

Realwirtschaft und Finanzmärkte in Österreich

Konjunktur

Die Konjunkturschwäche der österreichischen Wirtschaft hielt in der ersten Jahreshälfte 2002 an. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs um lediglich 0,4%, da sich sämtliche Komponenten der Binnennachfrage äußerst schwach entwickelten. Am deutlichsten zeigte sich die Konjunkturschwäche in einem massiven Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen. Der Konsum der privaten Haushalte stagnierte angesichts der ungünstigen Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Die Bauinvestitionen nahmen im Vergleich zum Vorjahr leicht zu, nachdem sie in den Vorperioden rückläufig waren. Im ersten Halbjahr 2002 betrug der Wachstumsbeitrag der gesamten Inlandsnachfrage –1,5 Prozentpunkte, jener der Nettoexporte demgegenüber rund 2 Prozentpunkte. Der starke Rückgang der Importe erhöhte den Außenbeitrag. Die gedämpfte konjunkturelle Dynamik in der EU machte sich in einem geringen Anstieg der Exporte bemerkbar. Die Hochwasserkatastrophe dämpfte das Wirtschaftswachstum zudem leicht (siehe dazu den Kasten „Konjunkturelle und budgetäre Folgen des Hochwassers in Österreich“).

Die anhaltende Konjunkturflaute schlug sich deutlich auf dem Arbeitsmarkt nieder. Die Zahl der Beschäftigten (ohne Präsenzdiener und Karenzgeldbezieher) ging im Jahr 2002 zurück, jene der Arbeitslosen stieg. In diesem Umfeld beurteilten die Konsumenten die wirtschaftliche Lage zunehmend pessimistischer. Nur schwach gestiegene Realeinkommen und eine erhöhte Unsicherheit veranlassten die Haushalte, ihre Konsumausgaben nur in einem sehr geringen Ausmaß auszudehnen. Insbesondere die Anschaffung dauerhafter Konsumgüter und Wohnbauinvestitionen gingen zurück.

Die Unternehmen haben ihre Bruttoinvestitionen auf Grund der ungünstigen Wirtschaftsaussichten heuer deutlich zurückgenommen. Die Ausrüstungsinvestitionen in Österreich sind im ersten Halbjahr 2002 um nicht weniger als 14,4% zurückgegangen. Am stärksten wurden die Investitionen in Maschinen und Elektrogeräte sowie jene in Fahrzeuge gedrosselt. Die Ergebnisse des halbjährlich durchgeführten WIFO-Investitionstests deuten auf einen deutlichen Rückgang der Investitionsabsichten der Unternehmer im Jahr 2002 hin. Vor allem die Sachgütererzeugung hat auf Grund der schlechten konjunkturellen Lage ihre Investitionsabsichten nach unten revidiert.

Die österreichische Industrieproduktion nahm in den Monaten Jänner bis Juni 2002 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 0,7% zu. Am besten entwickelte sich dabei die Energie- und Wasserversorgung, die Sachgütererzeugung war hingegen mit 0,2% rückläufig. Die Handelsumsätze stagnierten im zweiten Quartal 2002 real auf dem Vorjahresniveau. Leicht verbessert hat sich hingegen im Verlauf des ersten Halbjahres 2002 die Lage in der Bauwirtschaft, nachdem die Zuwachsraten der Bauproduktion über längere Zeit negativ waren.

Für 2002 wird gemäß der letzten Notifikation (vor dem 1. September 2002) statt des ursprünglich geplanten „Nulldefizits“ ein Defizit des Gesamtstaates von 2,8 Mrd EUR oder 1,3% des BIP erwartet, wobei das Bundesministerium für Finanzen etwa ein Drittel der Verschlechterung auf die staatlichen Hilfsmaßnahmen im Zusammenhang mit dem Hochwasser zurückführt. Der restliche Differenzbetrag ist hauptsächlich auf das bisherige Ausbleiben einer deutlichen konjunkturellen Erholung zurückzuführen.

Konjunkturelle und budgetäre Folgen des Hochwassers in Österreich

Das katastrophale Hochwasser im August 2002 hat in Österreich acht Menschenleben gefordert und in den betroffenen Regionen einen hohen finanziellen Schaden angerichtet. Die gesamtwirtschaftlichen Folgen für Österreich sind aus heutiger Sicht noch schwer abzuschätzen. Auf Grund seines Ausmaßes ist jedoch zu erwarten, dass das Hochwasser im laufenden und in den kommenden Quartalen das Wachstum und das Wachstumsprofil der österreichischen Volkswirtschaft, die Staatseinnahmen und -ausgaben und somit das Budgetdefizit sowie die Entwicklung der Inflationsrate beeinflussen wird.

Die Hochwasserkatastrophe ist zunächst ein typisches Beispiel für einen negativen Angebotsschock. Wichtige Infrastruktureinrichtungen wurden in Mitleidenschaft gezogen, Ernteauffälle sind zu beklagen, Produktionsstätten wurden zerstört oder zu temporären Produktionsunterbrechungen gezwungen. Folgende Schadenskategorien bzw. Folgeeffekte lassen sich bei Naturkatastrophen unterscheiden: Erstens, direkte Schäden am privaten und öffentlichen Kapitalstock; zweitens, indirekte Schäden als Folge von Produktionsausfällen und des möglichen Verlusts von Arbeitsplätzen; und drittens, volkswirtschaftliche Folgeeffekte, bedingt durch die indirekten Schäden einerseits und die Wiederaufbauinvestitionen andererseits.

Dem negativen Angebotsschock einer Naturkatastrophe folgt typischerweise ein durch Wiederaufbauinvestitionen ausgelöster positiver Nachfrageschock. Voraussetzung dafür ist, dass es nicht zu einem vollständigen Crowding-out kommt, das heißt, dass nicht anstelle der Wiederaufbauinvestitionen der Unternehmen und des Staates andere geplante Investitionsvorhaben im gleichen Umfang zurückgestellt werden bzw. Ersatzanschaffungen privater Haushalte nicht zulasten anderer Konsumausgaben getätigt werden. Bei entsprechender Bereitstellung sowohl zusätzlicher staatlicher Mittel in Form von Transferzahlungen und Investitionen als auch privater Mittel in Form von Spenden, Entsparen und Krediten zum Wiederaufbau steht man daher vor dem Paradoxon, dass der positive Nachfrageschock umso höher ist, je größer das Ausmaß der Naturkatastrophe. Der Gesamteffekt auf das BIP-Wachstum kann in Summe auch positiv sein, da Vermögensverluste in Form direkter Schäden nicht BIP-wirksam sind, die indirekten Schäden und die Folgeeffekte hingegen schon.

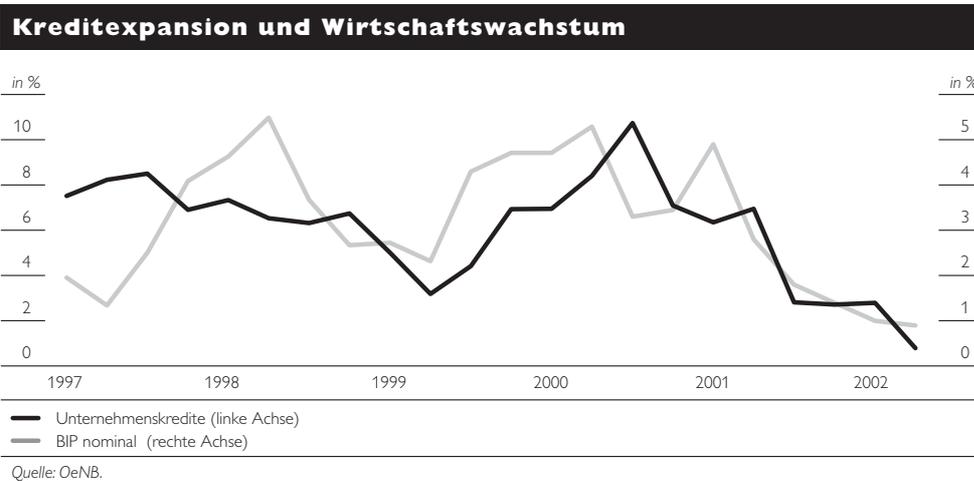
Erste Schätzungen gehen von einem Schadensvolumen von 3 bis 5 Mrd EUR aus. Noch schwieriger ist die Ermittlung der indirekten Schäden, da Produktionsausfälle oder der Verlust von Arbeitsplätzen oft nicht eindeutig den Folgen des Hochwassers zugerechnet werden können. Man wird daher noch über einen längeren Zeitraum auf recht grobe Schätzungen angewiesen sein. Da in den betroffenen Hochwassergebieten jedoch nur wenige Betriebsunterbrechungen bei größeren Unternehmen gemeldet wurden, ist im Vergleich mit Naturkatastrophen in der Vergangenheit ein – relativ zur Höhe der direkten Schäden – geringer indirekter Schaden in Form von Produktions- und Lohnausfällen von rund 0,25% des BIP zu erwarten. Die sektorale Betroffenheit variiert stark, Tourismus- und landwirtschaftliche Betriebe etwa sind besonders stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Der Großteil der für das BIP-Wachstum relevanten Schäden fällt im Jahr 2002 an. Die Wiederaufbauinvestitionen setzen mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung ein und werden im Jahr 2003 einen wesentlichen Wachstumsimpuls setzen. Die Stärke des Impulses hängt nicht zuletzt von der Höhe der staatlichen Unterstützungen ab.

Mit Hilfe des makroökonomischen Modells der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) kann eine erste vorsichtige Quantifizierung der Folgen des Hochwassers versucht werden. Dieser Schätzung liegt die Annahme zu Grunde, dass sich das Maßnahmenpaket der öffentlichen Hand auf rund 1,5 Mrd EUR beläuft. Das Wirtschaftswachstum wird sich gegenüber dem Basisszenario in Österreich im Jahr 2002 um 0,12% verringern, aber auf Grund der Wiederaufbau- und Ersatzinvestitionen im Jahr 2003 um 0,2 bis 0,3% höher liegen. Der wichtigste Wachstumsimpuls kommt von zusätzlichen Bauinvestitionen. Da dieser Sektor durch Überkapazitäten gekennzeichnet ist, bleibt die Inflationsentwicklung von der Hochwasserkatastrophe weitgehend unberührt. Die einnahmen- und ausgabenseitigen Maßnahmen der öffentlichen Hand im Zuge des Hochwassers sowie dessen Auswirkungen auf die Konjunktur führen in Summe zu einer Verschlechterung des prognostizierten Budgetsaldos um je 0,4% des BIP in den Jahren 2002 und 2003.

Unternehmen

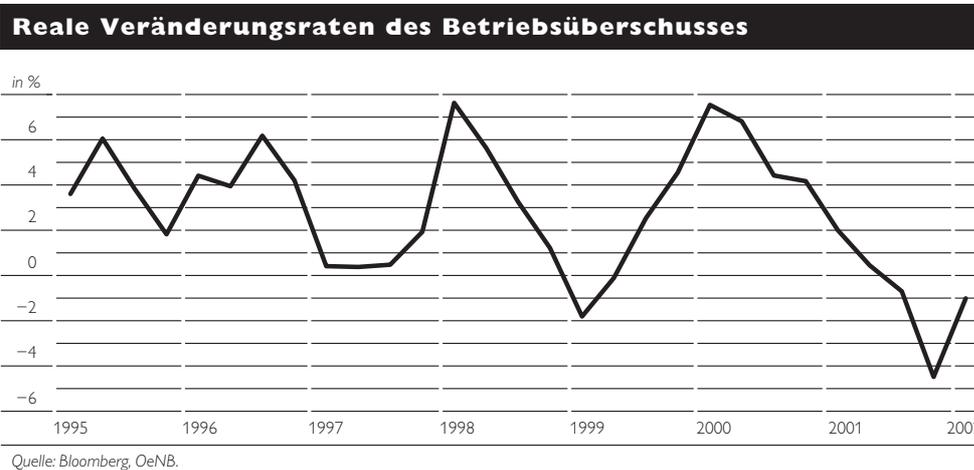
Parallel zur konjunkturbedingten Abschwächung hat sich das Wachstum der Kredite an Unternehmen im Verlauf des Jahres 2002 deutlich verringert. Im Juli 2002 betrug die Jahreswachstumsrate nur mehr 0,5%; seit Jahresbeginn ist das aushaftende Kreditvolumen um 2% gesunken. Die rückläufige Investitionstätigkeit dämpfte den Finanzierungsbedarf der Unternehmen, und die verhaltene Umsatzentwicklung senkte die Nachfrage nach Betriebsmittelkrediten. Sowohl kurzfristige Finanzierungen als auch Ausleihungen mit längerer Laufzeit schwächten sich ab.

Grafik 13



Zudem hat die Konjunktursituation die Bonität der Unternehmen verschlechtert. Die eröffneten Insolvenzverfahren haben in den ersten drei Quartalen 2002 im Vergleich zum Vorjahr, als die bisher höchste Zahl an Insolvenzen verzeichnet wurde, zwar um 0,8% abgenommen, die mangels Masse abgewiesenen nahmen jedoch wieder merklich zu. Insgesamt haben damit die Firmenzusammenbrüche in Österreich um rund 4% zugenommen. Die Passiva lagen im Berichtszeitraum um 3,6% unter dem Vorjahreswert, da im Gegensatz zum Vorjahr keine Großinsolvenzen eingetreten sind. Zum anderen hat sich

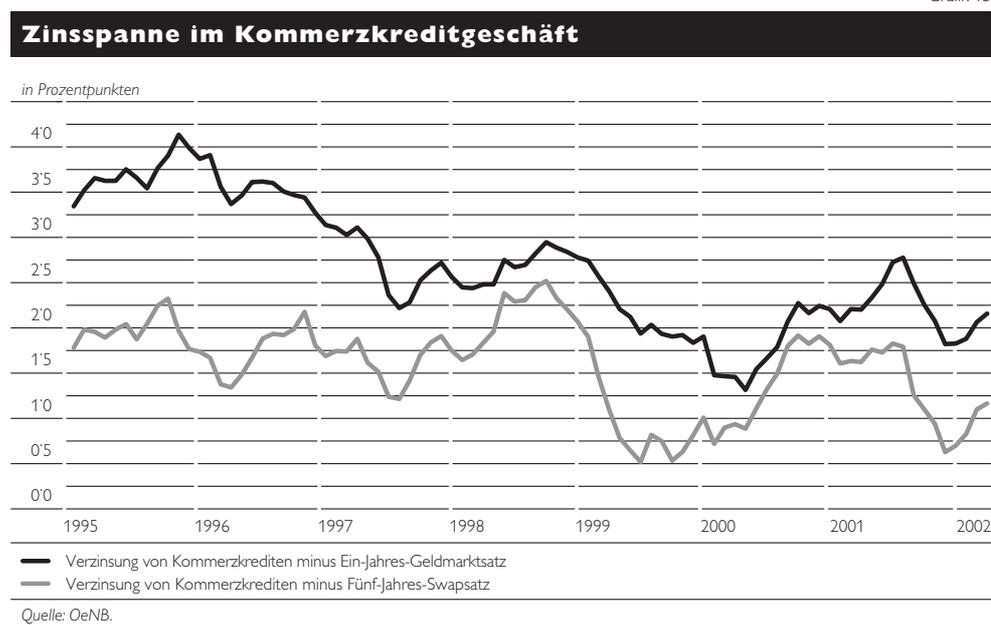
Grafik 14



die Gewinnlage der Unternehmen konjunkturbedingt verschlechtert. Der reale Betriebsüberschuss der österreichischen Unternehmen ist seit Mitte des Jahres 2001 rückläufig (Grafik 14). Ein ähnliches Bild zeichnet die Entwicklung der Cash-Flow-Quote der österreichischen Industrie, die 2001 konjunkturbedingt zurückgegangen ist.

Die Zinsspanne im Kommerzkundengeschäft¹⁾ hat sich seit dem Frühjahr 2002 wieder erhöht, nachdem ihre Aufwärtsbewegung zwischen Dezember 2001 und März 2002 unterbrochen worden war (Grafik 15).²⁾

Grafik 15



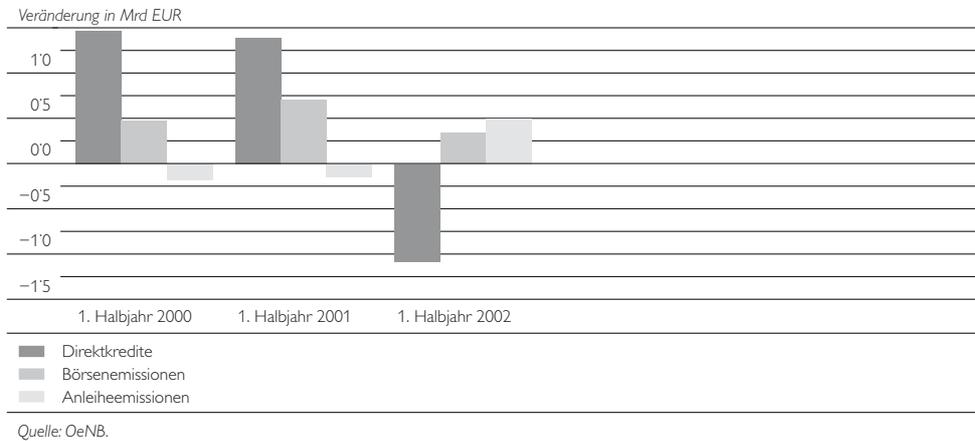
Neben dem konjunkturell bedingten Nachfrageeinbruch kann der Rückgang der Kreditnachfrage dadurch erklärt werden, dass die Unternehmen in der ersten Hälfte 2002 Bankkredite durch andere Finanzierungsformen substituiert haben. Das Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen ist heuer deutlich gestiegen. Über die Börse flossen den Unternehmen in vergleichsweise geringerem Ausmaß Mittel zu. Allerdings werden Aktien und Anleihen primär von größeren Unternehmen begeben, während sich kleine und mittlere Unternehmen in deutlich höherem Ausmaß durch Kredite finanzieren (siehe dazu z. B. Finanzmarktstabilitätsbericht 1 der OeNB, Juni 2001). Eine höhere Innenfinanzierung dürfte den Unternehmen angesichts ihrer Ertragsentwicklung als Finanzierungsquelle nicht möglich gewesen sein.

1 Die Methode zur Ermittlung der Zinsspanne orientiert sich an der Studie der EZB „EU Banks' Margins and Credit Standards“, Dezember 2000. Dabei werden die Zinsen der Kommerzkredite der Verzinsung alternativer Veranlagungen der gleichen Laufzeit gegenübergestellt. Die EZB verwendet als Referenzzinssatz für Unternehmenskredite den Fünf-Jahres-Swapsatz. Angesichts der Unsicherheiten, mit der diese Methode notwendigerweise behaftet ist, wurde hier zusätzlich der Ein-Jahres-Geldmarktsatz als Referenzzinssatz herangezogen. Beide Sätze zeigen in etwa das gleiche Bild über die Entwicklung der Zinsspanne im Zeitablauf.

2 Allerdings ist zu beachten, dass sich die Zinsspanne durch eine Vielzahl von Faktoren erklärt, wie der Laufzeit der Kredite, der Zinsstrukturkurve usw., und daher nicht ausschließlich als Indikator der Risikoeinschätzung herangezogen werden kann.

Grafik 16

Mittelaufkommen österreichischer Unternehmen



Die Verbreiterung der Refinanzierungsbasis der österreichischen Unternehmen und die stärkere Finanzierung durch Finanzierungsinstrumente, die dem Eigenkapital zuzurechnen sind, waren nicht primär auf eine risikomindernde Strategie oder eine gestärkte Ertragskraft der Unternehmen zurückzuführen, sondern erfolgten als Reaktion auf die Verflachung von Output und Cash-Flow. Da die Entwicklung der Unternehmenskredite im Wesentlichen parallel zum Konjunkturverlauf erfolgt, ist nicht davon auszugehen, dass eine über die konjunkturbedingte Abschwächung der Kreditnachfrage hinausgehende Kreditverknappung vorliegt (siehe dazu auch den Kasten „Kreditverknappung im Euroraum?“). Die Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmensfinanzierungen blieb jedoch hoch.

Kreditverknappung im Euroraum?

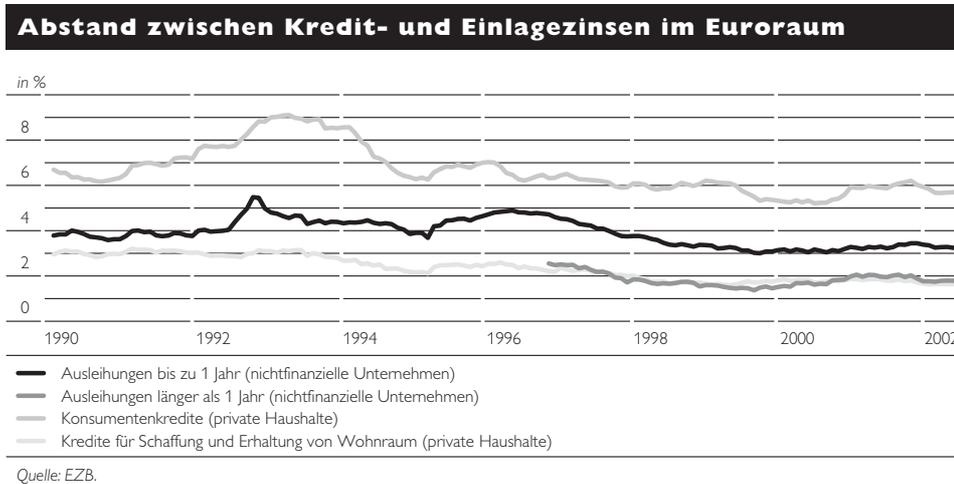
Ist die markante Abschwächung der Kreditexpansion im Euroraum seit dem letzten Quartal 2000 in erster Linie ein konjunkturelles Phänomen, oder handelt es sich um eine Kreditverknappung?

Unter Kreditverknappung wird ein Rückgang des Kreditangebots verstanden, der durch eine niedrigere Risikobereitschaft oder eine Straffung der Kreditkonditionen seitens der Kreditgeber verursacht wird. Als rentabel erachtete Kredite werden nicht vergeben, weil die Banken nicht über ausreichend Kapital verfügen. In diesem Fall hätte ein Kreditnehmer für einen ansonsten identischen Kredit höhere Zinsen zu zahlen. Als Indikator für eine derartige Situation kann der Abstand zwischen Kreditzinsen und Einlagezinsen dienen. Weitet sich dieser Spread aus, könnte das auf ein reduziertes Kreditangebot der Banken hindeuten.

Grafik 17 zeigt, dass – verglichen mit der Periode von 1993 bis 1996, als das Kreditwachstum ebenfalls deutlich zurückging – der Abstand zwischen Kreditzinsen und Einlagezinsen 2001 und 2002 im Euroraum relativ stabil war. Eine Ausnahme bildete lediglich die Differenz von Zinssätzen auf Einlagen und Konsumentenkrediten der privaten Haushalte, die zwar auf einem historisch niedrigen Niveau liegt, im Vergleich zu den Jahren 1999 und 2000 jedoch stark angestiegen ist. Im Laufe des Jahres 2001 hat sie sich wieder verringert.

Die Differenz zwischen Kredit- und Einlagezinsen deutet also nicht auf eine Kreditverknappung im Euroraum hin. Es kann jedoch sein, dass auf Grund von adverser Selektion die Banken

Grafik 17

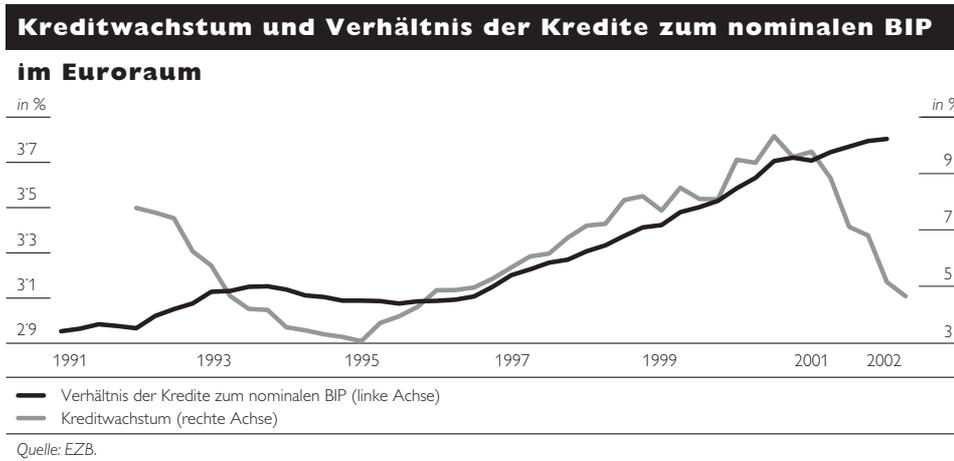


ihre Zinssätze nicht erhöhen, sondern die Kreditvergabe an risikoreichere Schuldner volumensmäßig einschränken. Das heißt, dass auch wenn keine Zinserhöhung zu beobachten ist, eine Kreditverknappung vorliegen kann.

Berechnungen mit dem ökonometrischen Modell der Europäischen Zentralbank (EZB) zeigen, dass die derzeitige Verlangsamung der Kreditexpansion eher eine Normalisierung als eine Besorgnis erregende Einschränkung der Kreditvergabe darstellt.¹⁾ In den Jahren 1999 und 2000 dürften das starke Wirtschaftswachstum sowie einige Sonderfaktoren – wie die intensiven Fusions- und Übernahmehaktivitäten und die günstige Wohnbaukonjunktur in einigen Ländern des Euroraums – zu dem kräftigen Wachstum der Direktkredite beigetragen haben.

Darauf deutet auch die Entwicklung der Kredite in Relation zum BIP in den letzten Jahren hin, die die Verlangsamung des Kreditwachstums seit dem letzten Quartal 2000 relativiert. Grafik 18 zeigt, dass diese mit einer kurzen Unterbrechung Anfang 2001 kontinuierlich anstiegen. Im Gegensatz dazu war das Verhältnis der Kredite zum BIP in der Periode von 1993 bis 1996 rückläufig.

Grafik 18



1 Calza, A., Gartner, G. und Sousa, J. (2001). Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area. ECB Working Paper No. 55, April.

Auch die Liquidität des Bankensektors im Euroraum hat sich verbessert, und die Banken haben für die im Jahr 2001 eingetretenen Risiken Vorsorge getroffen. Das derzeitige niedrige Kreditwachstum im Euroraum ist primär auf die aktuelle Konjunkturschwäche zurückzuführen. Länderweise Unterschiede wurden hier nicht untersucht. Überdies hängt die zukünftige Verfügbarkeit von Krediten auch von der weiteren Entwicklung des europäischen Bankensystems ab.

Private Haushalte

Markante Bewertungsverluste in den Portefeuilles der privaten Haushalte

Infolge der Konjunkturabschwächung in Österreich wuchsen die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte merklich langsamer. Die Konsumenten finanzierten ihre anhaltend hohen Verbrauchsausgaben über ein geringeres Sparen bzw. eine höhere Kreditverschuldung. Rückläufiges Sparen aus abgeschwächten Einkommen führte zu einem Rückgang bei der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte. Mit 10,9 Mrd EUR wurden im Jahr 2001 um knapp 3 Mrd EUR weniger Mittel auf den Finanzmärkten angelegt als im Jahr 2000. Auch die Sachvermögensbildung (Wohnbauinvestitionen) lag unter dem Durchschnitt der letzten Jahre.

Gleichzeitig hat sich die Struktur der Geldvermögensbildung 2001 deutlich verändert. Nach den beträchtlichen Anlagen in Aktien und Investmentfonds in den Jahren zuvor erfolgten im Jahr 2001 nahezu zwei Drittel der Neudotation in Form von Einlagen bei den inländischen Banken.¹⁾ Im ersten Halbjahr 2002 hat sich der Einlagenbestand der privaten Haushalte zwar weiter erhöht, wenn auch die Zuwachsraten abnehmende Tendenz zeigten. Wertpapiere und Investmentzertifikate wurden hingegen im Jahr 2001 in deutlich geringerem Umfang erworben, und auch das Versicherungssparen sowie die Beiträge zu Pensionskassen wurden in geringerem Umfang als im Jahr zuvor aufgebaut.

Das Aktienportefeuille der privaten Haushalte hat sich im Jahr 2001 verringert, und der Bestand an Investmentzertifikaten war zu Jahresende nur um knapp 0,5 Mrd EUR höher als zu Jahresbeginn. Auf Grund der Aktienkursentwicklung kam es im Jahr 2001 in den Portefeuilles der österreichischen Haushalte zu Bewertungsverlusten in Höhe von 2,4 Mrd EUR. Diese Bewertungsverluste dürften sich im bisherigen Verlauf des Jahres 2002 fortgesetzt – und infolge des sinkenden Wechselkurses des US-Dollar sogar noch verstärkt – haben, wenngleich hierüber noch keine Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung vorliegen. So verzeichnet die Investmentfondsstatistik für österreichische Aktienfonds im ersten Halbjahr 2002 einen Vermögensrückgang von 19,5%. Gleichwohl dürften die privaten Haushalte in diesem Zeitraum trotz massiver Kursverluste weiter in Investmentfonds veranlagt haben, wenn man die Absatzentwicklung der Publikumsfonds im ersten Halbjahr zu Grunde legt.

Die erheblichen Bewertungsverluste, die die österreichischen Haushalte im Aktien- und Investmentfondsbereich im Jahr 2001 hinnehmen mussten, haben sich auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte nur gering ausgewirkt (siehe dazu den Kasten „Auswirkungen des Aktienkursverfalls auf die Real-

¹ Zum Teil war dieser Zugang auch durch die Eurobargeldeinführung bedingt. Die Bargeldbestände waren im Jahr 2001 deutlich rückläufig.

wirtschaft in Österreich“), da trotz der Zuwächse der letzten Jahre der Anteil (und das absolute Niveau) der Anlagen in Aktien (direkt oder via Fonds) im internationalen Vergleich noch sehr gering ist. Die Bewertungsverluste des Jahres 2001 entsprachen rund 2½% der verfügbaren Einkommen. Die Entwicklung der Sparneigung deutet darauf hin, dass die Haushalte ihre Konsumausgaben im Zeitverlauf glätten.

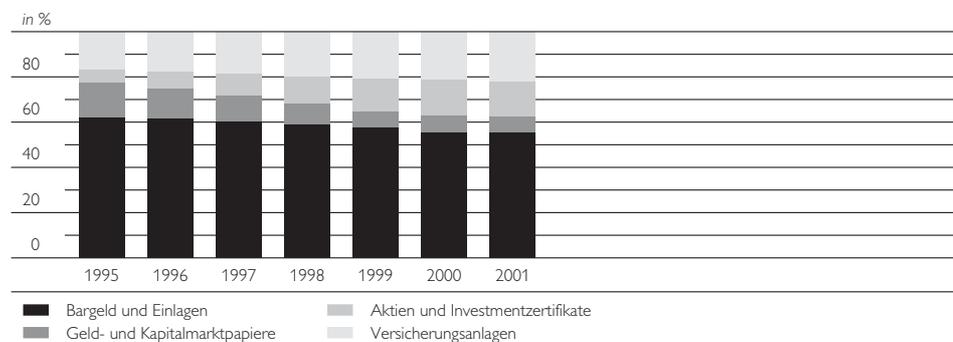
Auswirkungen des Aktienkursverfalls

auf die Realwirtschaft in Österreich

Die in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre zu beobachtenden Kurssteigerungen auf den internationalen Finanzmärkten veranlassten private Haushalte in Österreich, ihr Veranlagungsverhalten zu überdenken. In diesem Zeitraum investierten private Anleger verstärkt in marktfähige Wertpapiere aus dem Ausland. Dadurch erhöhten sie zwischen 1995 und 2000 den Anteil von Aktien und Investmentzertifikaten in ihrem Portefeuille deutlich, und zwar von 6,2% auf rund 16%. Der im Jahr 2000 einsetzende Kursverfall erfasste auch Österreich. Das in den Vorjahren aufgebaute Vermögen in Markttiteln wird seither einer deutlichen Bewertungskorrektur unterzogen. Bisher kam es bei den privaten Haushalten zu einem Vermögensverlust in der Höhe von 3,2 Mrd EUR. Die negativen Bewertungskorrekturen führten gemeinsam mit einer zurückhaltenderen Marktveranlagung der privaten Haushalte dazu, dass der Anteil des Aktien- und Fondsvermögens am gesamten Finanzvermögen im Jahr 2001 leicht auf 15,6% fiel.

Grafik 19

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte



In Österreich dürften die eingetretenen Kursverluste auf die Konsumnachfrage geringe Auswirkungen haben. Im Unterschied zu den USA, wo ein Großteil des Geldvermögens in Aktienmärkten angelegt ist und Vermögenseffekte dementsprechend stark die gesamtwirtschaftliche Nachfrage beeinflussen können, ist das in Österreich – wie im Euroraum – von privaten Anlegern gehaltene Aktienvermögen um einiges geringer. Dazu kommt, dass allgemein der Besitz von marktfähigen Wertpapieren unter den Anlegern ungleich verteilt ist. Bezieher höherer Einkommen sind besser in der Lage, Marktrisiken zu tragen, und investieren aus diesem Grund stärker in Aktienmärkte als Bezieher niedriger Einkommen, was zu einer hohen Konzentration bei markt-bewertetem Vermögen führt. Kurskorrekturen treffen somit nur einen Teil der gesamtwirtschaftlichen Konsumnachfrage. Geschmälerete Einkommensersatzleistungen von Pensionskassen, die einen Großteil des ihnen überantworteten Vermögens auf dem Kapitalmarkt investieren, sollten

ebenfalls keine gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen haben, da die private Pensionsvorsorge in Österreich nicht die Bedeutung hat, die ihnen in den angelsächsischen Ländern zukommt. Eine durch Vermögensverluste im Finanzvermögen hervorgerufene Abschwächung der Konsumnachfrage ist auch aus dem Bestreben der privaten Haushalte, ihren Konsum über die Zeit zu stabilisieren, nicht zu erwarten. Zwar könnten die Haushalte versuchen, durch höheres Sparen die eingetretenen Vermögensverluste auszugleichen und ihren gewünschten Vermögensbestand wieder herzustellen. Der im Vergleich zu anderen Veranlagungsformen niedrige Anteil von Aktien und Investmentzertifikaten im Portefeuille der Haushalte sowie die hohe Konzentration bei diesen Veranlagungsformen lässt aber die Vermutung zu, dass die privaten Haushalte eher ihr Sparaufkommen – und damit die Vermögensbildung – als ihre Konsumausgaben den gegenwärtigen Verhältnissen auf den Vermögenmärkten anpassen.

Da die österreichische Unternehmenslandschaft durch Klein- und Mittelbetriebe geprägt ist, spielt der Aktienmarkt bei der Aufbringung von Kapital – im Vergleich zu anderen Ländern – eine geringe Rolle. Der Fall der Aktienkurse auf den internationalen Finanzmärkten hat zwar die an der österreichischen Börse notierten Titel ebenfalls erfasst, das Ausmaß des Kursrückgangs ist aber bisher nicht so deutlich ausgefallen wie auf den weltweiten Aktienmärkten. Die gesamtwirtschaftliche Investitionsnachfrage wird dadurch in Österreich nicht durch steigende Kapitalkosten – verursacht durch fallende Aktienkurse – belastet.

Allerdings haben die Kursverluste zu Kürzungen der laufenden Leistungen für einige tausend Bezieher von Zusatzrenten der Pensionskassen (aus beitragsorientierten Verträgen) geführt. Effekte könnten auch dadurch entstehen, dass Investmentfonds und Lebensversicherungen – und hier wiederum vielfach fondsgebundene Versicherungen – in erheblichem Ausmaß als „Tilgungsträger“ für Fremdwährungskredite herangezogen werden. Falls die Aktienkursentwicklungen der letzten Zeit bereits die Performanceerwartungen für diese „Tilgungsträger“ beeinträchtigt haben, wäre eine verstärkte Dotation der Vorsichtskasse zulasten der geplanten Konsumausgaben denkbar.

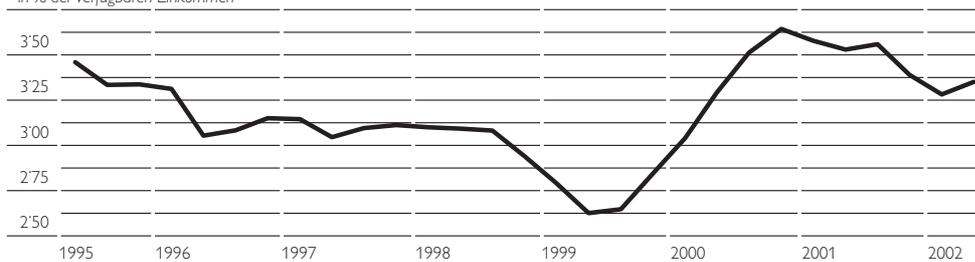
Kreditaufnahme verlangsamt

Das auf Grund des konjunkturellen Abschwungs geringere Konsumentenvertrauen hat die Kreditnachfrage der privaten Haushalte spürbar gedämpft. Im ersten Halbjahr 2002 stiegen die Direktkredite an private Haushalte merklich langsamer als im langjährigen Durchschnitt. Besonders deutlich hat sich die Nachfrage nach Wohnbaufinanzierungen verlangsamt.

Grafik 20

Zinsaufwand für Privatkredite¹⁾

in % der verfügbaren Einkommen



Quelle: OeNB

¹⁾ Zinssatz für Privatkredite gemäß Zinssatzstatistik bezogen auf den aushaftenden Stand der Direktkredite an private Haushalte; Quartalswerte.

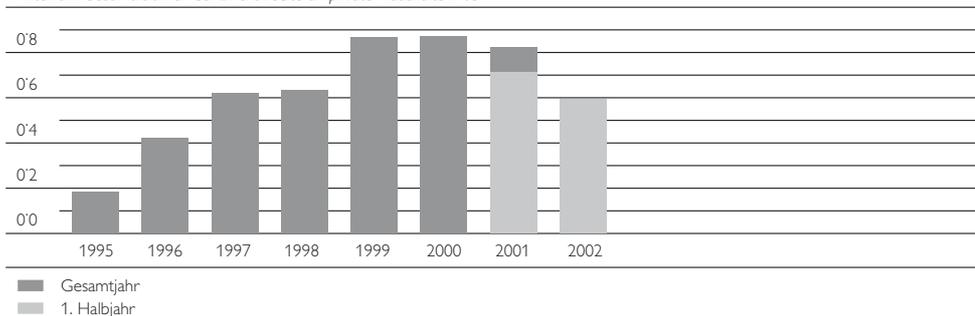
Gemessen an den verfügbaren Einkommen ist die Kreditbelastung der Haushalte aber weiter gestiegen. Mitte 2002 hatten die Direktkredite einen Anteil am verfügbaren Einkommen von nahezu 50% erreicht; Ende der Achtzigerjahre war der Anteil noch bei 30% gelegen. Da Kredite aus zukünftigen Einkommen zu bedienen sind und die Einkommensaussichten unsicherer geworden sind, ist ein damit verbundenes höheres Risiko bezüglich der Schuldentragungsfähigkeit des Haushaltssektors nicht auszuschließen.

Die laufende Schuldendienstfähigkeit dürfte zwar durch die günstige Zinsentwicklung eher gestützt worden sein; der Anstieg der Verschuldung in den letzten Jahren hat jedoch die Zinsabhängigkeit der Haushalte erhöht, sodass bei allfällig steigenden Zinssätzen – ähnlich wie im Jahr 2000 – mit einem deutlichen Ansteigen der Zinsaufwandsquoten zu rechnen ist. Zusätzlich wird der Schuldendienst von der Wechselkursentwicklung vermehrt beeinflusst, da der Fremdwährungsanteil an den aufgenommenen Bankkrediten weiter steigt.¹⁾ Die Volatilität der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte und der darauf zu leistenden Zinszahlungen erhöht sich weiter. Die Fragilität der Finanzposition der Haushalte hat sich somit im ersten Halbjahr 2002 erhöht.

Grafik 21

Von Privatkonkursen betroffene Direktkredite an private Haushalte

Anteil am Gesamtvolumen der Direktkredite an private Haushalte in %



Quelle: Kreditschutzverband von 1870, OeNB.

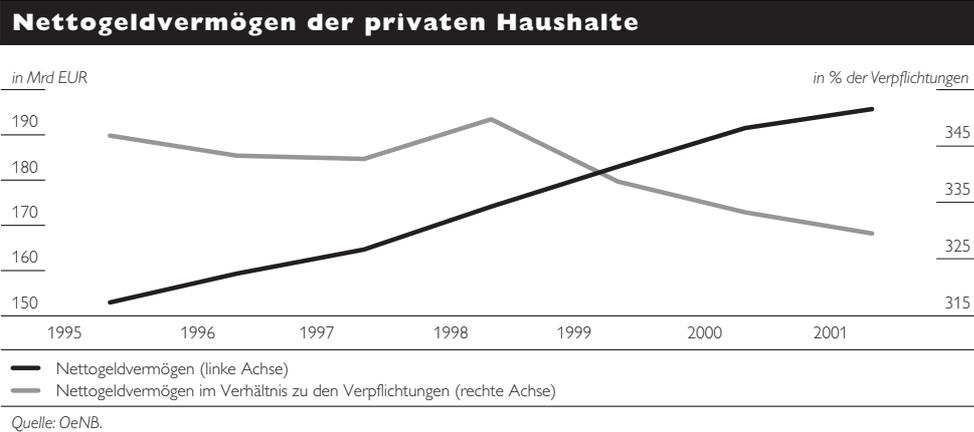
Die Anzahl der Privatkonkurse stieg im ersten Halbjahr 2002 um 6,5%. Die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten waren erstmals seit der Einführung dieses Rechtsinstruments im Jahr 1995 rückläufig. Da der Privatkonkurs bis zur Novellierung des Konkursrechts per 1. Juli 2002 ein regelmäßiges Einkommen (aus Arbeit oder Pension) vorausgesetzt hat, könnte eine Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation einen Rückgang der Konkursöffnungen bewirkt haben. Darauf deutet auch die deutliche Zunahme der Abweisungen mangels kostendeckenden Vermögens hin. Laut Kreditschutzverband von 1870 (KSV) entfallen rund drei Viertel der Passiva im Privatkonkurs auf Bankkredite. Das würde bedeuten, dass im ersten Halbjahr 2002 rund 0,6% der gesamten Finanzierungen an Privatpersonen – und damit etwas weniger als im Vergleichszeitraum des Vorjahres – von Privatkonkursen betroffen gewesen wären (siehe Grafik 21).

¹ Zu den Fremdwährungskrediten siehe auch die Studie „Fremdwährungskredite in Österreich – Effizienz- und Risikoüberlegungen“ in diesem Heft.

Nettovermögensposition gewachsen

Die Geldvermögen der privaten Haushalte übertrafen die Verpflichtungen Ende 2001 um 196 Mrd EUR. Gemessen an den Verbindlichkeiten sind die Nettovermögen allerdings seit dem Jahr 1999 rückläufig (siehe Grafik 22). Überdies sind die Veranlagungen und Kredite der privaten Haushalte zunehmend mit Risiken behaftet. Erstere unterliegen in wachsendem Ausmaß Markt- und Kursrisiken, und die Kredite enthalten vermehrt Wechselkurs- und Zinsänderungsrisiken.

Grafik 22

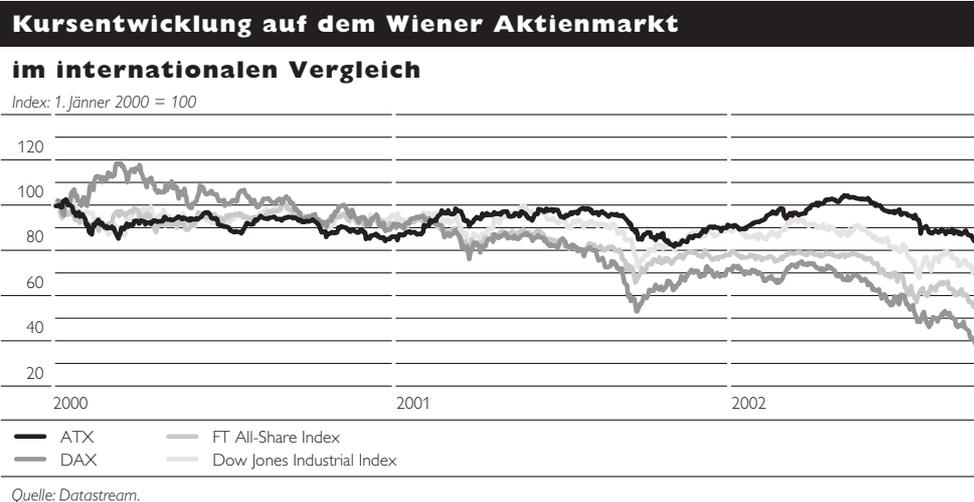


Aktienmärkte

In den ersten vier Monaten des Jahres 2002 verzeichnete der Austrian Traded Index (ATX) Kursgewinne. Ende des dritten Quartals 2002 fiel er jedoch wieder um rund 6% unter das Niveau von Ende 2001. Vergleicht man die Kursentwicklung seit Jahresbeginn 2000, so waren in Wien deutlich geringere Kursverluste als in Frankfurt, London oder New York zu verzeichnen.

Wie im Finanzmarktstabilitätsbericht 3 der OeNB (Juni 2002) ausgeführt, war die gute Kursperformance nicht unerheblich von der Sektorstruktur der Wiener Börse mit ihrem hohen Anteil „zyklischer“ Werte getragen, die in Phasen erhöhter Marktunsicherheit weit weniger negativ betroffen sind. Der

Grafik 23

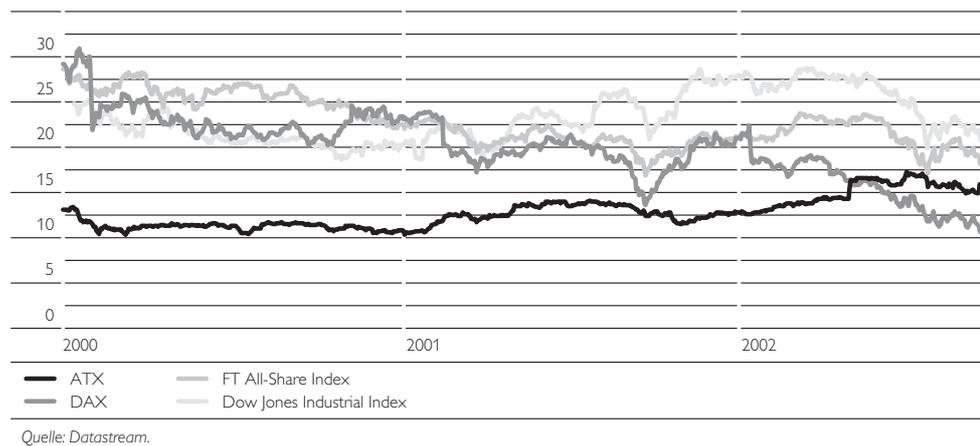


allgemeinen Vertrauenskrise, die die internationalen Aktienmärkte im Zuge von Betrugsaffären und Unregelmäßigkeiten bei der Unternehmensberichterstattung erfasste, konnte sich auch die Wiener Börse nicht entziehen.

Infolge der Kursgewinne der ersten Monate 2002 und verbesserter Gewinnerwartungen für die im ATX enthaltenen Unternehmen hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des Wiener Aktienmarktes seit Beginn des Jahres 2002 deutlich erhöht. Diese Entwicklung stand im Gegensatz zu jener auf den internationalen Märkten, deren Bewertung sich zuletzt deutlich verringert hatte. Im dritten Quartal 2002 übertraf das KGV des ATX auch erstmals jenes des deutschen Aktienindex DAX. Gleichwohl ist die aktuelle Bewertung der Wiener Börse im internationalen Vergleich nach wie vor niedrig.

Grafik 24

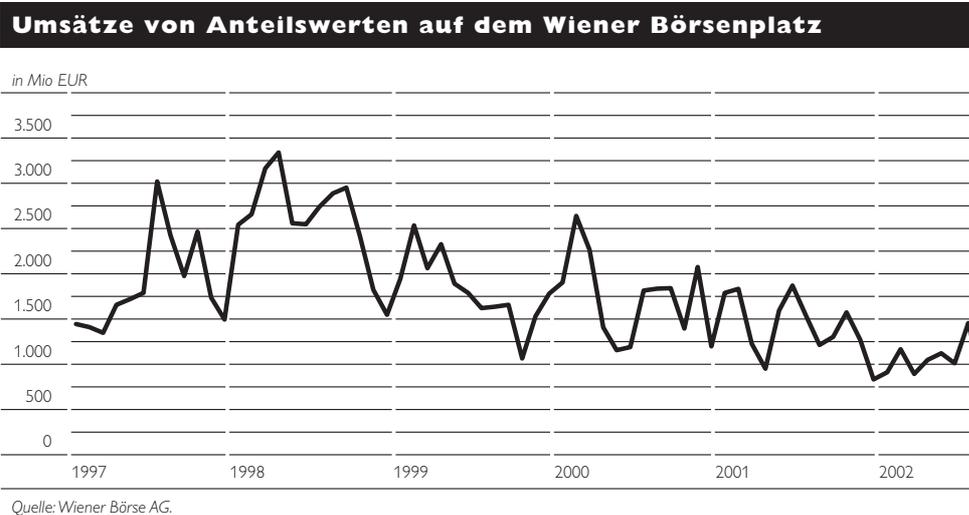
Kurs-Gewinn-Verhältnis auf dem Wiener Aktienmarkt im internationalen Vergleich



In Anbetracht der schwachen Kursentwicklung und des insgesamt unsicheren Börsenumfelds hat in den ersten drei Quartalen 2002 kein Unternehmen neu an der Wiener Börse notiert. Mit der Ausgabe von jungen Aktien der Erste Bank im Wert von rund 642 Mio EUR fand jedoch die bis dato größte Kapitalerhöhung in der Geschichte des österreichischen Aktienmarktes statt. In Summe war das Mittelaufkommen durch Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen mit knapp 1,2 Mrd EUR bereits in den ersten acht Monaten 2002 mehr als doppelt so hoch wie in jedem der Vorjahre insgesamt.

Die Marktliquidität der Wiener Börse ist allerdings weiterhin gering. Die Umsätze waren im Jahr 2002 weiter rückläufig, was auf die geringere Anzahl von notierten Unternehmen zurückzuführen ist. Auch in Monaten starker Kursgewinne waren die Umsätze nicht höher gewesen. In den ersten vier Monaten des Jahres 2002 wurde ein rund 7% geringeres Volumen an inländischen Aktien an der Wiener Börse umgesetzt als in den vier darauf folgenden Monaten. Die Bankenfusionen der letzten Jahre haben die Zahl der Marktteilnehmer reduziert; darüber hinaus haben die fusionierten Institute auch einen Teil ihrer Market-Maker-Verpflichtungen zurückgelegt. Überdies werden große Transaktionen vielfach außerbörslich abgewickelt und daher nicht in der Umsatzstatistik ausgewiesen.

Grafik 25



Der Rückzug stark gehandelter Titel von der Wiener Börse, wie Bank Austria oder Austria Tabak, hat ebenfalls zu dieser Reduktion des Handelsvolumens beigetragen. Insgesamt wurde in den ersten drei Quartalen 2002 die Notiz von sieben Unternehmen gelöscht, sodass sich die Zahl der an der Wiener Börse notierten Gesellschaften auf 92 reduzierte.

Impulse für die Nachfrage nach Aktien der Wiener Börse werden von der „Abfertigung neu“ erwartet, die die Ausgliederung der Abfertigungsansprüche an Mitarbeitervorsorgekassen vorsieht. Diesen ist ein Aktienanteil von bis zu 40% erlaubt, wenngleich in der Praxis ein wesentlich geringerer Anteil zu erwarten ist. Die vorgeschriebene Kapitalgarantie dürfte insbesondere in der Anfangsphase dazu führen, dass der weitaus überwiegende Anteil in Anleihen investiert werden wird.

Die im September 2002 präsentierte prämiengünstigte Zukunftsvorsorge hat explizit die Belebung des österreichischen Kapitalmarktes zum Ziel. Bei diesem müssen mindestens 60% des eingezahlten Kapitals in Aktien veranlagt werden, die an Börsen im Europäischen Wirtschaftsraum notieren, deren Marktkapitalisierung unter 30% des jeweiligen BIP liegt. Diese Bedingung erfüllen derzeit lediglich Österreich, Griechenland und Portugal. Der österreichischen Börse würde damit eine bedeutendere Rolle zufallen.

Das Vertrauen der Anleger in den Wiener Aktienmarkt soll durch den im Oktober 2002 in Kraft getretenen einheitlichen österreichischen Corporate-Governance-Kodex gestärkt werden. Dieser bildet – auf freiwilliger Basis – einen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens, in dem neben Publizitätsrichtlinien für Aktionärsinformationen vor allem die Bestellung der Unternehmensorgane, deren Kompetenzen und deren Zusammenwirken geregelt werden.

Rentenmarkt

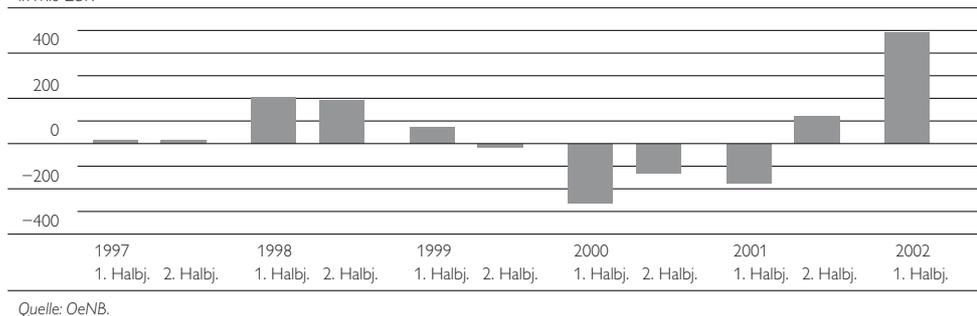
Der österreichische Anleihemarkt wird nach wie vor von Bund und Banken dominiert. Im ersten Halbjahr 2002 entfielen 57% des Umlaufvolumens auf den Bund und 39% auf die inländischen Kreditinstitute. Auch die Emissionstätigkeit wurde in diesem Zeitraum wiederum von diesen beiden Emittentengruppen dominiert. Von österreichischen Unternehmen wurden Anleihefinanzierungen noch in eingeschränktem Umfang genutzt, obwohl Unternehmensanleihen im ersten Halbjahr 2002 mit einem Nettoemissionsvolumen von 494 Mio EUR einen neuen Höchstwert erreichten. Ihr Anteil am Umlauf erreichte damit 2,2%. Während in früheren Jahren vor allem Energieversorgungsunternehmen als Emittenten auftraten, war die Branchenstruktur zuletzt breiter gestreut. Ein Grund für die Zunahme könnten höhere Risikoaufschläge auf Grund konjunkturell bedingter Bonitätsverschlechterungen gewesen sein. Darüber hinaus hat zweifellos die Integration der europäischen Kapitalmärkte die Platzierung von Unternehmensanleihen erleichtert, wurden doch im Zeitraum von 1999 bis 2001 60% der Neuemissionen im Ausland abgesetzt.

Grafik 26

Nettoemissionen inländischer Nichtbanken

auf dem österreichischen Rentenmarkt

in Mio EUR



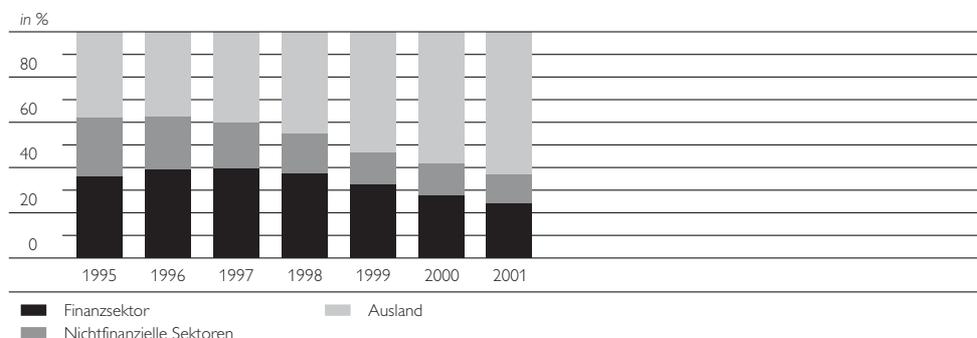
Quelle: OeNB.

Insgesamt wurden Ende 2001 laut Angaben der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung nahezu zwei Drittel des von österreichischen Emittenten begebenen Rentenmarktvolumens von ausländischen Investoren gehalten, ein knappes Viertel – mit stark fallender Tendenz (siehe Grafik 27) – befand sich in den Portefeuilles des österreichischen Finanzsektors (Banken und institutionelle Investoren). Die privaten Nichtbanken hielten demgegenüber sehr geringe Volumina an inländischen Anleiheemissionen. Der Anteil der Haushalte belief sich auf rund 6% des Umlaufvolumens, jener des Unternehmenssektors auf weniger als 3%, da in den letzten Jahren der direkte Besitz von Anleihen durch Veranlagungen in Investmentfonds ersetzt wurde. Demgegenüber haben in den letzten Jahren in den Portefeuilles inländischer Investoren Anleihen ausländischer Emittenten deutlich an Bedeutung gewonnen: Während die Bestände an inländischen Schuldverschreibungen zwischen 1998 und 2001 leicht rückläufig waren, haben sich die ausländischen Kapitalmarktpapiere mehr als verdoppelt.

Weitere Disintermediationstendenzen in diese Richtung könnten zumindest mittelfristig von der „Abfertigung neu“ ausgehen. Bisher wurden von den Unternehmen Abfertigungsrückstellungen überwiegend mit inländischen

Grafik 27

Gläubigerstruktur des österreichischen Rentenmarktes



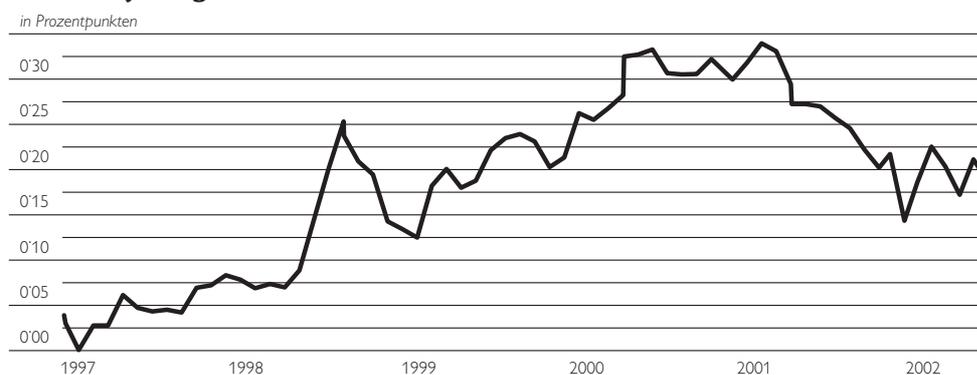
Quelle: OeNB.

Rentenwerten unterlegt. Wenn diese an die neu gegründeten Mitarbeitervorsorgekassen übertragen werden, wird dadurch der Anteil der (inländischen) Rentenwerte an der Mittelveranlagung der Betriebe weiter vermindert werden. Falls im Zuge der Auflösung von Abfertigungsrückstellungen Unternehmen in größerem Umfang Anleihen verkaufen, könnte dies das Kursniveau auf dem österreichischen Rentenmarkt verringern.

Der Zinsabstand österreichischer zu deutschen Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit hat sich im Jahresverlauf bis Redaktionsschluss wenig verändert, nachdem sich im Vorjahr die Differenz merklich zurückgebildet hatte. Da in fast allen Ländern des Euroraums eine Verringerung des Spreads zu beobachten war, könnte dies zum Teil auch auf ein gestiegenes Angebot an deutschen Bundesanleihen in diesem Zeitraum zurückzuführen gewesen sein. Ohne Zweifel stellt allerdings die Marktliquidität weiterhin einen wichtigen Grund bei der Erklärung der Renditeunterschiede von staatlichen Anleihen im Euroraum dar. Hohe Anleihevolumina sind für Länder mit einer vergleichsweise geringen heimischen Platzierungskraft und einem relativ geringen jährlichen Finanzierungsvolumen schwer zu erreichen. Daher wies Österreich innerhalb der AAA-Schuldner des Euroraums weiterhin die höchsten Zinsdifferenzen zu Deutschland auf.

Grafik 28

Zinsabstand von österreichischen zu deutschen Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit



Quelle: OeNB.