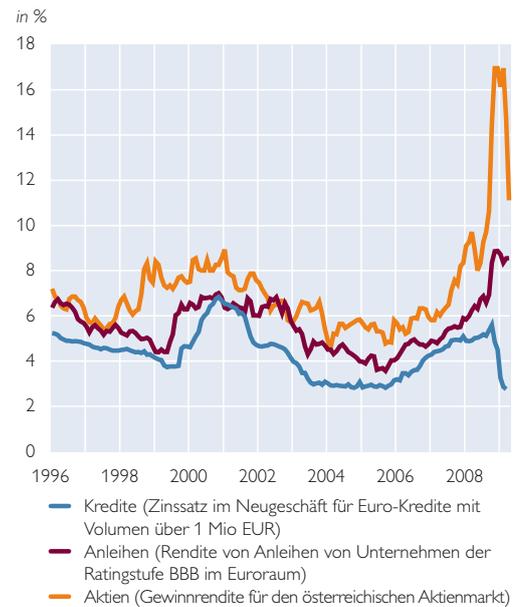
Quelle: OeNB.

Die Kreditzinsen sanken seit November 2008 infolge der massiven Leitzinssenkungen der EZB deutlich. Im März 2009 lagen die Zinsen für neu vergebene Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit einem Volumen bis zu 1 Mio EUR bei 3,4% und für Kre-

dite über 1 Mio EUR bei 2,8%, das waren jeweils rund 2½ Prozentpunkte weniger als im Oktober 2008.

Grafik 20

### Finanzierungsbedingungen des Unternehmenssektors



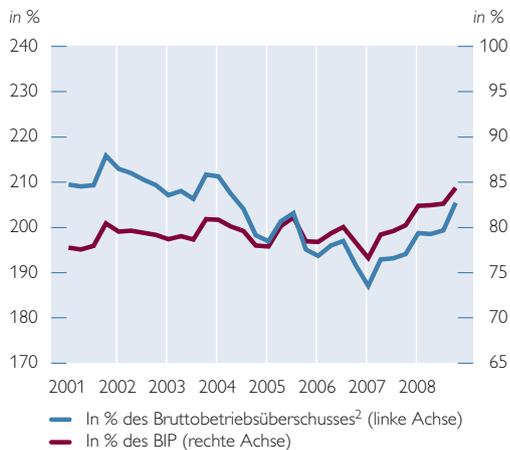
Quelle: OeNB, Thomson Reuters, Wiener Börse AG.

Allerdings stand dieser Reduktion der Kreditzinsen eine Verschärfung der Kreditstandards der Banken gegenüber. Gemäß den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft beeinträchtigt die Finanzkrise nun schon seit nahezu zwei Jahren die Refinanzierungsbedingungen und vor allem im Firmenkundenbereich die Kreditvergabepolitik der österreichischen Banken. Darüber hinaus trugen die verschlechterten konjunkturellen Aussichten und eine selektive Bonitätseinschätzung zur restriktiveren Kreditpolitik bei. Seit dem dritten Quartal 2007 wurden die Kreditrichtlinien im Firmenkundengeschäft kontinuierlich verschärft und die Kreditbedingungen – Zinsmargen, Sicherheitenerfordernisse, Höhe und die Fristigkeit der vergebenen Kredite,

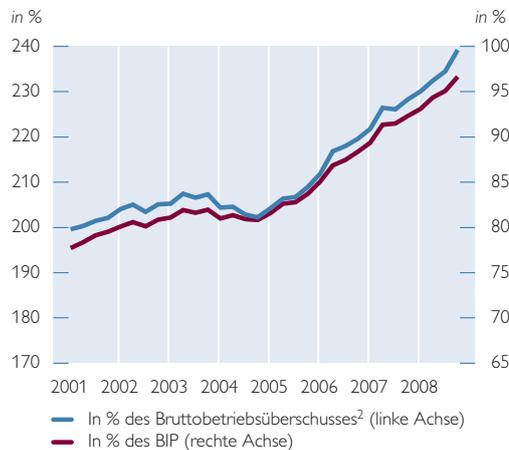
Grafik 21

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

#### Österreich



#### Euroraum



Quelle: EZB, OeNB.

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

<sup>2</sup> Inklusive Selbstständigeneinkommen.

Zusatz- oder Nebenvereinbarungen sowie Kreditnebenkosten – angehoben.

#### Verschlechterung der Bonität

Infolge der verstärkten Inanspruchnahme von Fremdkapital stieg die Verschuldung der Unternehmen seit Beginn der Finanzkrise von 187% des Bruttobetriebsüberschusses im ersten Quartal 2007 auf 205% im vierten Quartal 2008. Auch in Relation zum BIP nahm die Verschuldungsquote vom ersten Quartal 2007 bis zum vierten Quartal 2008 zu, nämlich von 77% auf 84%. Die Unternehmensverschuldung liegt in Österreich aber weiterhin unter dem Euroraumdurchschnitt, und ihr Anstieg setzte später als im Euroraum ein, wo bereits ab dem Jahr 2005 eine Zunahme der Verschuldung zu verzeichnen war.

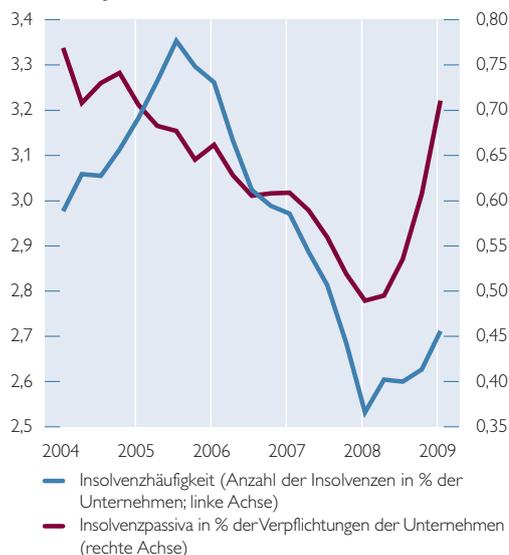
In der Insolvenzstatistik spiegelte sich die Verschlechterung der Bonität der Unternehmen bereits deutlich wider, die Anzahl der Insolvenzen und die Insolvenzverbindlichkeiten stiegen seit dem zweiten Quartal 2008. Laut einer Analyse des Kreditschutzverbands von 1870 (KSV) über Insolvenzsachen

war im Jahr 2008 der weitaus überwiegende Teil der Insolvenzen auf innerbetriebliche Ursachen zurückzuführen. Für die deutlich höhere Anzahl von Insolvenzen als in den Vorjahren waren hauptsächlich externe Ursachen wie eine geänderte Marktlage, die Insol-

Grafik 22

### Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen

Gleitende 4-Quartals-Durchschnitte; annualisiert



Quelle: Kreditschutzverband von 1870, OeNB.

venz von Abnehmern oder der Ausfall von Lieferanten verantwortlich. Ihr Anteil stieg von 10% auf 16%. Gleich hoch war der Anteil jener Insolvenzen, die auf Kapitalmangel zurückzuführen waren; er blieb im Jahr 2008 unverändert.

#### **Fazit: Krise erfasst die Unternehmensfinanzierung**

Die Finanzkrise beeinträchtigt immer stärker die Finanzierungsseite der österreichischen Unternehmen. Die Unternehmen mussten seit Beginn der Krise vermehrt auf Fremdkapital zurückgreifen, um die verminderte Eigenkapitalzufuhr (sowohl in Form von Gewinnen als auch von außen) zu kompensieren. Der Anteil der Bankkredite, der in den Jahren vor der Finanzkrise in der Unternehmensfinanzierung stark an Bedeutung verloren hatte, nahm dadurch wieder erheblich zu. Die Banken hoben zwar ihre Kreditstandards an und differenzieren bei ihren Kunden in der Kreditvergabe nun stärker nach Risikotragfähigkeit und wirtschaftlichen Aussichten, im Gesamtregulat haben die Kredite an den Unternehmenssektor aber bis zuletzt zugenommen. Allerdings erhöhte die steigende Inanspruchnahme von Krediten die Verschuldung der Unternehmen, die Eigenkapitalquote ist im Jahr 2008 nach Jahren des Anstiegs wieder gesunken. Die österreichischen Unternehmen haben zwar einen größeren Verschuldungsspielraum als der Durchschnitt der Unternehmen des Euro-raums, dennoch ist eine primär fremdkapitalbasierte Unternehmensfinanzierung auf lange Frist mit erheblichen Risiken verbunden (auch wenn das aktuell niedrige Zinsniveau die damit verbundenen Kosten dämpft).

#### **Hohe Kursverluste im Geldvermögen der privaten Haushalte<sup>1</sup>**

##### **Unsicheres konjunkturelles Umfeld**

Der Konjunkturunbruch im ersten Quartal 2009 führte zu einer deutlichen Verschlechterung der Lage auf dem österreichischen Arbeitsmarkt. Das schwächte das verfügbare Einkommen und dämpfte das private Konsumwachstum; es betrug im Jahr 2008 nur noch 0,9% gegenüber dem Vorjahr. Die hohe Unsicherheit und das geringe Vertrauen des privaten Haushaltssektors in die Wirtschaftsaussichten werden durch eine hohe Sparquote reflektiert, die sich von 11,6% im Jahr 2007 auf 12,4% im Jahr 2008 erhöhte.

##### **Abschwächung der Kredite an den privaten Haushaltssektor**

Mit einem Abbau um –0,8 Mrd EUR im ersten Quartal 2009 erfuhr das Wachstum der Kredite an private Haushalte einen starken Einbruch. Dies entspricht einer Abschwächung des Kreditwachstums gegenüber dem Vorjahresquartal um 3,2 Prozentpunkte von 4,4% im ersten Quartal 2008 auf 1,2% im ersten Quartal 2009.

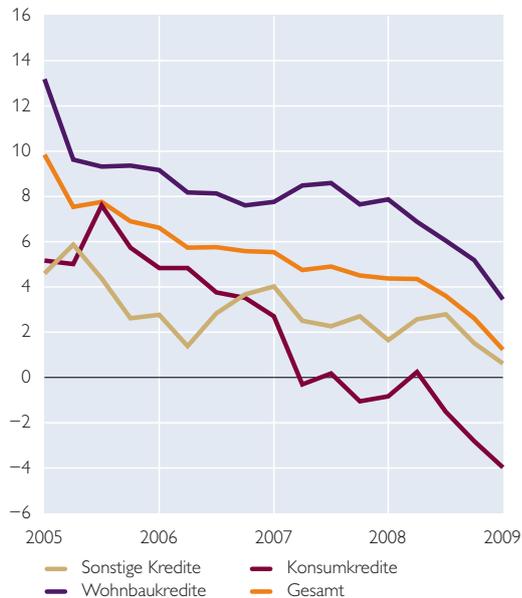
Eine Aufgliederung der Kredite an private Haushalte nach Verwendungszweck zeigt, dass die Abschwächung in erster Linie durch die Konsumkredite bedingt war, die im März 2009 um 4,0% unter dem Vergleichswert des Vorjahres lagen (siehe Grafik 23, links). Die Ergebnisse des Bank Lending Survey der OeNB (viermal jährlich durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum) in den letzten Quartalen lassen erkennen, dass der Hauptfaktor für die geringe Nachfrage nach Konsumkrediten die Verschlechterung des Verbrauchervertrauens war. Auch die 12-Monats-Wachstumsrate der Wohn-

<sup>1</sup> Im Folgenden werden privater Haushaltssektor und private Haushalte synonym verwendet. Gemeint sind immer private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck.

## Kreditwachstum und Immobilienpreise

### Kreditwachstum im privaten Haushaltssektor

Veränderung zum Vorjahresquartal in %



Quelle: EZB, OeNB, Statistik Austria, Technische Universität Wien.

<sup>1</sup> Nominell. Für Österreich bevölkerungszahlengewichteter Durchschnitt zwischen Wien und Rest-Österreich (analog der EZB-Methode).

### Wachstumsrate des Immobilienpreisindex<sup>1</sup>

Veränderung zum Vorjahresquartal in %



baukredite ging im ersten Quartal 2009 auf 3,4% zurück und lag damit rund 4,5 Prozentpunkte unter ihrem Vorjahresstand. Dennoch war dieser Rückgang weitaus geringer als in etlichen Euroraumländern, die von der Schwächung ihrer Wohnimmobilienmärkte weit stärker betroffen sind als Österreich, wie die Immobilienpreisindizes (in Grafik 23, rechts) im Vergleich zeigen.

Die Nachfrage nach Wohnbau- und Konsumkrediten wurde bis Ende 2008 auch durch die lange Zeit steigenden Kreditzinsen gedämpft. Seit November 2008 sinken diese aber wieder, wobei das Niveau der MFI-Zinsen (die von den MFIs in Österreich gegenüber in Österreich ansässigen privaten Haushalten angewandten Zinssätze) für Wohnbaukredite deutlich unter jenem der Konsumkredite liegt.

Darüber hinaus deuten die Ergebnisse des Bank Lending Survey darauf

hin, dass die Kreditrichtlinien für die Vergabe von Konsum- und Wohnbaukrediten im ersten Quartal 2009 angesichts der Refinanzierungskosten der Banken und der schlechten Konjunkturaussichten ebenfalls leicht verschärft wurden.

Der Fremdwährungsanteil an den gesamten Ausleihungen der privaten Haushalte sank im ersten Quartal 2009 um einen halben Prozentpunkt auf 30,3%, wobei der Schweizer Franken weiterhin den größten Anteil hatte (94% des Bestands, gegenüber 5%-Anteil des japanischen Yen). Aufgrund der weiteren Aufwertung des Schweizer Franken ergaben sich in diesem Zeitraum gegenüber dem Euro (buchmäßige) Bewertungsverluste in Höhe von 1,8% des Fremdwährungskreditvolumens.

Ein weiteres Risiko in Bezug auf die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte ist das Tilgungsträgerisiko.

Im ersten Quartal 2009 hatten rund 74 % aller Darlehen an private Haushalte einen Tilgungsträger. Die aktuelle Umfrage (siehe Kasten 3 „Umfrage zu den Risiken von Tilgungsträgerkrediten“ im Abschnitt „Die Finanzmarktkrise hinterlässt deutliche Spuren im österreichischen Finanzsystem“) zeigt, dass private Haushalte Deckungslücken bei ihren Tilgungsträgern ausweisen, die zusätzliche Belastungen für sie verursachen könnten.

### Stabilisierung der Verschuldung

Infolge der kontinuierlich sinkenden Wachstumsrate der Kredite an private Haushalte blieb die Schuldenquote der privaten Haushalte trotz des gedämpften Anstiegs des verfügbaren Einkommens stabil und belief sich Ende 2008 auf rund 89 % des verfügbaren Einkommens bzw. etwa 53 % des BIP (siehe Grafik 24). Der Schuldenstand der österreichischen privaten Haushalte ist damit im Vergleich zum Euroraum-Durchschnitt (99 % des verfügbaren Einkommens bzw. 61 % des BIP) relativ moderat.

Die Stabilisierung der Haushaltsverschuldung kam auch in der Entwick-

lung der Schuldenregulierungsverfahren bei den privaten Haushalten zum Ausdruck. Zwar nahm die Anzahl der Privatkonkurse im ersten Quartal 2009 um 6 % (gegenüber dem Vorjahr) zu, die Insolvenzpassiva stiegen allerdings schwächer als die gesamten Verpflichtungen der Haushalte.

### Stabiles Zinsrisiko

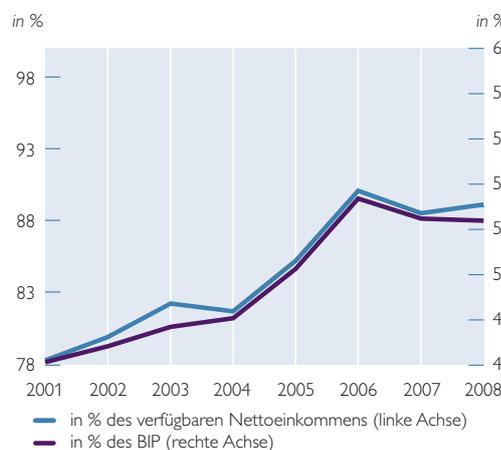
Die Zinsendienstquote der privaten Haushalte (prozentualer Anteil von Zinszahlungen am verfügbaren Netto-Haushaltseinkommen) stagnierte nach einem längeren Aufwärtstrend aufgrund der Senkungen der Kreditzinsen in den letzten Monaten und der Stabilisierung der Verschuldung der privaten Haushalte im Jahr 2008. So blieb die Zinsbelastung im vierten Quartal 2008 wie schon im Quartal davor bei 3,9 %. Die jüngsten Entwicklungen zeigen bereits einen Rückgang der Zinsdienstquote der privaten Haushalte und somit eine Stabilisierung ihres Zinsrisikos.

Die Verschuldung der privaten Haushalte weist in Österreich ein gewisses Maß an Heterogenität auf, was aus aggregierten Daten nicht ersichtlich wird. Zum einen haben nicht alle pri-

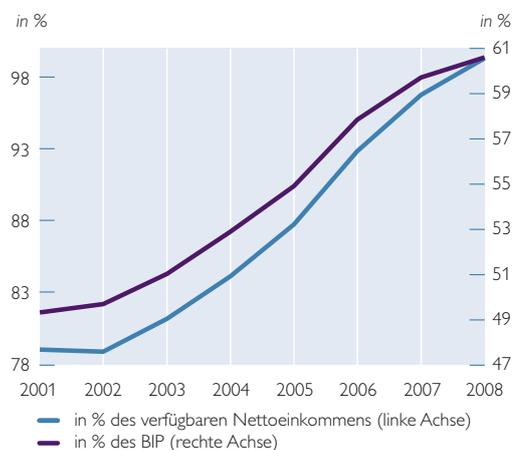
Grafik 24

## Verschuldung der privaten Haushalte

### Österreich



### Euroraum



Quelle: EZB, OeNB.

vaten Haushalte Schulden – die aggregierte Zinsdienstquote ist daher für jene Haushalte, die tatsächlich Kredite aufgenommen haben, zu niedrig. Zum anderen hängt die Schuldentragfähigkeit auch vom Einkommen der einzelnen Haushalte ab. Erste Berechnungen auf Basis einer Umfrage zum Immobilienvermögen der österreichischen Haushalte im Auftrag der OeNB<sup>2</sup> zeigen, dass die Schuldendienstquote (gemessen als prozentualer Anteil von Zins-

und Tilgungszahlungen am Netto-Haushaltseinkommen) im Jahr 2007 bei den einkommensschwächsten Haushalten überdurchschnittlich, bei den einkommensstärksten hingegen unterdurchschnittlich hoch war.

Und schließlich hängt die Auswirkung von Zinsänderungen von der Verzinsungsart des Kredits ab. In Österreich ist der Anteil variabel verzinsten Kredite traditionellerweise sehr hoch (83,6% im ersten Quartal 2009 im

Kasten 1

### Immobilienfinanzierung privater Haushalte in Österreich und im Euroraum

Die Verschuldung aus Immobilienvermögen bildet den größten Anteil an der Gesamtverschuldung der privaten Haushalte. Die OeNB führte im Sommer 2008 bei jenen österreichischen Kreditinstituten, die am stärksten bei der Vergabe von Hypothekarkrediten engagiert sind, eine Umfrage zur Wohnraumfinanzierung durch. Zudem wurde im Eurosystem ein Bericht über die Immobilienfinanzierung im Euroraum erstellt.<sup>1</sup> Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage und des Berichts kurz zusammengefasst.

Die Verschuldung der privaten Haushalte für den Erwerb von Immobilien stieg im letzten Jahrzehnt sowohl in Österreich als auch im Euroraum (in Österreich von 54 Mrd EUR im Jahr 2001 auf 87,8 Mrd EUR im Jahr 2007). Dafür gab es mehrere Faktoren: vergleichsweise niedrige Zinsen, Einkommens- und Bevölkerungswachstum und Deregulierungs- und Liberalisierungstendenzen, die die Zahl der Anbieter, aber auch das Produktspektrum erweiterten. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus hielt sich die Zinsbelastung der Haushalte trotz der wachsenden Verschuldung im Rahmen. Die Loan-to-Value-Ratios (LTVs) stiegen, und den Haushalten wurde mehr Flexibilität bei der Darlehensrückzahlung (z. B. längere Kreditlaufzeiten im Vergleich zum Beginn der Neunzigerjahre) gewährt. In Österreich bewegten sich im Jahr 2007 laut Umfrage die LTVs bei den verschiedenen Banken zwischen 70 % und 96 %, die maximale Laufzeit für Hypothekarkredite betrug 25 bis 30 Jahre.

Der Mortgage Spread (die Spanne zwischen den Zinsen für Darlehen für Wohnraumbeschaffung und den Refinanzierungskosten der Banken) fiel im Zeitablauf. Dies könnte auf gestiegenen Wettbewerb hindeuten. Zudem haben in den letzten Jahren die zunehmende Bedeutung der Securitisation, verbesserte Finanzierungsbedingungen und eine mögliche Unterbewertung der Risiken zu gelockerten Kreditstandards beigetragen (allerdings weit weniger stark als in den USA und im Vereinigten Königreich).

Der Anteil der variablen Kredite lag im Jahr 2007 im Euroraum zwischen 10 % und 99 %. Für diese großen Unterschiede dürften kulturelle, institutionelle (z. B. Konsumentenschutz) und regulatorische bzw. fiskalische Faktoren (z. B. steuerliche Begünstigung eigentümergestützten Wohnens) entscheidend sein. In Österreich ist der Hauptanteil der neu vergebenen Kredite variabel verzinst und lag im Jahr 2008 bei Wohnbaukrediten zwischen 52,8 % und 68,5 %.

Fremdwährungskredite spielen in Österreich bei der Immobilienfinanzierung eine wichtige Rolle. Im Jahr 2008 waren 39,2 % der Wohnbaukredite in Fremdwährung denominiert.

<sup>1</sup> EZB. 2009. Housing Finance in the Euro Area. ECB Occasional Paper No. 101.

<sup>2</sup> Siehe Fessler et al. 2009. Das Immobilienvermögen privater Haushalte in Österreich. Geldpolitik & Wirtschaft Q2/09, OeNB.

Vergleich zu 47% im Euroraum). Marktzensänderungen wirken sich daher relativ schnell auf die Kreditzinsen aus.

**Weiterhin hohe Bewertungsverluste im Geldvermögen**

Das Transaktionsvolumen des Geldvermögens der privaten Haushalte sank im Jahr 2008 infolge der steigenden Unsicherheiten und sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten. Es betrug im vierten Quartal 2008 2,7 Mrd EUR, was einer Abschwächung der Wachstumsrate von 4,6% im vierten Quartal 2007 auf 4,1% im selben Quartal 2008 auf ein Niveau entspricht, das zuletzt im zweiten Quartal 2002 so niedrig war (siehe Grafik 25, links).

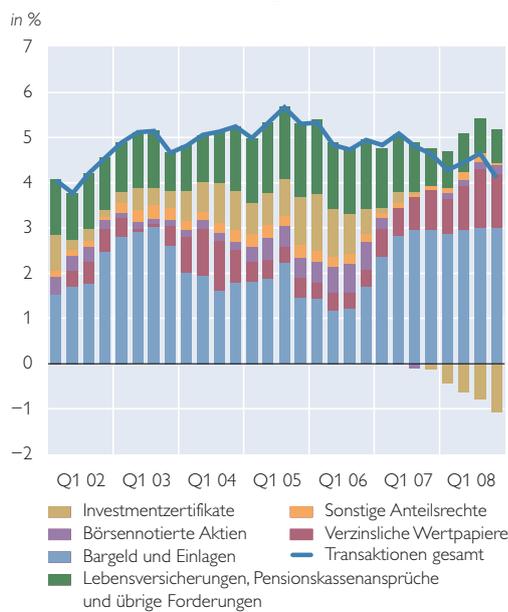
Dabei suchten die privaten Haushalte sichere Anlagen und schichteten

ihr Geldvermögen dementsprechend stark um. Die Abschwächung der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte war in erster Linie durch einen negativen Wachstumsbeitrag der Investmentzertifikate bedingt. Der jährliche Wachstumsbeitrag dieser Kategorie belief sich im vierten Quartal 2008 auf -1,1%, nachdem er im Vorjahresquartal bei -0,1% gelegen hatte (siehe Grafik 25). Auch bei Lebensversicherungen war der Beitrag rückläufig (0,5% im vierten Quartal 2008 gegenüber 0,7% im Jahr davor). Diesen Rückgängen steht die Erhöhung des Wachstumsbeitrags der Einlagen und Anleihen gegenüber, wobei die Ausweitung der Einlagensicherung eine nicht unwesentliche Rolle gespielt haben dürfte.

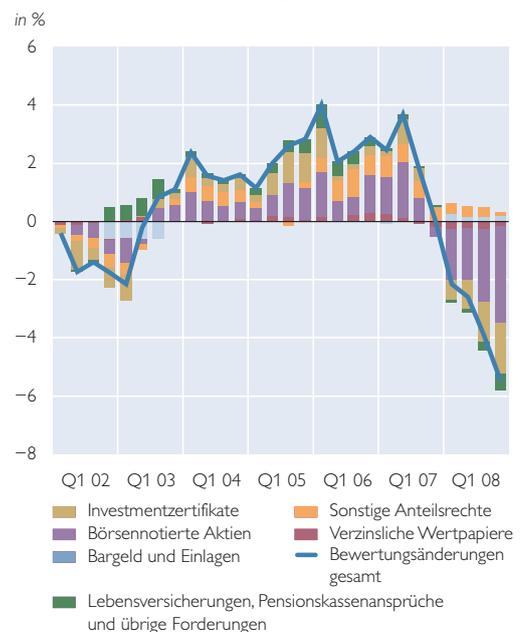
Grafik 25

**Determinanten der Veränderung des Geldvermögens des privaten Haushaltssektors**

**Transaktionen<sup>1</sup> (inkl. Wachstumsbeiträge der einzelnen Finanzierungsinstrumente)**



**Bewertungsänderungen<sup>1</sup> (inkl. Wachstumsbeiträge der einzelnen Finanzierungsinstrumente<sup>2</sup>)**



Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> In % des gesamten Geldvermögensbestands vier Quartale zuvor.

<sup>2</sup> Für Investmentzertifikate, börsennotierte Aktien und verzinsliche Wertpapiere auf Basis von Wertpapierdaten ermittelt, für den Rest als Differenz zwischen Bestandsveränderung und Transaktionen.

Außerdem führten massive Kursverluste auf den Kapitalmärkten auch im zweiten Halbjahr 2008 zu einer Verringerung des Marktwerts des Geldvermögensbestands der privaten Haushalte (siehe Grafik 25, rechts). Besonders stark betroffen waren die börsennotierten Aktien, deren negative Bewertungseffekte das Geldvermögen der privaten Haushalte im vierten Quartal 2008 um  $-3,3\%$  gegenüber dem Vorjahr sinken ließen. In Bezug auf den Bestand zu Jahresende 2007 beliefen sich diese Kursverluste auf  $59\%$  der von den privaten Haushalten gehaltenen börsennotierten Aktien. Auch die Wachstumsbeiträge der Investmentzertifikate sowie der Lebensversicherungen und Pensionskassen waren negativ und betragen im vierten Quartal 2008  $-0,6\%$  bzw.  $-0,2\%$  des Geldvermögens gegenüber dem Vorjahr. Die starken Kursrückgänge auf den Aktienmärkten haben damit die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Mitleidenschaft gezogen.

**Fazit: Gestiegene Finanzmarktrisiken der privaten Haushalte**

Die vom Finanzmarkt ausgehenden Risiken für den privaten Haushaltssektor sind im ersten Halbjahr 2009 massiv gestiegen. Die hohen Bewertungsverluste bei den Kapitalmarktveranlagungen hatten spürbare Auswirkungen auf die zweite und dritte Säule der Pensionsvorsorge und auf die Tilgungsträger von Fremdwährungskrediten. Demgegenüber hat die Abschwächung des Kreditwachstums zu einer Stabilisierung der Verschuldung geführt, was gemeinsam mit den jüngsten Zinssenkungen die Zinsbelastung der privaten Haushalte gedämpft hat. Aufgrund der verschlechterten Aussichten sowohl für den Arbeitsmarkt als auch für das verfügbare Einkommen haben sich die Risiken in Bezug auf die Schuldentragfähigkeit der Haushalte erhöht, wobei die Belastungen für den Schuldendienst vor allem für Haushalte mit geringeren Einkommen relativ hoch sind.