

# Moderat ungünstigere Finanzierungsbedingungen für die realwirtschaftlichen Sektoren

## Finanzierungsperspektiven der Unternehmen leicht eingetrübt

### Lebhafte Investitionskonjunktur

Die österreichische Konjunktur war im Jahr 2006 merklich aufwärts gerichtet. Neben einer guten Exportkonjunktur stützte die zunehmend rege Investitionstätigkeit das Wirtschaftswachstum. Vor allem außenwirtschaftliche Impulse haben das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen belebt, unterstützt von einem Anstieg der Kapazitätsauslastung.

Parallel zu den Sachkapitalinvestitionen gewann im ersten Halbjahr 2006 auch die Geldvermögensbildung an Dynamik. Sie stieg gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres um mehr als 40% auf 12,4 Mrd EUR. Nahezu die Hälfte der Neuveranlagungen floss in Kapitalmarktinstrumente (Anleihen und börsennotierte Aktien), die dreimal so stark wie in der ersten Jahreshälfte 2005 ausgeweitet wurden. Die Einlagen, die bereits in den Jahren zuvor stark ausgebaut worden waren, stiegen ähnlich rasch wie im Vergleichszeitraum 2005. Demgegenüber lagen laut Zahlungsbilanz die Direktinvestitionen österreichischer Unternehmen in ausländische Firmen im ersten Halbjahr 2006 unter den Vergleichswerten des Vorjahres.

Die Aufhellung der Konjunktur spiegelte sich in der Entwicklung der Insolvenzen wider. Deren Anzahl sank in den ersten drei Quartalen

2006 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 6,4%. Sowohl die eröffneten Verfahren als auch die mangels Masse abgewiesenen Konkursanträge gingen zurück. Die Insolvenzverbindlichkeiten stiegen zwar nominell um 3,1%, in Relation zu den Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (laut Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung – GFR) hielt der schon seit einigen Jahren rückläufige Trend weiter an. Im dritten Quartal 2006 erreichten die Insolvenzverbindlichkeiten 0,7% der Unternehmensverpflichtungen.

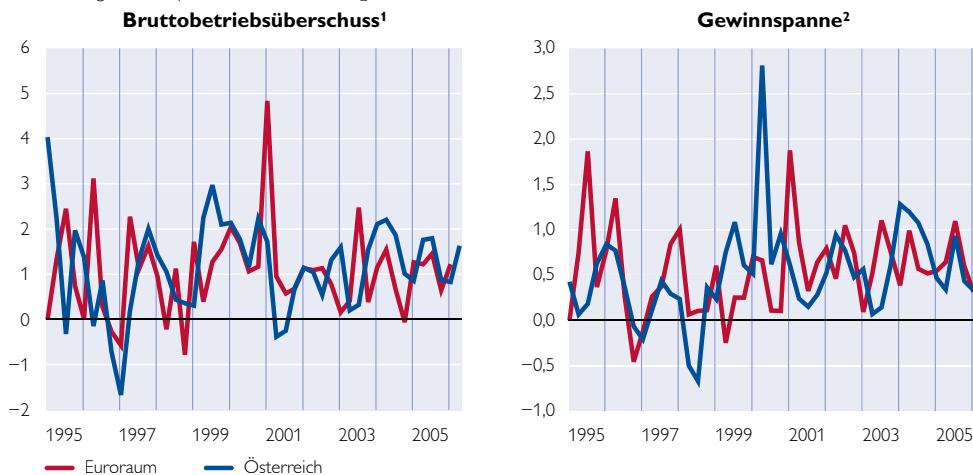
Die Risikoperspektiven für den Unternehmenssektor haben sich im ersten Halbjahr 2006 insgesamt leicht verschlechtert. Der Anstieg des Zinsniveaus hat den Zinsdienst der Unternehmen erhöht. Auch an der Wiener Börse haben sich die Finanzierungsbedingungen durch die starken Kursrückgänge im Mai 2006, durch die die rund drei Jahre andauernde Periode starker Kursanstiege zu Ende ging, verschlechtert. Letzteres hat auch dazu beigetragen, den Anstieg der Eigenkapitalquote<sup>1</sup> im zweiten Quartal 2006 zumindest vorläufig zum Stillstand zu bringen, obwohl die Eigenkapitalzufuhr von außen (vor allem über die Börse) weiterhin hoch war. Auch die Verschuldungsquote, die in den letzten Jahren (sowohl in Relation zum Bruttobetriebsüberschuss als auch zum BIP) gesunken war, stieg im zweiten Quartal 2006 leicht an. Gestützt wurde

<sup>1</sup> Genau genommen handelt es sich um den Anteil der Anteilsrechte in Prozent der Verbindlichkeiten. Die GFR erfasst nicht die Ansprüche der Eigenkapitalgeber auf das Sachvermögen (= Reinvermögen) und somit das absolute Niveau des Eigenkapitals.

Grafik 4

### Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



Quelle: Eurostat.

<sup>1</sup> Inklusive Selbstständigeneinkommen.

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

die Risikotragfähigkeit der Unternehmen hingegen von dem starken Abbau der Fremdwährungsrisiken in den letzten Jahren sowie den bis zuletzt steigenden Unternehmensgewinnen.

#### Anhaltend hohes Innenfinanzierungspotenzial dank weiterer Gewinnzuwächse

Nach den hohen Zuwächsen der Vorjahre gestaltete sich die Gewinnsituation der Unternehmen – ähnlich wie im Euroraum – weiterhin günstig. Die Entwicklung der Gewinnspanne<sup>2</sup> und des Bruttobetriebsüberschusses<sup>3</sup> deutete auf weitere Gewinnsteige-

rungen im ersten Halbjahr 2006 hin. Die Lohnstückkosten entwickelten sich moderat, darüber hinaus hielt das im historischen Vergleich weiterhin tiefe Nominalzinsniveau die Finanzierungskosten niedrig.

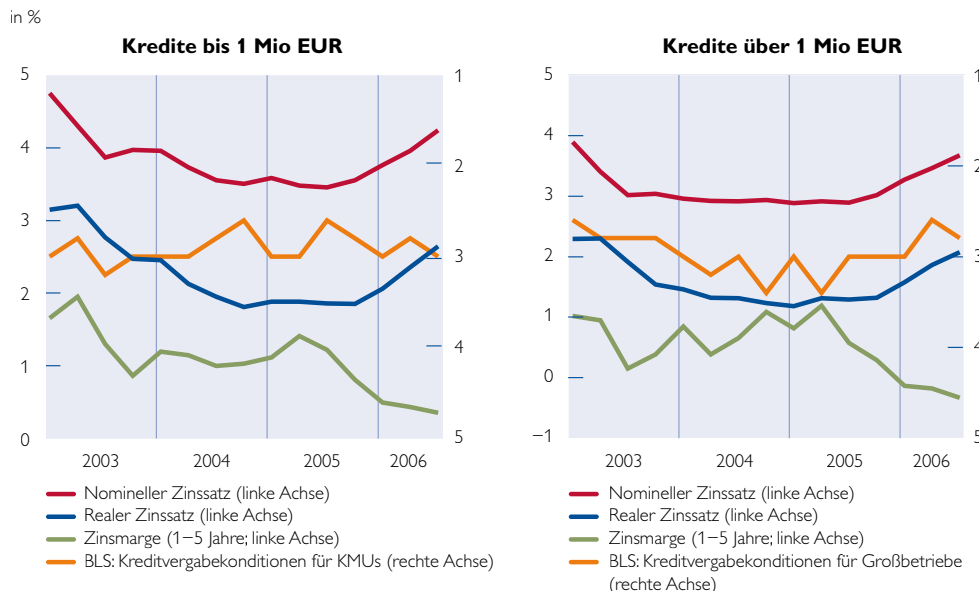
#### Finanzierungsbedingungen leicht verschlechtert

Die Finanzierungsbedingungen waren für die österreichischen Unternehmen in den ersten drei Quartalen 2006 zwar weiterhin gut, aber nicht mehr ganz so günstig wie im Jahr zuvor. Das galt für die Aufnahme von Eigenkapital und von Fremdkapital gleichermaßen.

<sup>2</sup> Die Gewinnspanne ist das Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten.

<sup>3</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.

**Konditionen für Unternehmenskredite**



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

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

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

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

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

Infolge der Rückgänge im zweiten Quartal 2006 konnten die Aktienkurse an der Wiener Börse nicht mit der Entwicklung der Gewinne mithalten, wodurch sich die Bedingungen für die Mittelaufnahme an der Börse etwas verschlechtert haben. Das kommt sowohl in einem rückläufigen Kurs-Gewinn-Verhältnis zum Ausdruck als auch in der Ausweitung der Differenz zwischen der Gewinnrendite<sup>4</sup> und der Rendite auf Staatsanleihen, deren Entwicklung als Indikator für die Risikoprämie des Aktienmarktes gesehen werden kann.

Auch die Bedingungen für die Mittelaufnahme auf dem Kreditmarkt verschlechterten sich in den ersten

drei Quartalen 2006. In der Entwicklung des nominellen und des realen Zinssatzes für Unternehmenskredite spiegelten sich die Leitzinserhöhungen seit Dezember 2005 wider (siehe Grafik 5). Gleichwohl war das Zinsniveau sowohl in historischer Betrachtung als auch im Vergleich mit dem Euroraum bis zuletzt niedrig.

Eine Gegenüberstellung der Kundenzinssätze der Banken mit einem Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen kann einen Hinweis auf das in den Bankzinsen enthaltene durchschnittliche Risiko geben.<sup>5</sup> Bei einer Betrachtung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und des Swapsatzes mit einer korrespon-

<sup>4</sup> Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

<sup>5</sup> Über das Risiko der Kreditnehmer hinaus ist die Zinsmarge auch das Produkt der spezifischen Wettbewerbssituation auf dem österreichischen Kreditmarkt, die zwar nicht die Risikoanpassung per se, aber deren Höhe mitbedingt.

dierenden Laufzeit zeigt sich, dass sich der Risikoaufschlag für Kredite bis 1 Mio EUR in den ersten drei Quartalen 2006 weiter verminderte und jener für großvolumigere Finanzierungen weiterhin sehr niedrig blieb. Darin dürfte die anhaltende Verbesserung der Konjunktur zum Ausdruck kommen.

Dieser Befund deckt sich im Großen und Ganzen mit den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft (Bank Lending Survey – BLS). Demnach wurden die Kreditvergabebedingungen in den ersten drei Quartalen 2006 insgesamt leicht verschärft. Davon waren Großbetriebe in stärkerem Ausmaß betroffen als Klein- und Mittelunternehmen (KMUs). Gleichzeitig orientierten sich die Konditionen für Unternehmenskredite zunehmend an Risikogesichtspunkten: Während die Banken die Margen für Ausleihungen an Kreditnehmer durchschnittlicher Bonität in den ersten drei Quartalen 2006 reduzierten, wurden die Zinsaufschläge für risikoreichere Kredite angehoben.

### Struktur der Außenfinanzierung stark von Kapitalmarkt geprägt

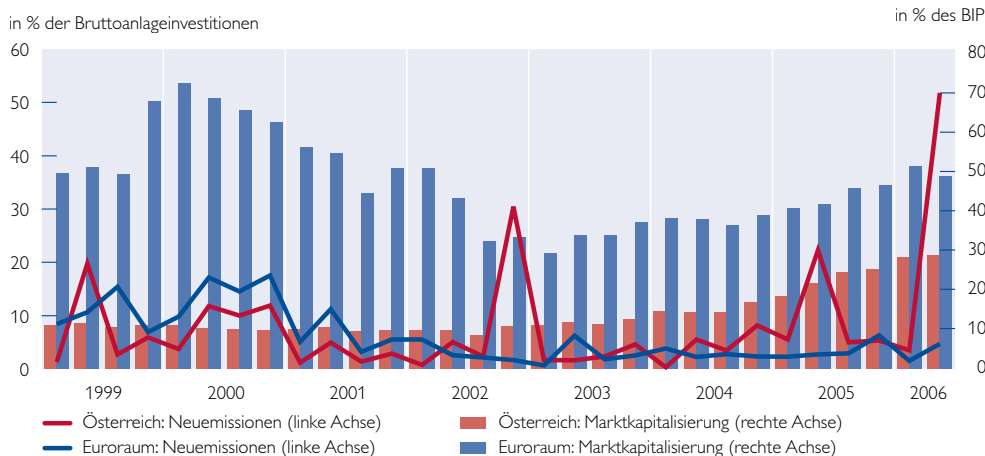
Obwohl sich die österreichischen Unternehmen dank der hohen Gewinne zu einem großen Teil aus den eigenen Erträgen finanzieren konnten, stieg ihr Außenfinanzierungsbedarf infolge der anziehenden Investitionstätigkeit und der erhöhten Geldvermögensbildung im ersten Halbjahr 2006 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um rund 40% auf 14 Mrd EUR.

Etwa 53% der Außenfinanzierung wurde in Form von Eigenkapital aufgenommen. Wie schon im Vorjahr war der Beitrag des Kapitalmarktes zur Unternehmensfinanzierung größer als jener der Banken: Der Anteil der Kapitalmarktinstrumente (Anleihen und börsennotierte Aktien) an der Außenfinanzierung verdoppelte sich nahezu auf rund 60%.

Besonders groß war im ersten Halbjahr 2006 das Mittelaufkommen aus börsennotierten Aktien. Die Neuemissionen an der Wiener Börse erreichten rund 7,5 Mrd EUR. Davon entfielen rund 2,5 Mrd EUR auf

Grafik 6

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

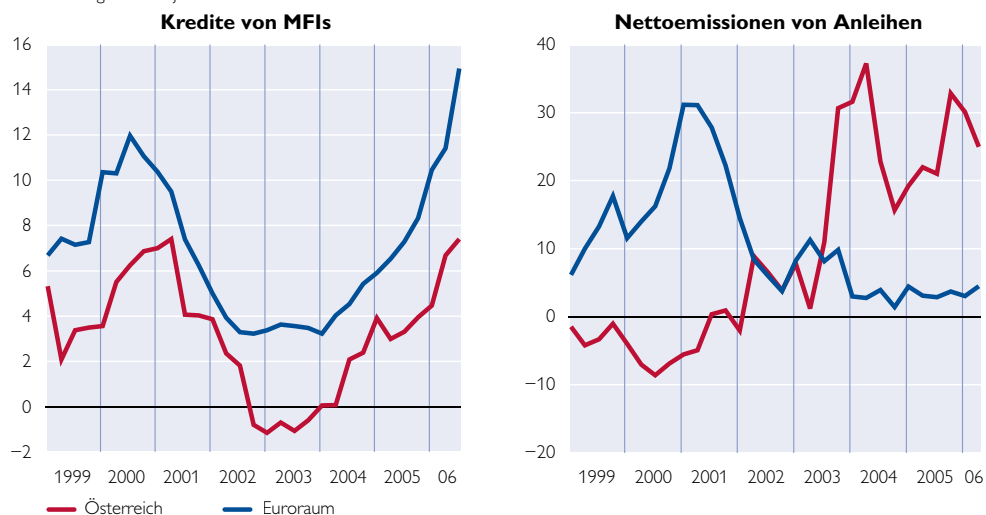


Quelle: EZB, OeNB.

<sup>1</sup> Kapitalerhöhungen und Neunotierungen.

### Fremdkapitalaufnahme der Unternehmen

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: EZB.

Anmerkung: Prozentuelle Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen, d. h. bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen.

Neunotierungen, von denen die Privatisierung der Post AG die volumenstärkste Emission war. Darüber hinaus fand eine Reihe von Kapitalerhöhungen statt, wovon ein großer Teil wiederum auf Immobiliengesellschaften entfiel. In Summe emittierten primär Dienstleistungsunternehmen Aktien an der Wiener Börse.

Dank der hohen Emissionsvolumina stieg die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Halbjahr 2006 um mehr als 10 Mrd EUR auf 71 Mrd EUR, das entsprach rund 28 % des BIP.<sup>6</sup> Dämpfend auf den Anstieg der Marktkapitalisierung wirkte hingegen der Kurseinbruch an der Wiener Börse im Mai 2006, nachdem die Kurszu-

wächse in den Jahren zuvor wesentlich zu deren Anstieg beigetragen hatten.

Innerhalb der Fremdkapitalkomponenten expandierte die Anleihefinanzierung im ersten Halbjahr 2006 weiterhin überaus dynamisch. Gemäß Emissionsstatistik erhöhte sich der Umlauf von Unternehmensanleihen gegenüber dem Vorjahr um mehr als 20%. Das war weiterhin deutlich mehr als im gesamten Euroraum.<sup>7</sup>

Die Bankkredite an den Unternehmenssektor haben sich im Verlauf des Jahres 2006 parallel zur anziehenden Investitionstätigkeit beschleunigt, ihre Jahreswachstumsrate erreichte im dritten Quartal 7,4%.<sup>8</sup> Dennoch blieb ihre Dynamik bis zu-

<sup>6</sup> Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Mitte 2006 mehr als 48 % des BIP.

<sup>7</sup> In Analogie zur Vorgangsweise der Europäischen Zentralbank (EZB) ermittelt als prozentuelle Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen, d. h. bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen.

<sup>8</sup> Ebenfalls auf Basis der EZB-Methode berechnet.

letzt hinter jener des Euroraums zurück. Die Kreditaufnahme erfolgte zur Gänze in Euro. Fremdwährungskredite wurden von den Unternehmen abgebaut und sanken im August 2006 um 2,2 %.

Gemäß den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft nahmen die Unternehmen in den ersten drei Quartalen 2006 vor allem für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen bzw. Unternehmensumstrukturierungen vermehrt Mittel auf. Darüber hinaus bildete die Finanzierung von Anlageinvestitionen ein wesentliches Motiv für die Kreditaufnahme. Die Begebung von Anleihen reduzierte hingegen die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten.

Darüber hinaus hatten im ersten Halbjahr 2006 – wie schon in den Jahren zuvor – Kreditfinanzierungen durch ausländische Konzernmuttergesellschaften einen nicht unwesentlichen Anteil an der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors.

### **Ausweitung der in der GFR ausgewiesenen Eigenkapitalquote gebremst**

Auch wenn das Ende der Kursanstiege an der Wiener Börse die Mittelaufnahme in Form von Aktienemissionen bis zur Jahresmitte 2006 nicht beeinträchtigt hat, so dürfte die in der GFR ausgewiesene Eigenkapitalquote der Unternehmen davon dennoch beeinflusst worden sein. Deren Anstieg in den letzten Jahren ging nicht nur auf die Eigenkapitalzufuhr von außen zurück. Ein wesentlicher Faktor war auch die Entwicklung der

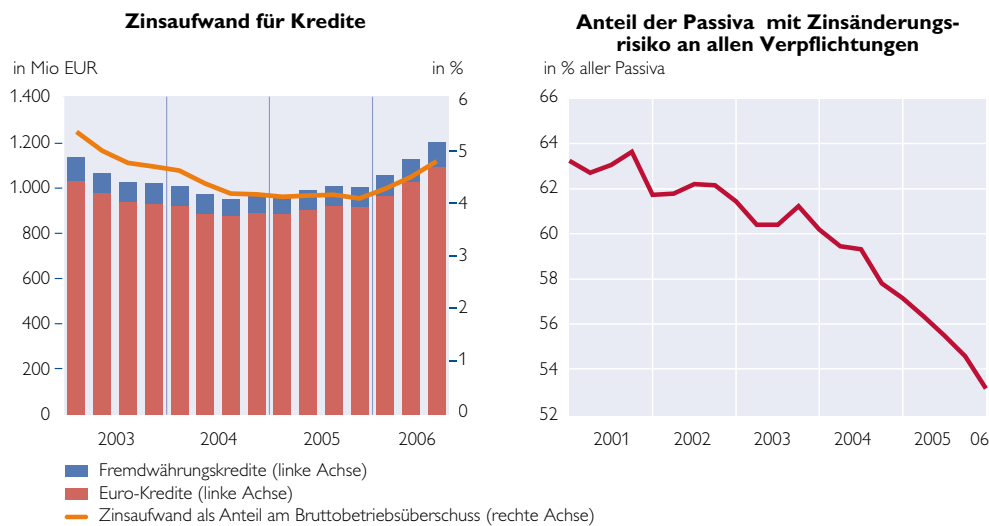
Aktienkurse. Da laut internationaler Konventionen die Bewertung von über die Börse aufgenommenem Eigenkapital in der GFR zu den aktuellen Marktwerten erfolgt, war die im internationalen Vergleich lange Zeit hindurch niedrige österreichische Eigenkapitalquote zu einem großen Teil in der niedrigen Bewertung der Aktienkurse an der Wiener Börse begründet. Durch den Aufholprozess des Austrian Traded Index (ATX) in den letzten Jahren ist sie näher an den europäischen Durchschnitt herangerückt. Lag die Eigenkapitalquote in Österreich im Jahr 2000 noch um 24 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt des Euroraums, so waren es im vergangenen Jahr knapp 13 Prozentpunkte. Das Ende der Kurszuwächse hat diese Entwicklung gebremst. Im zweiten Quartal 2006 war die Eigenkapitalquote leicht rückläufig. Allerdings ist dabei zu beachten, dass dieser Rückgang ausschließlich Ergebnis der Berechnungsmethode war und angesichts der Volatilität der Aktienkurse nicht unbedingt Ausdruck einer dauerhaften Entwicklung sein muss.

### **Zinsaufwand gestiegen**

Trotz der jüngsten Dynamik der Kredite hat der Unternehmenssektor – vor allem infolge der zunehmenden Bedeutung des Eigenkapitals in der Finanzierungsstruktur – seine Exponierung gegenüber Zinsänderungsrisiken in den vergangenen Jahren merklich reduziert.<sup>9</sup> Der Anteil der Kredite und Anleihen an den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors verringerte sich zwischen 2002 und 2005 von 62 % auf

<sup>9</sup> Diese aggregierte Betrachtungsweise berücksichtigt nicht den allfälligen Einsatz von Absicherungsinstrumenten (und damit auch mögliche Risiken, die mit derartigen Instrumenten einhergehen).

**Zinsrisiko des Unternehmenssektors**



54,6% (siehe Grafik 8, rechte Abbildung).

Wie rasch sich Zinsänderungen in den laufenden Zinszahlungen manifestieren, hängt aber nicht nur von der Höhe der verzinslichen Passiva, sondern auch von den Zinsbindungsfristen der aufgenommenen Finanzierungen ab. Mit der zunehmenden Bedeutung der Anleihefinanzierung dürften auch längere Zinsbindungen einhergegangen sein, da Anleihen üblicherweise fest verzinst sind. Bankkredite – auch jene mit längeren Laufzeiten – sind zu einem hohen Anteil mit variabler Verzinsung versehen, auch wenn sich im ersten Halbjahr 2006 die Struktur der Kredite leicht in Richtung längerer Zinsbindungsfristen verschoben hat. Der Anteil der variabel und kurzfristig fix ver-

zinsten Kredite am Neugeschäft war in den letzten Monaten zwar leicht rückläufig, blieb aber mit rund 90% auch im Euroraumvergleich sehr hoch.

Der Zinsaufwand des Unternehmenssektors dürfte sich – sowohl bedingt durch die vermehrte Inanspruchnahme von Krediten als auch aufgrund der Erhöhung des Zinsniveaus – im Jahr 2006 leicht erhöht haben. Um einen Hinweis auf die Kostenbelastung der Unternehmen durch die Zinszahlungen zu erhalten, wurde das aushaftende Kreditvolumen mit entsprechenden Zinssätzen multipliziert. Für die Kredite konnte dabei auf die korrespondierenden Zinssätze aus der Zinssatzstatistik zurückgegriffen werden.<sup>10</sup> Zu beachten ist, dass dabei nur Zinszahlungen,

<sup>10</sup> Für die Verzinsung der Fremdwährungskredite wurden die Zinssätze für das Neugeschäft (für Unternehmen und Haushalte zusammen) verwendet, da die Zinssatzstatistik hierfür keine Angaben für das aushaftende Volumen enthält. Da Fremdwährungskredite zum weitaus überwiegenden Teil variabel verzinst sind und ihre Verzinsung periodisch neu festgesetzt wird, dürfte die dadurch hervorgerufene Ungenauigkeit nicht allzu groß sein.



nicht jedoch Kreditnebenkosten erfasst werden (was insbesondere bei Fremdwährungskrediten von Relevanz ist).

Nachdem der Zinsaufwand nominell bereits im Vorjahr leicht zugenommen hatte, stieg er im Verlauf des Jahres 2006 auch in Relation zu den Unternehmensgewinnen (Bruttbetriebsüberschuss), lag aber immer noch deutlich unter den Werten des Jahres 2003. Zwar sind diese Zahlen angesichts der näherungsweise Berechnung mit Unsicherheiten behaftet, sie deuten aber darauf hin, dass trotz des sinkenden Anteils verzinslicher Positionen in der Finanzierungsstruktur die höheren Zinszahlungen beginnen, die Risikotragungsfähigkeit des Unternehmenssektors negativ zu beeinflussen.

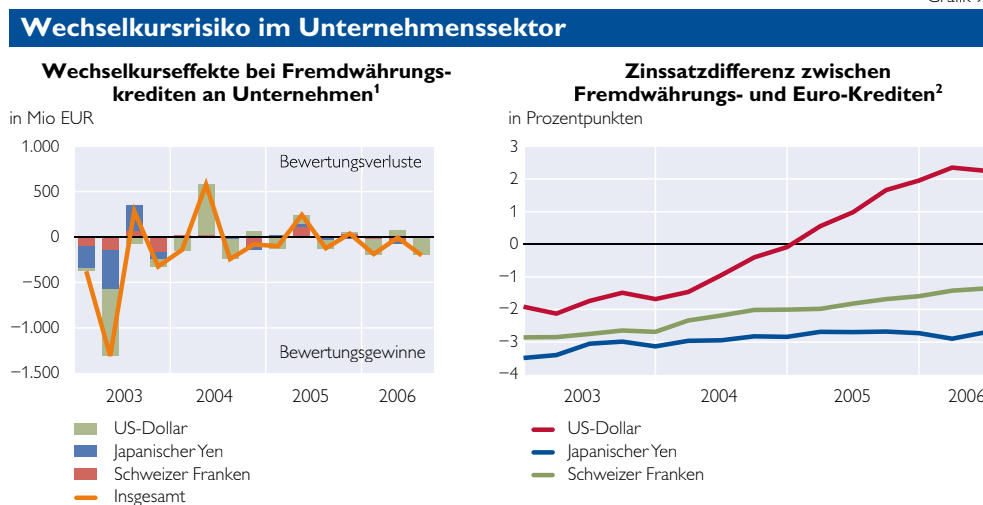
### Forcierter Abbau der Fremdwährungskredite

Auch ihre Exponierung gegenüber Währungsrisiken haben die Unternehmen in den letzten Jahren deutlich verringert. Der Fremdwährungs-

anteil der Kredite an Unternehmen betrug Ende September 2006 nur mehr 11,6%, das waren um 6 Prozentpunkte weniger als drei Jahre zuvor. Auch der Anteil der Fremdwährungsemissionen an den Unternehmensanleihen hat sich in den letzten Jahren merklich verringert. Diese Entwicklung hat dazu beigetragen, dass die Wechselkurseffekte bei den Fremdwährungskrediten in den letzten Quartalen relativ gering gewesen sind (siehe Grafik 9, linke Abbildung). Zu beachten ist, dass es sich bei den hier dargestellten Wechselkurseffekten um reine Buchverluste bzw. -gewinne handelt und nicht um realisierte Verluste bzw. Gewinne.

Der Anteil der Yen-Kredite ist mittlerweile deutlich unter jenen der US-Dollar-Finanzierungen gefallen. Das deutet darauf hin, dass den von den Unternehmen eingegangenen Währungsrisiken in zunehmendem Ausmaß eine realwirtschaftliche Entsprechung gegenübersteht. Diese Entwicklung dürfte nicht zuletzt von der Verengung der Zinsdifferenz zwi-

Grafik 9



Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Veränderung des Wechselkurses multipliziert mit dem Kreditvolumen (Durchschnitt aus aktuellem und vorangegangenen Monat).

<sup>2</sup> Daten für Neugeschäft gemäß Zinssatzstatistik, Zinssatz für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen in US-Dollar, Japanischen Yen und Schweizer Franken abzüglich Zinssatz für Euro-Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen.



schen Fremdwährungs- und Euro-Kreditern getragen worden sein (siehe Grafik 9, rechte Abbildung).

### **Risikoperspektiven der Unternehmen leicht verschlechtert**

Die Risikoposition des Unternehmenssektor präsentierte sich zur Jahresmitte 2006 durchaus positiv: Die Eigenkapitalquote übertraf nach den starken Zuwächsen der vergangenen Jahre die Vorjahreswerte deutlich, gleichzeitig lag die Verschuldungsquote unter den Höchstwerten der letzten Jahre. Der gestiegene Eigenkapitalanteil und eine verstärkte Inanspruchnahme von Anleihen haben die Zinsabhängigkeit der Unternehmensfinanzierung relativ vermindert. Auch ihre Exponierung gegenüber Fremdwährungsrisiken haben die Unternehmen deutlich vermindert. Schließlich stiegen die Gewinne bis zuletzt an, und die Konjunkturperspektiven deuteten auch nicht auf einen abrupten Gewinneinbruch hin.

Allerdings mehrten sich in der ersten Jahreshälfte 2006 die Anzeichen für einen leichten Abwärtstrend der Risikotragfähigkeit: Die Finanzmarktentwicklung, die in den letzten Jahren die finanzielle Position der Unternehmen gestärkt hatte, wirkte heuer nicht mehr unterstützend. Die Finanzierungsbedingungen, im langfristigen Vergleich nach wie vor als günstig zu bezeichnen, haben sich durch gestiegene Zinsen und die Abschwächung der Aktienkurse an der Wiener Börse etwas verschlechtert. Gleichzeitig hat das Ende der starken Kursanstiege den Aufholprozess bei der Eigenkapitalquote zumindest vor-

läufig gebremst. Die Verschuldungsquote stieg im zweiten Quartal leicht an. Der hohe Anteil variabel verzinseter Kredite hat die Finanzierungskosten der Unternehmen zuletzt ansteigen lassen. In Summe hat sich somit die Risikolage des Unternehmenssektors im ersten Halbjahr 2006 leicht verschlechtert.

### **Finanzierungssituation der Haushalte leicht verschlechtert**

#### **Beschäftigungswachstum bei geringem Reallohnwachstum**

Auf dem Arbeitsmarkt war ein starkes Beschäftigungswachstum<sup>11</sup> zu verzeichnen, das – in Verbindung mit einem Anstieg der Schulungen – zu einem Rückgang der Zahl der Arbeitslosen geführt hat. Im Gegensatz zu den vergangenen Jahren ist für 2006 auch ein Anstieg der Reallöhne zu erwarten. Die Sparquote stieg seit dem Jahr 2001 und lag im Jahr 2005 bei 9%; für das Jahr 2006 ist ein weiterer Anstieg zu erwarten. Die Zahl der Privatkonkurse lag in den ersten drei Quartalen 2006 um 16% über dem Wert des Vergleichszeitraums des Vorjahres; die betroffenen Passiva nahmen allerdings nur um 5,2% zu.

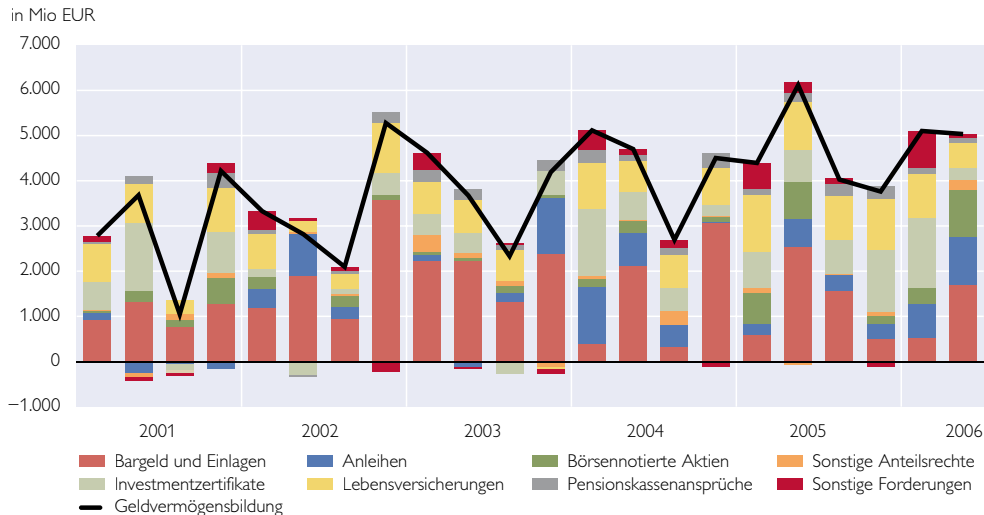
#### **Hälfte der Geldvermögensbildung entfiel auf Kapitalmarktpapiere**

Im ersten Halbjahr 2006 entfiel fast die Hälfte der Geldvermögensbildung der Haushalte auf Aktien, Anleihen und Investmentzertifikate. Innerhalb der Veranlagung in Kapitalmarktpapiere gab es deutliche Unterschiede zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal. Im zweiten Quartal war

<sup>11</sup> Darunter fallen sowohl Vollzeit- als auch Teilzeitbeschäftigungsverhältnisse.

Grafik 10

## Geldvermögensbildung



aufgrund der hohen Kapitalaufnahme der Unternehmen an der Wiener Börse ein sehr hoher Wert bei der direkten Veranlagung in börsennotierte Aktien zu beobachten.

### Verschiebung der relativen Risikoexponierung des Haushaltssektors

Das Geldvermögen der Haushalte ist mit Zinsrisiken (Einlagen, Anleihen und Investmentzertifikate<sup>12</sup>) und Kursrisiken (Aktien, Anleihen, Investmentzertifikate) behaftet. Die stärkere Veranlagung der österreichischen Haushalte in marktbewertete Anlageinstrumente spiegelt sich in einem Anstieg des Anteils der mit Kursrisiko behafteten Aktiva am Geldvermögen der Haushalte seit dem Jahr 2003 wider. Bei den mit

Kursrisiko behafteten Aktiva gewannen in den letzten fünf Jahren insbesondere börsennotierte Aktien an Bedeutung. Daher stieg innerhalb dieser Kategorie der Anteil der Aktiva, die Kursrisiken aufgrund von Aktienkursänderungen (börsennotierte Aktien und Investmentzertifikate<sup>13</sup>) aufweisen, im Vergleich zum Anteil der Aktiva, die Kursrisiken aufgrund von Zinsänderungen (Anleihen) aufweisen.<sup>14</sup>

Andererseits zeigt sich in den letzten Jahren ein kontinuierlicher Rückgang des Anteils der Aktiva mit Zinsänderungsrisiko, wobei nur die direkten Effekte einer Zinsänderung, aber nicht die indirekten Effekte beispielsweise auf die Entwicklung der Aktienkurse berücksichtigt werden. Bei den

<sup>12</sup> Bei den Investmentzertifikaten sollten hier eigentlich nur Rentenfonds berücksichtigt werden; in der GFR werden aber derzeit nur Daten für Investmentzertifikate insgesamt veröffentlicht.

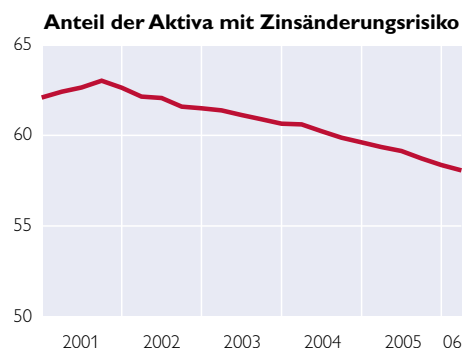
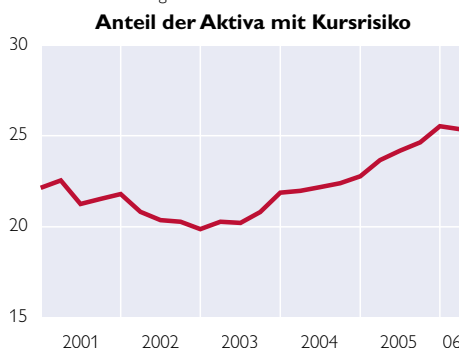
<sup>13</sup> Hier sollten eigentlich nur Aktienfonds berücksichtigt werden. Aus der Investmentfondsstatistik geht hervor, dass die Aktiva der inländischen Investmentfonds, auf die rund 95 % des von den österreichischen Haushalten in Investmentfonds veranlagten Kapitals entfallen, zu 54 % aus Anleihen, zu 23 % aus Investmentzertifikaten und zu 16 % aus Aktien bestehen.

<sup>14</sup> Aufgrund der wachsenden Bedeutung von strukturierten Produkten, ist zu erwarten, dass diese Unterscheidung in Zukunft schwieriger wird.

Grafik 11

### Risikoexponierung der Veranlagung der Haushalte

in % des Geldvermögens



Quelle: OeNB.

Anmerkung: Aktiva mit Kursrisiko: Festverzinsliche Wertpapiere, börsennotierte Aktien, Investmentzertifikate.

Aktiva mit Zinsänderungsrisiko: Einlagen und Investmentzertifikate. Bei Investmentzertifikaten sollten eigentlich nur Rentenfonds berücksichtigt werden; dafür stehen aber keine Daten zur Verfügung.

Aktiva mit Zinsänderungsrisiko handelt es sich zu 85% um Einlagen; diese machen auch fast die Hälfte des gesamten Geldvermögens des Haushaltssektors aus. Die relative Risikoexponierung des Haushaltssektors hat sich also vom Zinsänderungsrisiko zum Kursrisiko verschoben. Die Entwicklungen auf den Kapitalmärkten spielen daher eine größere Rolle für Bewertungsänderungen im Geldvermögen der Haushalte.

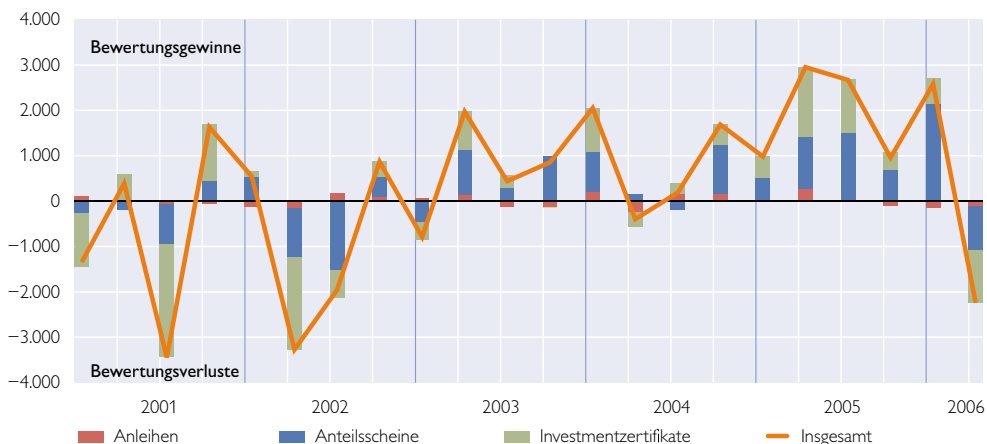
### Bewertungsverluste auf den Kapitalmärkten im zweiten Quartal 2006

Aufgrund der Entwicklungen auf den Aktienmärkten mussten die Haushalte im zweiten Quartal 2006 Bewertungsverluste bei ihren Veranlagungen in Aktien hinnehmen, wohingegen sie im ersten Quartal noch Bewertungsgewinne erzielen konnten. Aufgrund der Zinserhöhungen gaben auch die Anleihekurse nach. Daher

Grafik 12

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

in Mio EUR



Quelle: OeNB.

Anmerkung: Werte für 2006 sind als Nettoveränderungen abzüglich Transaktionen berechnet.

führte die Veranlagung in Anleihen im ersten Halbjahr 2006, wie schon im zweiten Halbjahr 2005, zu Bewertungsverlusten. Die Situation auf den Aktien- und Rentenmärkten schlug sich auf die Entwicklung der Investmentfonds nieder, wodurch sich auch hier im ersten Halbjahr 2006 Bewertungsverluste ergaben. Insgesamt brachte den Haushalten ihre Veranlagung auf den Kapitalmärkten im ersten Halbjahr 2006 zwar Bewertungsgewinne, allerdings fielen diese im Vergleich zu den Jahren 2004 und 2005 gering aus. Die Erholung des ATX im Herbst 2006 brachte den Haushalten auch wieder Bewertungsgewinne. Nichtsdestotrotz hat der Kurseinbruch im zweiten Quartal die mit der Veranlagung auf Kapitalmärkten einhergehenden Risiken deutlich gezeigt.

### **Geldvermögen weist hohen Intermediationsgrad auf**

Es stellt sich aber die Frage, ob die Haushalte das gesamte Bewertungsrisiko auch selbst tragen oder ob es von anderen Sektoren (z.B. Intermediären) getragen wird. Ungefähr 65 % der Veranlagung der Haushalte weisen einen hohen Intermediationsgrad (Einlagen und Lebensversicherungen) auf, weitere 15 % einen mittleren Intermediationsgrad (Investmentzertifikate und Pensionskassenansprüche) und bei rund 20 % der Veranlagung ist der Intermediationsgrad gering (direkte Veranlagung auf den Kapitalmärkten, Anteilsrechte und sonstige Forderungen). Ungefähr 45 % des Volumens der von den österreichischen Haushalten gehaltenen Kapitalmarktpapiere (Aktien, Anleihen und Investmentfonds) entfallen beispielsweise auf Investmentfonds. Im Gegensatz zu Privathaushalten sind Investmentfonds in der Lage, professionelles

Risikomanagement zu betreiben. Die Veranlagung der Investmentfonds ist normalerweise auch breiter gestreut als die direkte Veranlagung der Haushalte, wodurch die aus der Kursveränderung einzelner Aktien entstehenden Risiken verringert werden. Die Veranlagung der Haushalte in Investmentfonds reduziert daher das durch das Engagement auf den Kapitalmärkten eingegangene Risiko. Auch bei Lebensversicherungen, auf die rund 15 % des Geldvermögens der Haushalte entfallen, trägt der Haushaltssektor aufgrund von Mindestgarantien das Kapitalmarktrisiko nicht vollständig.

Bei der Veranlagung in Lebensversicherungen sowie auch bei den Ansprüchen gegenüber Pensionskassen muss für die Risikobetrachtung auch berücksichtigt werden, dass diese Vermögensteile einer langfristigen vertraglichen Fixierung unterliegen. Das in diesen beiden Anlageformen veranlagte Vermögen ist kurzfristig nicht oder nur unter Inkaufnahme von Abschlägen verfügbar und kann daher – beispielsweise bei Einkommensausfällen – nicht zur Abdeckung der Ausgaben herangezogen werden. Der Anteil der Ansprüche gegenüber Pensionskassen am Geldvermögen stieg seit Ende 1995 von 1,6 % auf 3,6 % und derjenige der Lebensversicherungen von 11 % auf 15 %.

### **Schwaches Kreditwachstum**

Die Kreditaufnahme der österreichischen Haushalte wuchs in den ersten neun Monaten des Jahres 2006 schwächer als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Im September 2006 betrug das um nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigte Jahreswachstum der Kredite von monetären Finanzinstituten (MFIs)

an private Haushalte 6,1 %. Der Rückgang im Wachstum war bei Konsumkrediten stärker ausgeprägt als bei Wohnbaukrediten. Die Neuverschuldung der österreichischen Haushalte ging in erster Linie auf Kreditaufnahme für Wohnbauzwecke zurück. Auf diese entfielen 55 % der Neuverschuldung und ungefähr die Hälfte der Verpflichtungen der Haushalte.

Das Kreditwachstum ist im gesamten Euroraum wesentlich höher als in Österreich. Auch der Rückgang im Wachstum setzte im Euroraum später ein. Mögliche Gründe für die Unterschiede in der Kreditentwicklung zwischen Österreich und dem Euroraum sind die Hauspreisentwicklung sowie strukturelle Änderungen auf den Kreditmärkten in einigen Ländern des Euroraums.

Wohnbaukrediten stehen in den meisten Fällen Immobilien als Besicherung gegenüber. Bei den Immobili-

lienpreisen ist seit Mitte 2005 ein verstärkter Preisanstieg zu beobachten (Jahreswachstum der Preise für Eigentumswohnungen im zweiten Quartal 2006: 6,8 %). In den Jahren zuvor war der Anstieg der Immobilienpreise in Österreich aber – im Vergleich zur Entwicklung im Euroraum – eher gering. Es sind daher keine ausgeprägten Bewertungsverluste und die damit einhergehenden Probleme bei Wohnbaukrediten zu erwarten.

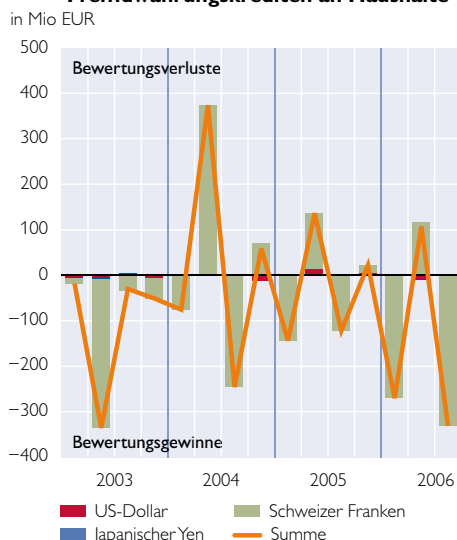
### Weiterhin hohe Bedeutung von Fremdwährungskrediten

Der Anteil der Fremdwährungskredite am aushaftenden Kreditvolumen nahm im ersten Halbjahr 2006 wiederum leicht zu und lag bei ungefähr 32 %. Nach Währungen betrachtet spielt bei Fremdwährungskrediten de facto nur noch der Schweizer Franken eine Rolle; auf diesen entfallen

Grafik 13

## Wechselkursrisiko im Haushaltssektor

### Wechselkurseffekte bei Fremdwährungskrediten an Haushalte<sup>1</sup>

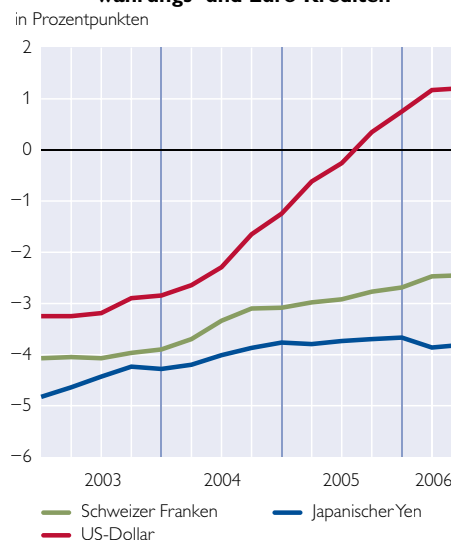


Quelle: EZB, OeNB.

<sup>1</sup> Veränderung des Wechselkurses multipliziert mit dem Kreditvolumen (Durchschnitt aus aktuellem und vorangegangenen Monat).

<sup>2</sup> Daten für Neugeschäft gemäß EZB-Monetärstatistik; Zinssatz für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen in US-Dollar, japanischen Yen und Schweizer Franken abzüglich Zinssatz für Euro-Kredite an Haushalte.

### Zinssatzdifferenz zwischen Fremdwährungs- und Euro-Krediten<sup>2</sup>



mittlerweile mehr als 96% der Ausleihungen in Fremdwährung. Der Wechselkurs des Schweizer Franken zeigte – gemessen an der historischen Volatilität – in der Vergangenheit geringere Schwankungen als der des japanischen Yen und des US-Dollar. Allerdings kam es bei den Fremdwährungskrediten aufgrund der Entwicklung des Schweizer Franken im zweiten Quartal 2006 zu Bewertungsverlusten. Insgesamt waren in den ersten drei Quartalen 2006 aber Bewertungsgewinne aus der Fremdwahrungsverschuldung zu verzeichnen. Die Zinssatzdifferenz zwischen Schweizer Franken- und Euro-Krediten haben sich seit dem Jahr 2004 kontinuierlich verringert. Die Zinserhöhungen in der Schweiz führten auch zu einer stärkeren Zinsbelastung bei Fremdwährungskrediten. Da Fremdwährungskredite variabel verzinst und

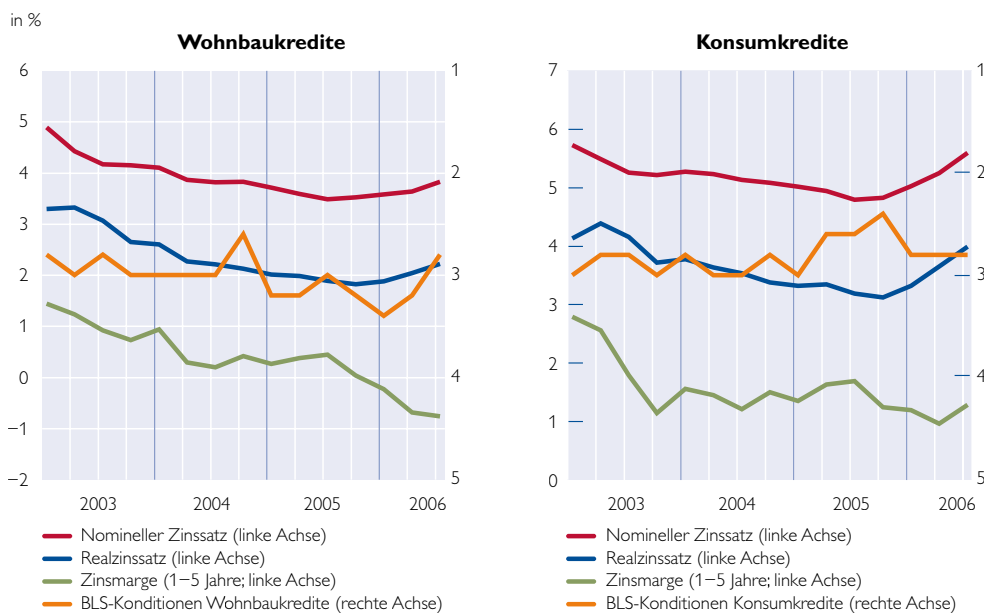
endfällig gestaltet sind, wirken sich Zinserhöhungen relativ rasch auf das gesamte ursprünglich aufgenommene Kreditvolumen aus.

### Leichte Verschlechterung der Kreditkonditionen

Die Konditionen für Kredite an private Haushalte haben sich in den ersten drei Quartalen 2006 leicht verschlechtert. Bei Konsumkrediten haben sich die Zinsanhebungen im Euroraum schon merklich auf das Kundengeschäft niedergeschlagen, wodurch sich sowohl der Nominalzinssatz als auch der Realzinssatz erhöhet haben. Bei Wohnbaukrediten ist nur ein geringer Anstieg dieser Zinssätze zu beobachten. Im Neugeschäft lag der Effektivzinssatz für Konsumkredite am Ende des dritten Quartals 2006 um 87 Basispunkte über dem Wert am Ende des dritten Quartals

Grafik 14

## Konditionen für Kredite an private Haushalte



Quelle: EZB, OeNB.

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

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

Zinssmarge: 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 private Haushalte in den letzten drei Monaten.

2005; bei Wohnbaukrediten betrug der Anstieg 67 Basispunkte. Generell sind die Kreditzinssätze allerdings nach wie vor als niedrig anzusehen.

Auch bei den Kreditvergabekonditionen gemäß der Umfrage über das Kreditgeschäft zeigten sich Unterschiede zwischen Wohnbau- und Konsumkrediten. Die Konditionen im Wohnbaugeschäft wurden im ersten Halbjahr 2006 weiter gelockert und erst im dritten Quartal 2006 leicht verschärft; bei den Konsumkrediten setzte sich hingegen die im Jahr 2005 begonnene Verschärfung der Konditionen fort.

### **Gestiegene Zinsbelastung**

Der Anstieg der Zinsen zeigt sich – in Verbindung mit der höheren Verschuldung – auch an einem gestiegenen Zinsaufwand für Privatkredite. Aufgrund des hohen Anteils von variabel verzinsten Krediten wirken sich Zinsanhebungen relativ rasch auf die Zinszahlungen der Haushalte aus. Im Neugeschäft lag der Anteil der variabel verzinsten Kredite bei Wohnbaukrediten bei rund 50% und bei Konsum- und sonstigen Krediten bei über 90%. Fremdwährungskredite sind grundsätzlich mit variabler Verzinsung versehen.

Seit Anfang 2004 ist ein Anstieg des Zinsaufwands<sup>15</sup> zu beobachten. Durch die Anhebung der Zinsen seit dem dritten Quartal 2005 hat sich dieser Anstieg beschleunigt. Im Durchschnitt gab ein österreichischer Haushalt im dritten Quartal 2006 3,1%

des verfügbaren Einkommens gemäß VGR<sup>16</sup> für Zinszahlungen aus. Dies bedeutet einen Anstieg von 0,5 Prozentpunkten gegenüber dem dritten Quartal 2005. Der – im Vergleich zu den Leitzinserhöhungen im Euroraum – relativ geringe Anstieg des Zinsaufwands ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass es vor allem bei Wohnbaukrediten noch zu keiner oder nur einer geringen Anhebung der Zinsen für aushaftende Kredite kam. Der Anstieg der Zinsbelastung kann daher auch zu einem großen Teil auf eine erhöhte Zinsbelastung bei Konsumkrediten, bei denen ein höherer Anteil der Kredite variabel verzinst ist als bei Wohnbaukrediten, und auch bei Fremdwährungskrediten in Schweizer Franken, die grundsätzlich variabel verzinst sind, zurückgeführt werden. Bei der Interpretation des Zinsaufwands ist allerdings zu beachten, dass es sich nur um eine Abschätzung der Kostenbelastung der Haushalte durch Kredite handelt. Vernachlässigt werden dabei einerseits andere Kostenfaktoren, wie Kreditnebenkosten, andererseits aber Subventionen, die insbesondere bei den Wohnbaukrediten eine bedeutende Rolle spielen. Es werden auch nur die Zinszahlungen, nicht aber die Rückzahlung des Kredits berücksichtigt. Außerdem wird der Zinsaufwand in Bezug zum Einkommen der gesamten Bevölkerung, also auch jener Haushalte, die keinen Kredit aufgenommen haben, gesetzt. Aus einer OeNB-Haushaltsbefragung<sup>17</sup> geht

<sup>15</sup> Der Zinsaufwand für Privatkredite berechnet sich als Produkt von Kreditvolumen nach Verwendungszweck und Laufzeiten und den jeweiligen Zinssätzen.

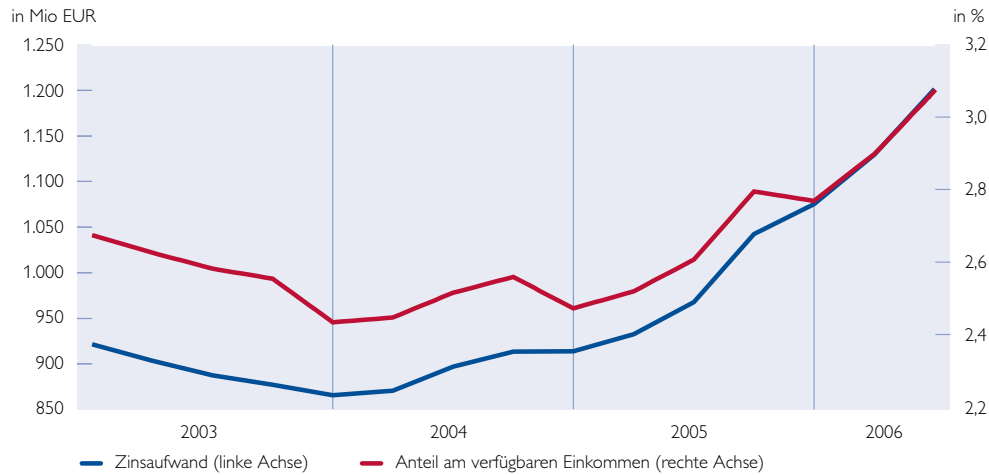
<sup>16</sup> Das verfügbare Einkommen enthält auch die Einkommen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck. Die Berechnungen basieren auf vorläufigen Werten der OeNB-Prognose.

<sup>17</sup> Siehe Beer, C., P. Mooslechner, M. Schürz und K. Wagner. 2006. Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Österreich. Eine Analyse auf Basis von Mikrodaten. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/06. OeNB. 101–119.



Grafik 15

### Zinsaufwand für Privatkredite<sup>1</sup>



Quelle: OeNB.

<sup>1</sup> Aushaftendes Kreditvolumen multipliziert mit dem Zinssatz für den aushaftenden Bestand gemäß Zinssatzstatistik (für Fremdwährungskredite Zinssatz für das Neugeschäft).

hervor, dass 40% der Haushalte einen Kredit aufgenommen haben. Für diese Haushalte ist der Zinsaufwand im Vergleich zum Einkommen dementsprechend höher.

#### Höheres Finanzierungsrisiko der Haushalte

Im Vergleich zum Jahr 2005, das durch hohe Bewertungsgewinne auf den Kapitalmärkten und sehr niedrige Zinsen für Kredite gekennzeichnet war, wirkte sich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten und die Zinsentwicklung im ersten Halbjahr 2006 tendenziell negativ auf die finanzielle Situation der Haushalte aus. Dem steht ein starker Beschäftigungszuwachs im ersten Halbjahr 2006 gegenüber, der auch zu einer Verringerung der Zahl der Arbeitslosen führte.

Die Finanzierungsseite der Haushalte ist aufgrund des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite mit einem beträchtlichen Zinsänderungsrisiko und aufgrund der großen Bedeutung von Fremdwährungskrediten zusätzlich mit nicht unerheblichen Wäh-

rungsrisiken (und den damit zusammenhängenden Tilgungsträgerisiken) behaftet. Allerdings ist die Verschuldung der Haushalte (2005: 54,2% des BIP) im Euroraumvergleich relativ gering. In den Ländern des Euroraums ist die Verschuldung der Haushalte sehr unterschiedlich und betrug im Jahr 2005 durchschnittlich 63% des BIP. Weiters waren die Kreditzinsen, trotz des Anstiegs im ersten Halbjahr 2006, im längerfristigen Vergleich noch immer niedrig. Bei der Einschätzung der Zinsbelastung der Haushalte ist auch zu beachten, dass der Haushaltssektor mehr Einlagen besitzt, als er Kredite aufgenommen hat. Im Aggregat können also – abhängig von der relativen Entwicklung der Einlagen- und Kreditzinssätze – infolge einer Zinsanhebung die Zinseinnahmen der Haushalte stärker steigen als die Zinszahlungen für Kredite. Allerdings sind aus Finanzmarktstabilitätssicht die mit einer höheren Zinszahlung für Kredite einhergehenden Risiken bedeutender als die Vorteile aus höheren Zinseinnahmen.

Im zweiten Quartal 2006 ist das Bewertungsrisiko bei der Veranlagung der Haushalte auf den Kapitalmärkten schlagend geworden. Bei der Interpretation des Bewertungsrisikos unter Finanzmarktstabilitätsaspekten ist allerdings zu beachten, dass Kapitalmarktpapiere in erster Linie von Haushalten in den oberen Einkommens- bzw. Vermögensdezilen gehalten werden.<sup>18</sup> Riskante Anlagepro-

dukte werden also primär von Haushalten gehalten, die in der Lage sein sollten, eventuelle Kursrückgänge zu verkraften. Aufgrund einer stärkeren Bedeutung der Kapitalmärkte durch die private Pensionsvorsorge ist andererseits aber zu erwarten, dass die Entwicklung auf den Kapitalmärkten in Zukunft eine größere Rolle bei der Einschätzung der finanziellen Stabilität des Haushaltssektors spielen wird.

<sup>18</sup> *Vergleiche Beer et al. (2006). a. a. O.*