

Stabile Finanzposition der realwirtschaftlichen Sektoren

Weiterhin gute Risikoposition der Unternehmen

Fortgesetzter Konjunkturaufschwung

Die österreichische Wirtschaft entwickelte sich auch im ersten Halbjahr 2007 überaus dynamisch. Die rege Investitionstätigkeit bildete weiterhin eine wesentliche Konjunkturstütze. Sowohl Bau- als auch Ausrüstungsinvestitionen konnten zulegen. Nachfrageseitig trug insbesondere die lebhaftere Exportentwicklung zur Investitionsdynamik bei, überdies hat sich die Kapazitätsauslastung der Unternehmen erhöht.

Nach den hohen Zuwächsen der Vorjahre verzeichnete der österreichische Unternehmenssektor – ähnlich wie im Euroraum – eine positive Gewinnsituation. Die Umsätze gestalteten sich in dem positiven Konjunkturmilieu günstig, gleichzeitig entwickelten sich die Lohnstückkosten weiterhin moderat.

Im Gefolge der konjunkturellen Aufwärtsentwicklung haben sich die Unternehmensinsolvenzen, die üblicherweise einen nachlaufenden Konjunkturindikator darstellen, verringert. In den zwölf Monaten bis zum Ende des ersten Quartals 2007 sank die Zahl der Insolvenzen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 4,6%. Sowohl die eröffneten Verfahren als auch die mangels Masse abgewiesenen Konkursanträge gingen zurück. Die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten stiegen zwar nominell um 4,8%, in Relation zu den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (laut GFR) betrug die Insolvenzverbindlichkeiten unverändert 0,7%.

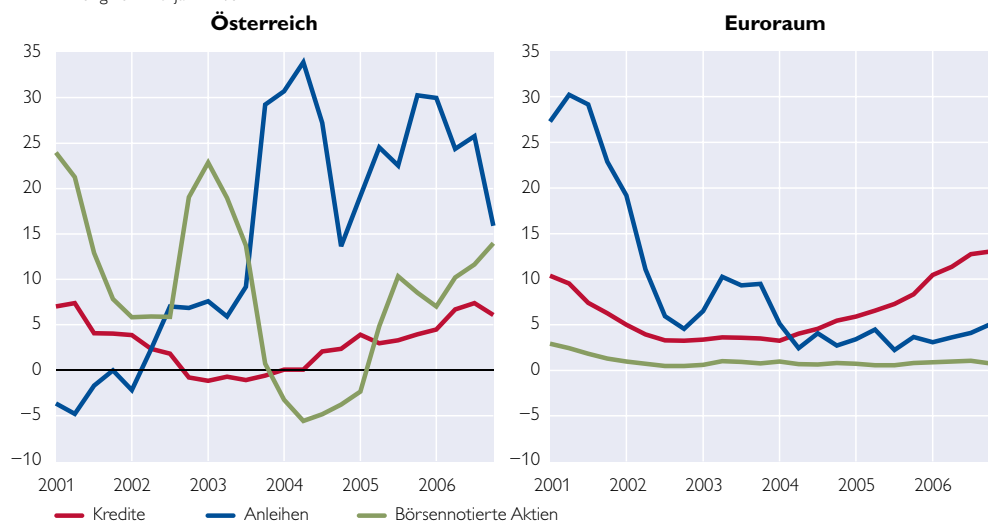
Struktur der Außenfinanzierung stark vom Kapitalmarkt geprägt

Trotz der anziehenden Investitionen verringerte sich im zweiten Halbjahr 2006 das Außenfinanzierungsvolumen gegenüber dem entsprechenden Vor-

Grafik 4

Entwicklung wichtiger Finanzierungsinstrumente

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB, EZB.

jahreszeitraum um 32 % auf 5,7 Mrd EUR. Dieser Rückgang ging im Wesentlichen auf eine Einmaltransaktion in Milliardenhöhe zurück, in deren Rahmen ein Konzern erhebliche Aktiv- und Passivpositionen verminderte.³ Überdies ermöglichte die gute Gewinnsituation den Unternehmen, sich zu einem großen Teil aus den eigenen Erträgen zu finanzieren.

Rund ein Fünftel der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors stammte im zweiten Halbjahr 2006 von Bankkrediten, deren Wachstum sich im Jahresverlauf parallel zur anziehenden Investitionstätigkeit beschleunigte. Die Kredite wuchsen im vierten Quartal 2006 um 6 % im Jahresabstand, dennoch blieb ihre Dynamik bis zuletzt hinter jener des Euroraums zurück.⁴ Die Kreditaufnahme erfolgte (netto) zur Gänze in Euro, Fremdwährungskredite wurden von den Unternehmen per saldo abgebaut.

Gemäß den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft nahmen die Unternehmen im zweiten Halbjahr 2006 und im ersten Quartal 2007 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.

Den weitaus größten Beitrag zur Unternehmensfinanzierung leistete in der zweiten Jahreshälfte 2006 der

Kapitalmarkt. Der Anteil der Kapitalmarktinstrumente (Anleihen und börsennotierte Aktien) an der Außenfinanzierung betrug in diesem Zeitraum knapp zwei Drittel.

Die Anleihenfinanzierung expandierte auch im zweiten Halbjahr 2006 überaus dynamisch, auch wenn das Neuemissionsvolumen um nahezu zwei Drittel unter dem Vergleichswert des Vorjahres blieb. Gemäß Emissionsstatistik erhöhte sich der Umlauf von Unternehmensanleihen gegenüber dem Vorjahr um 12 %, also deutlich mehr als im gesamten Euroraum.⁵ Die größten Emissionen des vergangenen Jahres wurden von Infrastrukturunternehmen begeben. Insgesamt legten im Jahr 2006 über 40 Unternehmen Anleihen auf. Mehr als drei Viertel des im Jahr 2006 begebenen Anleihevolumens war fix, der Rest variabel verzinst.

Die Neuemissionen an der Wiener Börse erreichten im zweiten Halbjahr 2006 rund 2,3 Mrd EUR; rund 1,4 Mrd EUR davon entfielen auf Neunotierungen. Darüber hinaus fand eine Reihe von Kapitalerhöhungen statt. Nach wie vor nahmen Immobiliengesellschaften die Börse als Finanzierungsquelle in hohem Ausmaß in Anspruch. Darüber hinaus emittierten einige Industrie- und Dienstleistungsunternehmen Aktien an der Wiener Börse. Die Begebung von Aktien ist allerdings immer noch auf eine verhältnismäßig kleine Anzahl von Unternehmen beschränkt, im zweiten Halbjahr 2006 nahmen

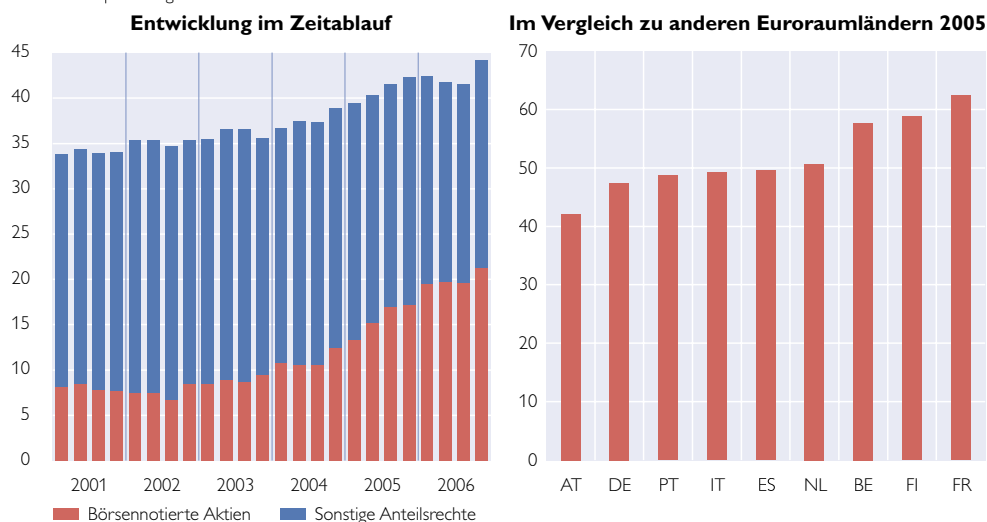
³ Aufgrund dieser Transaktion war auch die Geldvermögensbildung laut GFR im zweiten Halbjahr 2006 rückläufig.

⁴ Gemäß EZB-Monetärstatistik; in Analogie zur Vorgangsweise der 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.

⁵ Ebenfalls auf Basis der EZB-Methode berechnet.

Anteilswerte des Unternehmenssektors

in % der Verpflichtungen



insgesamt 15 nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Kapital über die Wiener Börse auf.

Infolge der hohen Emissionsvolumina und des fortgesetzten Kursanstiegs stieg die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im zweiten Halbjahr 2006 um mehr als 11 Mrd EUR auf über 82 Mrd EUR, das entsprach rund 32 % des BIP.⁶

Inklusive der außerbörslichen Eigenkapitalpositionen wurde im zweiten Halbjahr 2006 mehr als ein Drittel der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Form von Eigenkapital aufgenommen. Der Eigenkapitalanteil an den Verpflichtungen erhöhte sich dadurch auf 44,2 % zu Jahresende 2006.⁷ Einen wesentlichen Anteil an diesem Anstieg hatte auch die Entwicklung der Aktienkurse an der Wiener Börse, da

laut internationalen Konventionen die Bewertung von über die Börse aufgenommenem Eigenkapital zu den aktuellen Marktwerten erfolgt. Damit hat sich der Abstand zwischen der Eigenkapitalquote der österreichischen Unternehmen und dem Durchschnitt des Euroraums weiter verringert, wengleich der österreichische Wert immer noch der niedrigste jener Länder im Euroraum, für die Daten vorhanden sind, ist (siehe Grafik 5, rechts).

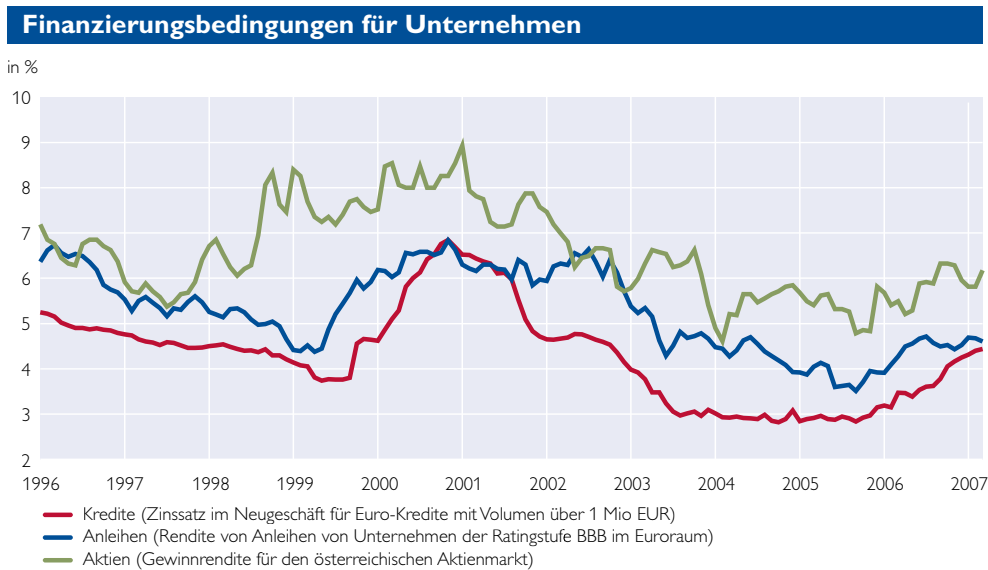
Leichte Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen

Die Finanzierungsbedingungen waren für die österreichischen Unternehmen im ersten Quartal 2007 weiterhin relativ günstig, wenn auch nicht mehr ganz so gut wie ein Jahr zuvor. Das galt für die Aufnahme von Eigenkapital und von Fremdkapital gleichermaßen.

⁶ Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Ende 2006 57 % des BIP.

⁷ Dabei ist zu beachten, dass die GFR nicht die Ansprüche der Eigenkapitalgeber auf das Sachvermögen (d. h. Reinvermögen) erfasst und somit das absolute Niveau des Eigenkapitals unterschätzt.

Grafik 6



Quelle: OeNB, Thomson Financial, Wiener Börse AG.

Nach einem Kurszuwachs von 21,7% im Jahr 2006 war im ersten Quartal 2007 ein weiterer Anstieg des ATX um 6,0% zu verzeichnen. Trotz dieses anhaltenden Zuwachses konnten die Aktienkurse an der Wiener Börse nicht mit der Entwicklung der Gewinne der an der Wiener Börse notierten Unternehmen mithalten. Die Gewinnrendite⁸ stieg daher über weite Strecken des Jahres 2006 an, was impliziert, dass sich die Kosten der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt etwas verschlechtert haben.

Die Renditen für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt waren seit Jahresmitte 2006 relativ konstant.⁹ Die Zinsstrukturkurve verflachte sich weiter, die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen relativ zu Staatsanleihen ähnlicher

Laufzeit blieben im langjährigen Vergleich nach wie vor niedrig. Der Abstand der Anleiherenditen zu den Kreditzinsen hat sich dadurch seit Mitte 2006 deutlich verringert.

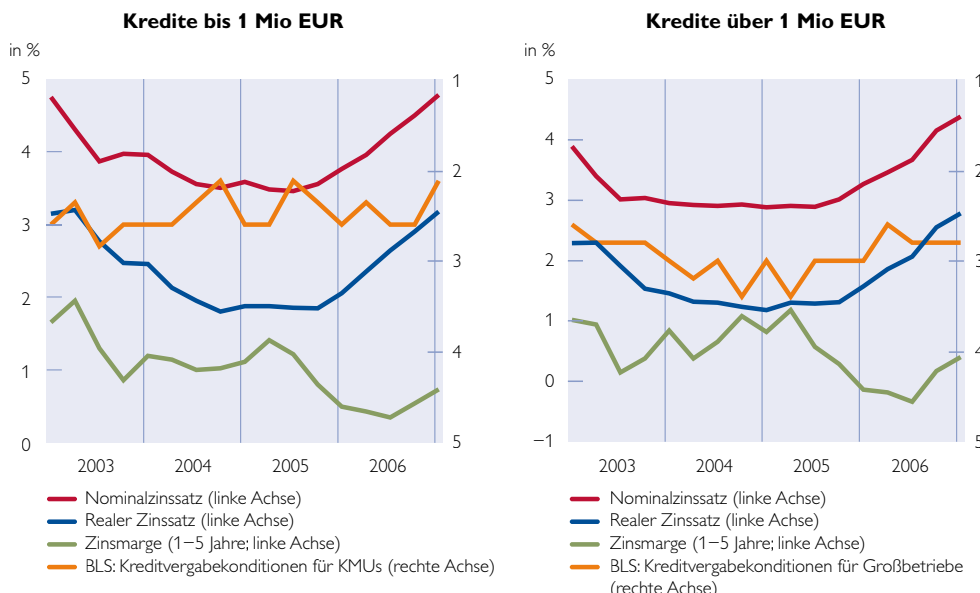
Die Bedingungen für die Kreditaufnahme verschlechterten sich im Lauf des Jahres 2006 leicht. In der Zinsentwicklung für Unternehmenskredite spiegelten sich die Leitzinserhöhungen durch die EZB seit Dezember 2005 wider. Über diese Transmission von geldpolitischen Impulsen hinaus haben sich die Konditionen für Bankenfinanzierungen in den letzten Quartalen kaum verändert. Eine Gegenüberstellung der Kundenzinssätze der Banken und einem Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen kann einen Hinweis auf das in den Bankzinsen enthaltene durchschnittliche Risiko geben.¹⁰ Bei

⁸ Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

⁹ Als Indikator dient hier die Entwicklung der BBB-Anleihen im Euroraum, da der Anleihemarkt im Euroraum bereits sehr stark integriert ist und überdies wegen des (trotz in den letzten Jahren gestiegener Emissionsvolumina) immer noch relativ dünnen Marktes keine eigenen Datenreihen für Österreich verfügbar sind.

¹⁰ 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.

Konditionen für Unternehmenskredite



einer Betrachtung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und des Swap-Satzes mit einer korrespondierenden Laufzeit zeigt sich, dass der Risikoaufschlag seit Mitte 2006 nur wenig gestiegen ist; das galt für Kredite bis 1 Mio EUR und für größere Finanzierungen gleichermaßen.

Dieser Befund deckt sich im Großen und Ganzen mit den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft (Bank Lending Survey). Demnach blieben die Standards für Kredite an Großbetriebe unverändert, die Kreditrichtlinien für KMU-Finanzierungen wurden leicht verschärft. Gleichzeitig reduzierten die Banken die Margen für Ausleihungen an Kreditnehmer durchschnittlicher Bonität, die Zinsaufschläge für risikoreichere Kredite wurden im ersten Quartal 2007 ebenfalls leicht gesenkt.

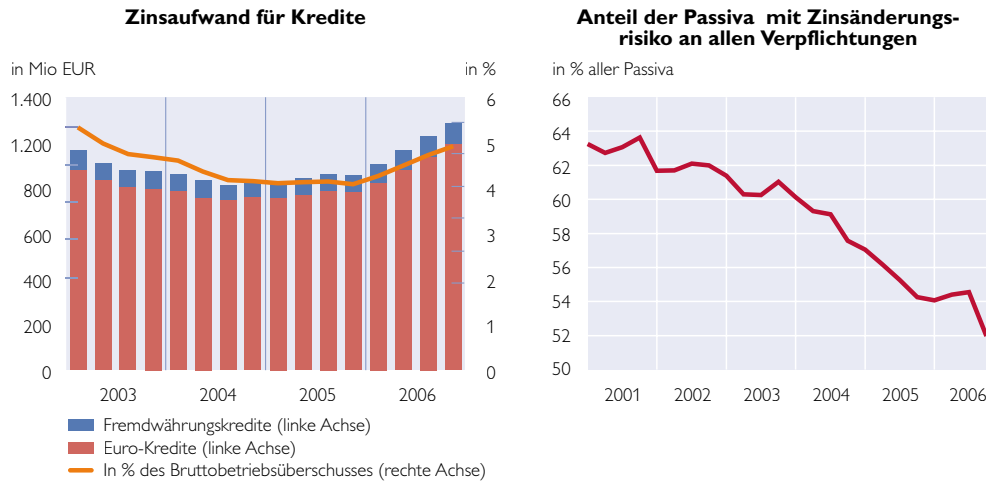
Steigende Zinsaufwendungen

Infolge der Ausweitung der Eigenkapitalfinanzierung hat sich im Jahr 2006 die relative Exponierung des Unternehmenssektors gegenüber Zinsänderungsrisiken weiter vermindert. Der Anteil der Kredite und Anleihen an den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors verringerte sich im Jahr 2006 auf 52 % (siehe Grafik 8, rechts).

Trotz dieses Rückgangs ihres relativen Anteils an der Unternehmensfinanzierung sind die Kredite und Anleihen im Jahr 2006 in absoluten Zahlen gestiegen. Alleine daraus resultierte schon ein zusätzlicher Zinsaufwand. Überdies wies das Zinsniveau im Jahr 2006 einen steigenden Trend auf. Das Tempo, mit dem sich Zinsänderungen in den laufenden Zinszahlungen niederschlagen, hängt nicht nur von der Höhe der verzinslichen Passiva, sondern auch von den Zinsbindungsfristen der

Grafik 8

Zinsrisiko des Unternehmenssektors



Quelle: OeNB, Thomson Financial.

Anmerkung: Zinsaufwand für Eurokredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in EUR multipliziert mit den korrespondierenden Zinssätzen für den Bestand gemäß EZB-Zinssatzstatistik. Zinsaufwand für Fremdwährungskredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in Fremdwährung multipliziert mit dem Zinssatz für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen in USD, JPY und CHF gemäß EZB-Zinssatzstatistik. Passiva mit Zinsänderungsrisiko: Kredite und Anleihen.

aufgenommenen Finanzierungen ab. Mit der zunehmenden Bedeutung der Anleihefinanzierung dürften auch längere Zinsbindungen einhergegangen sein, da Anleihen zum weitaus überwiegenden Teil fest verzinst sind. Bankkredite hingegen – auch jene mit längeren Laufzeiten – sind in Österreich zu einem hohen Anteil variabel verzinst, auch wenn sich im zweiten Halbjahr 2006 die Struktur der Kredite leicht in Richtung längerer Zinsbindungsfristen verschoben hat. Der Anteil der variabel und kurzfristig fix verzinsten Kredite am Neugeschäft war in den letzten Monaten zwar leicht rückläufig, blieb aber mit rund 90% im Euroraumvergleich sehr hoch.

Der Zinsaufwand des Unternehmenssektors dürfte sich daher im Jahr

2006 spürbar erhöht haben. Um einen Hinweis auf die Kostenbelastung der Unternehmen durch die Zinszahlungen zu erhalten, wurde das aushaftende Kreditvolumen mit den entsprechenden Zinssätzen aus der Zinssatzstatistik multipliziert.¹¹ Dabei ist zu beachten, dass auf diese Weise nur Zinszahlungen, nicht jedoch Kreditnebenkosten erfasst werden (was insbesondere bei Fremdwährungskrediten von Relevanz ist), und die so ermittelten Werte nicht mit dem Gesamtaufwand für die Bedienung der Kredite gleichzusetzen sind.

Wie aus Grafik 8 (links) ersichtlich, ist der Zinsaufwand im Jahr 2006 nicht nur nominell, sondern auch in Relation zum Bruttobetriebsüberschuss gestiegen. Für Anleihen, die zu einem großen Teil fix

¹¹ Für die Berechnung der Verzinsung der Fremdwährungskredite wurden die Zinssätze für das Neugeschäft (für Unternehmen und Haushalte zusammen) verwendet, da die Zinssatzstatistik 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.

verzinst sind, dürften die Auswirkungen von Zinsänderungen bis dato geringer gewesen sein. Zwar sind diese Zahlen infolge der näherungsweise Berechnung mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, dennoch deuten sie darauf hin, dass die höheren Zinsaufwendungen beginnen, die Risikotragfähigkeit des Unternehmenssektors zu beeinflussen.

Fortgesetzte Reduktion der Fremdwährungskredite

Die Unternehmen haben im zweiten Halbjahr 2006 ihre Exponierung gegenüber Währungsrisiken auf der Finanzierungsseite weiter reduziert. Der Fremdwährungsanteil an den Unternehmenskrediten betrug Ende 2006 nur mehr 10,8%, das waren um 4 Prozentpunkte weniger als zwei Jahre zuvor.

Der Anteil der Yen-Kredite ist mittlerweile deutlich unter den der Dollar-Finanzierungen gefallen. Das deutet darauf hin, dass die Unternehmen mittlerweile Fremdwährungskredite primär aus geschäftlichen Gründen in Anspruch nehmen, den eingegangenen Währungsrisiken also eine realwirtschaftliche Entsprechung gegenübersteht. Diese Entwicklung dürfte nicht zuletzt von der Verengung der Zinsdifferenz zwischen Fremdwährungs- und Eurokrediten in den letzten Jahren getragen worden sein. Überdies haben die Unternehmen im vergangenen Jahr in Summe leichte buchmäßige Kursgewinne erzielt. Somit ist von der Währungsseite im Berichtszeitraum eine merkliche Entlastung der Risikoposition der österreichischen Unternehmen ausgegangen.

Fazit: Weiterhin gute Risikosituation der Unternehmen

Zu Jahresende 2006 präsentierte sich die Risikoposition des österreichischen Unternehmenssektors nach wie vor gut. Die Gewinne stiegen bis zuletzt an und haben damit nicht nur das Innenfinanzierungspotenzial, sondern gemeinsam mit der erhöhten Eigenmittelaufbringung von außen auch die Eigenkapitalposition des Unternehmenssektors weiter erhöht. Der gestiegene Eigenkapitalanteil sowie die verstärkten Anleiheemissionen haben die relative Zinsabhängigkeit der Unternehmensfinanzierung vermindert, auch wenn die Kredite zuletzt wieder stärker gewachsen sind. Allerdings stehen den zusätzlichen Kreditverbindlichkeiten auf der Aktivseite die gestiegenen Realinvestitionen gegenüber, die über zusätzliche Erträge die Schuldendienstfähigkeit des Unternehmenssektors stützen sollten. Überdies haben die Unternehmen ihre Fremdwährungsrisiken merklich reduziert. Diese insgesamt günstige Risikolage kam auch in den bis ins erste Quartal 2007 rückläufigen Insolvenzen zum Ausdruck.

Allerdings zeigten sich in der zweiten Jahreshälfte 2006 erste Anzeichen für eine leichte Verschlechterung der Risikoposition der Unternehmen. Insbesondere ist die Zinsbelastung der Unternehmen im vergangenen Jahr merklich gestiegen. Während diese Entwicklung im Gesamttaggregat noch nicht gravierend erscheint und die Finanzierungsbedingungen im langfristigen Vergleich zuletzt nach wie vor relativ günstig waren, dürften hoch verschuldete Unternehmen von den höheren Zinsen doch deutlich stärker betroffen sein.

Steigende Finanzierungskosten für den Haushaltssektor

Starkes Beschäftigungswachstum und Rückgang der Arbeitslosigkeit

Das günstige wirtschaftliche Umfeld wirkte sich bis zuletzt positiv auf den Arbeitsmarkt aus. Aufgrund des starken Beschäftigungswachstums ging die Arbeitslosigkeit, trotz einer gleichzeitigen Zunahme des Arbeitskräfteangebots, zurück. Das Wachstum der Realeinkommen war aber weiterhin gering.

Geringe Neuveranlagung in Investmentfonds

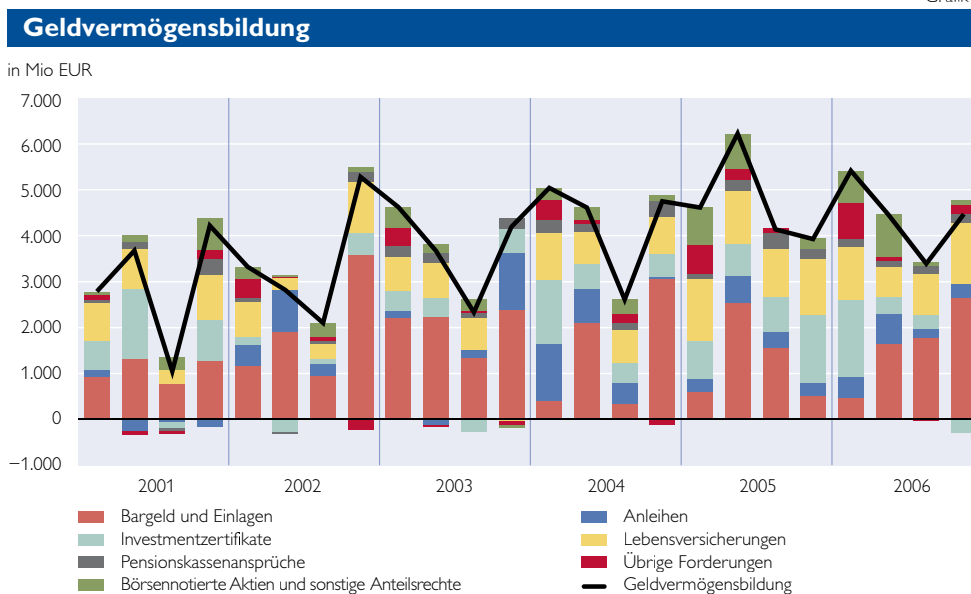
Verglichen mit dem ersten Halbjahr 2006 war die Geldvermögensbildung im zweiten Halbjahr um ungefähr ein Fünftel niedriger.¹² Der Anteil der Investmentfonds an der Geldvermögensbildung lag 2006 um 8 Prozentpunkte unter dem Wert des Jahres 2005, wobei aufgrund der stei-

genden Zinsen insbesondere die Veranlagung in Rentenfonds zurückging. Der Anteil der Anleihen an der Geldvermögensbildung war zwar in der zweiten Jahreshälfte gering, im Jahr 2006 aber höher als 2005. Rechtlich gesehen gehören auch Zertifikate zu den Anleihen, obwohl sie als Anlageinstrument eher mit Investmentfonds vergleichbar sind. Die unterschiedliche Entwicklung von Anleihen und Rentenfonds kann als Indiz für die steigende Bedeutung von Zertifikaten gesehen werden.

Deutlich mehr als ein Viertel des Geldvermögens entfällt auf markt-bewertete Anlageinstrumente

Veranlagungsinstrumente, die unmittelbar einer Marktbewertung ausgesetzt sind (Aktien, Anleihen und Investmentfonds), hatten Ende 2006 einen Anteil am Geldvermögen von rund 29%. Innerhalb dieser Anlage-

Grafik 9



¹² Für 2006 berücksichtigt die GFR auch die Geldvermögensbildung und das Geldvermögen der Privatstiftungen. Vergleiche mit den Vorjahren sind daher nur eingeschränkt möglich.

Verstärkte Veranlagung der Haushalte in Zertifikate

In jüngerer Zeit haben Zertifikate bei privaten Haushalten stark an Popularität gewonnen. Zertifikate gehören zur Kategorie der strukturierten Produkte und sind aus anderen Finanzinstrumenten (Aktien, Anleihen, Derivaten) zusammengesetzt. Ihr Kurswert und die Kupons hängen von der Entwicklung der zugrunde liegenden Basiswerte ab. Dabei kann es sich um einzelne Wertpapiere oder einen Korb von Wertpapieren, Indizes, Rohstoffen und anderen Assets handeln.

Daten über Zertifikate stellt seit 2006 das Zertifikate-Forum Austria zur Verfügung, in dem sich mittlerweile fünf Anbieter von Zertifikaten auf dem österreichischen Markt zusammengeschlossen haben. Gemäß dieser Quelle hatten Privatanleger Ende 2006 rund 4,2 Mrd EUR in von den Mitgliedern des Zertifikate-Forums Austria emittierte Zertifikate investiert, das entsprach einer Jahreswachstumsrate von mehr als 20%.¹ Das sind zwar nur 1,2% des Geldvermögens, immerhin aber schon mehr als 10% des in Investmentzertifikate und beinahe 15% des in Anleihen, zu denen Zertifikate aus rechtlicher Sicht gehören, veranlagten Vermögens der privaten Haushalte.

Bei Zertifikaten ist eine Vielzahl von Ausgestaltungen mit jeweils unterschiedlichem Risiko anzutreffen. Als Anlagealternative zu Investmentfonds dienen primär die sogenannten Anlageprodukte. Viele dieser Anlageprodukte sind mit einer (nominellen) Kapitalgarantie ausgestattet, die allerdings üblicherweise nur am Ende der Laufzeit gilt und bei vorzeitigen Verkäufen nicht zur Anwendung kommt. Eher spekulativen Charakter haben sogenannte Hebelprodukte, worauf schon ihre hohe Umschlaggeschwindigkeit hindeutet: Gemäß Angaben des Zertifikate-Forums Austria entfielen Ende 2006 nur 2,6% des aushaftenden Volumens, aber nahezu ein Viertel des Umsatzes auf Hebelprodukte.

Da durch Zertifikate in ein breiteres Spektrum von Anlageklassen investiert werden kann, erweitern sie die Möglichkeiten der Portfoliodiversifikation. Das wirkt sich einerseits potenziell positiv auf die Risikoposition der Haushalte aus. Andererseits können Haushalte durch Zertifikate Risiken eingehen, die ihnen auf andere Weise nur schwer zugänglich sind, wie z. B. Rohstoffrisiken.

Das ist vor allem im Zusammenhang mit dem Umstand von Relevanz, dass Zertifikate oft sehr komplexe Produkte sind. Auch wenn es an sich möglich ist, die zukünftige Entwicklung in Abhängigkeit von der Entwicklung der Basiswerte zu ermitteln, sind bei Zertifikaten mit eingebetteten Optionen dafür fortgeschrittene finanzmathematische Kenntnisse notwendig. Die Komplexität mancher Produkte kann es für Anleger schwer machen, ihre zukünftige Entwicklung aufgrund unterschiedlicher Marktentwicklungen der Basiswerte korrekt einzuschätzen oder festzustellen, ob ein bestimmtes Zertifikat mit seinen Ertrags- und Risikoeinstellungen und seiner finanziellen Position in Einklang steht.

¹ Da nicht alle Anbieter auf dem österreichischen Markt Mitglied im Zertifikate-Forum Austria sind und Daten melden, liegt das tatsächliche Gesamtvolumen über diesem Wert.

instrumente entfielen 43% der Veranlagung auf Investmentfonds, 30% auf Anleihen und 27% auf börsennotierte Aktien. Berücksichtigt man auch die indirekte Veranlagung durch Investmentfonds beträgt der Anteil der Anleihen am Geldvermögen der Haushalte ungefähr 16% und jener der Aktien ungefähr 12%.¹³

Geringe Diversifikation bei der direkten Veranlagung

Die Aktienveranlagung ist aufgrund von Kursschwankungen, die Veranlagung in Anleihen aufgrund von Zinsänderungen Bewertungsrisiken ausgesetzt. Zusätzlich besteht bei Wertpapieren, die nicht in Euro denominated sind, ein Wechselkursrisiko.

¹³ Zur Berechnung wird der Vermögensbestand der Publikumsfonds gemäß Investmentfondsstatistik herangezogen und angenommen, dass die Aufteilung des Vermögensbestands dieser Fonds der Aufteilung der von den österreichischen Haushalten gehaltenen Investmentfonds entspricht.

Diversifikation ist ein wichtiges Mittel, die durch die Veranlagung in Wertpapieren eingegangenen Risiken zu verringern.

Die Streuung des Aktienbesitzes auf verschiedene Unternehmen ist relativ gering. So entfallen 28 % des von den österreichischen Haushalten in Aktien gehaltenen Vermögens auf fünf Unternehmen; auf 15 Unternehmen entfällt beinahe die Hälfte der Aktienveranlagung. Bei den am stärksten verbreiteten Titeln handelt es sich um Immobiliengesellschaften und große Unternehmen aus dem Industrie- und Bankenbereich. Aufgrund dieser starken Konzentration ist die Performance der direkten Aktienveranlagung der österreichischen Haushalte von der Entwicklung weniger Titel abhängig, und es besteht ein nicht unerhebliches Emittentenrisiko.

Laut GFR entfielen Ende 2006 etwas über 70 % der von den österreichischen Haushalten direkt gehaltenen börsennotierten Aktien und beinahe 85 % der Anleihen auf inländische Emittenten.

Auf der Basis von Einzelwertpapierdaten¹⁴ zeigt sich, dass mehr als 80 % der Veranlagung in Aktien und rund 95 % der Veranlagung in Anleihen auf Emittenten aus dem Euroraum entfallen. Sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen ist Deutschland das zweitwichtigste Emittentenland. Mit einem Anteil von 6 % des in Aktien veranlagten Kapitals sind die USA das wichtigste Emittentenland außerhalb des Euroraums.

87 % des Aktienvermögens und 96 % des Anleihevermögens der Haushalte entfallen auf in Euro denomi-

nierte Wertpapiere. Aufgrund dieser Konzentration auf Österreich und den Euroraum besteht bei der direkten Veranlagung zwar nur ein geringes Wechselkursrisiko, jedoch eine starke Abhängigkeit von der Entwicklung der Kapitalmärkte in wenigen Ländern.

Indirekte Veranlagung erhöht Diversifikation

Investmentfonds weisen üblicherweise eine breitere Streuung über Unternehmen auf als die Haushalte in ihrer direkten Veranlagung. Fast 95 % der über Investmentfonds gehaltenen Aktien und 78 % des Anleihevolumens entfallen gemäß Investmentfondsstatistik auf ausländische Papiere. Bei der indirekten Aktienveranlagung spielen Emittenten außerhalb des Euroraums eine deutlich größere Rolle als bei der direkten Veranlagung. Der hohen Konzentration der direkten Veranlagung steht eine breite Streuung bei der indirekten Veranlagung gegenüber. Die Veranlagung über Investmentfonds verringert also tendenziell das durch die Veranlagung in Wertpapieren eingegangene Risiko.

Gestiegene Zinsbelastung

Verglichen mit dem Vorjahreswert lagen Ende des ersten Quartals 2007 im Kreditneugeschäft sowohl der Nominalzinssatz für Konsumkredite als auch jener für Wohnbaukredite um ungefähr einen Prozentpunkt höher. Aufgrund des hohen Anteils von variabel verzinsten Krediten wirken sich Zinsanhebungen relativ rasch auf die Zinszahlungen der Haushalte aus. Bei den Wohnbaukrediten lag der Anteil der variabel verzinsten in Euro deno-

¹⁴ Siehe auch: Andreasch, M. und A. Schubert. 2007. *Portfolio Shifts in Securities Held by Households in Austria: Analysis Based on Security-by-security Information*. In: Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (Hrsg.). IFC Bulletin Nr. 25.

minierte Kredite im Neugeschäft bei rund 58% und bei den Konsum- und Sonstigen Krediten bei über 85%. Bei Fremdwährungskrediten ist grundsätzlich variable Verzinsung vereinbart. Die Kreditvergabebedingungen gemäß Umfrage über das Kreditgeschäft blieben im zweiten Halbjahr 2006 sowohl bei den Wohnbaukrediten als auch bei den Konsumkrediten nahezu unverändert.

Aufgrund des weiteren Anstiegs der Kreditzinsen – in Verbindung mit der höheren Verschuldung – setzte sich im zweiten Halbjahr 2006 der seit Anfang 2004 zu beobachtende Anstieg des Zinsaufwands¹⁵ für Privatkredite fort. Im Durchschnitt gab ein österreichischer Haushalt Ende 2006 3,2% seines verfügbaren Einkommens gemäß VGR für Zinszahlungen aus. Dies bedeutet einen Anstieg von 0,4 Prozentpunkten im Vergleich zu Ende 2005, wobei allerdings der Zinsaufwand in Bezug zum Einkommen der gesamten Bevölkerung gesetzt wird. Aus einer OeNB-Geld-

vermögensbefragung¹⁶ geht hervor, dass ungefähr 40% der Haushalte einen Kredit aufgenommen haben und ihr Einkommen über dem Durchschnitt liegt. Für verschuldete Haushalte kann von einem Anteil des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen von etwas unter 7% ausgegangen werden.

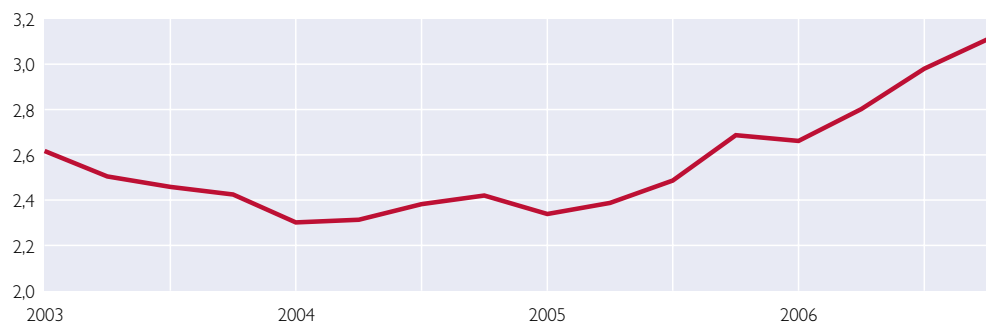
Bei den Fremdwährungskrediten wie auch bei den Konsum- und Sonstigen Krediten war im Jahr 2006 der Anstieg der Zinsen für den größten Teil der Zunahme der Zinsbelastung verantwortlich, wohingegen die höhere Zinsbelastung bei Wohnbaukrediten zu etwa gleichen Teilen aus einem Anstieg der Zinsen und der erhöhten Verschuldung der Haushalte resultierte.

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 Kostenfaktoren wie etwa Kreditnebenkosten, ande-

Grafik 10

Zinsaufwand für Privatkredite

in % der verfügbaren Einkommen



Quelle: OeNB.

¹⁵ Der Zinsaufwand für Privatkredite berechnet sich als Produkt von Kreditvolumen nach Verwendungszweck und Laufzeiten und den jeweiligen Zinssätzen. Das verfügbare Einkommen enthält auch die Einkommen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck. Die Berechnungen basieren auf Werten der OeNB-Prognose.

¹⁶ Vergleiche Beer, C. und M. Schürz. 2007. Charakteristika der Verschuldung der privaten Haushalte in Österreich. Ist die Verschuldung ein Risiko für die Finanzmarktstabilität? In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/07. OeNB.

rerseits aber auch Subventionen, die insbesondere bei den Wohnbaukrediten eine bedeutende Rolle spielen. Es werden auch nur die Zinszahlungen, nicht jedoch die Rückzahlung des Kredits berücksichtigt.

Ausgehend von den Jahresendwerten 2006 würde ein Anstieg der Kreditzinsen um 200 Basispunkte zu einer Erhöhung des Anteils des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen um 1,37 Prozentpunkte führen. Eine Aufwertung jener Währungen, in denen Fremdwährungskredite aufgenommen wurden, um 10% hätte einen Anstieg der Zinsbelastung von 0,06 Prozentpunkten zur Folge. Kombiniert würden diese beiden Szenarien zu einem Anstieg von 1,48 Prozentpunkten führen.¹⁷ Bei der Interpretation der relativ geringen Auswirkungen von Wechselkurschwankungen muss beachtet werden, dass dieser Indikator nur die Zinszahlungen, nicht aber den mit einem höheren Eurogegenwert verbundenen Anstieg der Verpflichtungen berücksichtigt.

Stärkere Verschuldung der wohlhabenden Haushalte

Nach den Daten der GFR lag die Verschuldungsquote (Anteil der Verschuldung am BIP) der privaten Haushalte in Österreich Ende 2006 bei rund 54%. Sie stieg im Lauf der letzten fünf Jahre um ungefähr 8 Prozentpunkte. Die Verschuldungsquote in Österreich liegt unter dem Euro-raumdurchschnitt von etwas über 60%. Mit einem Anteil von verschul-

deten Haushalten von 40% ist die Kredithäufigkeit im internationalen Vergleich niedrig.¹⁸

Für die Abschätzung der aus der Verschuldung der Haushalte entstehenden Risiken für die Finanzmarktstabilität sind die Konzentration der Verschuldung innerhalb des Haushaltsektors und das Verhältnis von Verschuldung zu Einkommen und Vermögen auf Haushaltsebene wichtig. Diesbezügliche Daten liegen aus der OeNB-Geldvermögensbefragung für das Jahr 2004 vor.¹⁹

Sowohl bei der Kreditaufnahme als auch bei der Kredithöhe gibt es ausgeprägte Unterschiede nach Einkommen und Geldvermögen. Diese Unterschiede spiegeln sich auch in der Aufteilung des aushaftenden Kreditvolumens auf die Einkommens- bzw. Bruttogeldvermögensquartile wider. So entfallen 45% des Kreditvolumens auf die Haushalte im höchsten Einkommensquartil beziehungsweise 30% auf die Haushalte im obersten Bruttogeldvermögensquartil. Der Anteil des aushaftenden Volumens an Konsumkrediten, der auf diese Gruppen entfällt, ist sogar noch höher. Aus Finanzmarktstabilitäts-sicht bedeutet dies, dass ein nicht geringer Teil der Kredite auf jene Haushalte entfällt, die bei adversen Ereignissen wie etwa einer Zinsanhebung bei variabel verzinsten Krediten, einer ungünstigen Entwicklung des Wechselkurses bei Fremdwährungskrediten oder einem Rückgang des Einkommens auf Reserven zurückgreifen können.

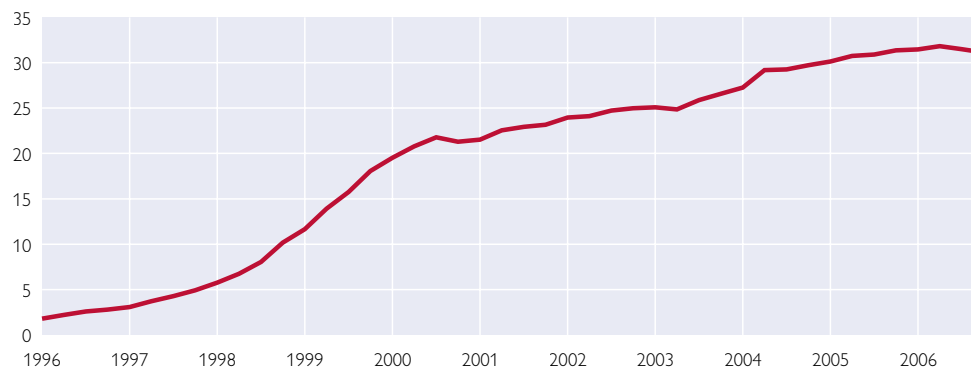
¹⁷ Bei dieser Berechnung wird das Kreditvolumen vom Jahresende 2006 konstant gehalten und mit den jeweiligen Zinssätzen multipliziert. Zinsbindungsfristen und allfällige Veränderungen des Kreditverhaltens werden nicht berücksichtigt.

¹⁸ Siehe Sierminska, E., A. Brandolini und T. M. Smeeding. 2006. *Comparing Wealth Distribution Across Rich Countries: First Results from the Luxembourg Wealth Study*. LWS Working Paper Series Nr.1.

¹⁹ Vgl. Beer, C. und M. Schürz. 2007.

Fremdwährungskredite an Haushalte

Anteil an den gesamten Ausleihungen in %



Quelle: OeNB.

Leichter Rückgang bei den Fremdwährungskrediten

Der Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten Ausleihungen nahm zwar im zweiten Halbjahr 2006 leicht ab, wodurch das finanzierungsseitige Wechselkursrisiko etwas zurückging, ist aber mit 31 % anhaltend hoch. Der Rückgang dürfte auf die geringere Zinssatzdifferenz zu Krediten in Schweizer Franken zurückzuführen sein. Auf den Schweizer Franken entfielen 97% der Fremdwährungsausleihungen der Haushalte. Aufgrund der Aufwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken konnten die Haushalte im zweiten Halbjahr 2006 hohe Bewertungsgewinne verbuchen, wobei es sich hier grundsätzlich nur um Buchgewinne handelt.

Fazit: Risikosituation der Haushalte stabil

Aufgrund des weiter zunehmenden Anteils von Kapitalmarktinstrumenten in der Veranlagung der Haushalte ist davon auszugehen, dass die Bedeutung der Vermögenseinkommen und

Preisschwankungen auf den Finanzmärkten für die finanzielle Situation der Haushalte weiter steigen wird. Ein wichtiges Mittel, um die mit der Veranlagung auf den Kapitalmärkten einhergehenden Risiken zu reduzieren, ist eine breite Diversifikation der Veranlagung. Die direkte Veranlagung der österreichischen Haushalte ist nur wenig diversifiziert; durch indirekte Veranlagung wird eine breitere Diversifikation erreicht. Weiters wird das mit der Kapitalmarktveranlagung einhergehende Risiko dadurch reduziert, dass mit Kursrisiko behaftete Anlageprodukte in erster Linie von Haushalten in den oberen Einkommens- bzw. Vermögensdezilen gehalten werden.²⁰ Diese Haushalte sollten in der Lage sein, allfällige Kursrückgänge zu verkraften, wodurch sich die Auswirkungen von Kursschwankungen auf die Finanzmarktstabilität in Grenzen halten sollten.

Aufgrund der zunehmenden Bedeutung der privaten Pensionsvorsorge ist andererseits aber davon auszugehen, dass die Entwicklung auf

²⁰ Vergleiche 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.

den Kapitalmärkten in Zukunft eine größere Rolle für die Risikoposition des Haushaltssektors spielen wird.

Auch wenn der Anteil der Fremdwährungskredite am aushaftenden Kreditvolumen im zweiten Halbjahr 2006 leicht zurückging, bestehen auf der Finanzierungsseite weiterhin beträchtliche Währungsrisiken. Aufgrund des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite besteht ein nicht unerhebliches Zinsänderungsrisiko. Dies hat sich am weiteren Anstieg der Zinszahlungen der Haushalte im zweiten Halbjahr 2006 gezeigt. Trotz

der steigenden Kosten der Finanzierung signalisiert die Verschuldung der Haushalte derzeit keine Finanzmarktstabilitätsrisiken. Die Verschuldung ist im internationalen Vergleich sowohl hinsichtlich Höhe als auch Häufigkeit niedrig, und es besteht eine hohe Konzentration des aushaftenden Kreditvolumens bei vermögenden Haushalten bzw. Haushalten mit hohem Einkommen. Weiters wirkt sich die günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt positiv auf die Fähigkeit der Haushalte, ihren Verpflichtungen aus Krediten nachzukommen, aus.

Indikatoren zur Messung finanzieller Risiken

des Unternehmens- und Haushaltssektors

Ein zentraler Aspekt der makroökonomischen Finanzmarktstabilitätsanalyse der OeNB ist die Untersuchung der Risiken, die dem Unternehmens- und dem Haushaltssektor aus ihren Aktivitäten auf den Finanzmärkten erwachsen. Analysiert werden jene Risiken, die sich aus Schwankungen von Preisen finanzieller Größen (Zinssätzen, Wechselkursen, Aktienkursen etc.) für die finanzielle Position der Unternehmen bzw. Haushalte ergeben, wobei drei Arten von Risiko unterschieden werden: das Zinsrisiko, das in einer Änderung des allgemeinen Zinsniveaus (Veränderung der absoluten Höhe eines Zinssatzes oder des Verlaufs der Zinsstrukturkurve) besteht, das Wechselkursrisiko, das aus Kursschwankungen zwischen Rechnungswährung und Referenzwährung des Kreditnehmers bzw. Anlegers resultiert, und das Kursrisiko als Risiko einer Änderung von Preisen von Vermögenswerten.

Dabei wird zum einen die Exponierung eines Sektors gegenüber diesen Risiken gemessen, zum anderen werden die (buchmäßigen) Veränderungen der Aktiva bzw. Passiva, die aus den Schwankungen von Preisen finanzieller Größen entstehen (Ex-Post-Effekte) quantifiziert. Als Datenbasis dienen von der OeNB – primär für die monetäre Analyse erhobene – Statistiken, die zwar keine Aussagen auf Mikroebene, aber eine Analyse der Risikoentwicklung bei Unternehmen und privaten Haushalten auf Sektorebene ermöglichen.

Das Ausmaß der Exponierung gegenüber den drei Risikoarten wird durch die Anteile jener Aktiva bzw. Passiva, die mit dem jeweiligen Risiko behaftet sind, am gesamten Geldvermögen bzw. den gesamten Verbindlichkeiten gemäß GFR zum Ausdruck gebracht. Die Indikatoren geben somit das Ausmaß der Exponierung über das gesamte Laufzeitspektrum des jeweiligen Instruments zum jeweiligen Stichtag an und messen somit die Obergrenze der Risikoexponierung. Unter Berücksichtigung von Bindungsfristen ist die Exponierung bei kürzerem Zeithorizont entsprechend geringer. Andererseits werden auf diese Weise nur die direkt aus den jeweiligen Positionen resultierenden Risiken erfasst, nicht aber indirekte Risiken, wie etwa die Auswirkung einer Zinsänderung auf die Aktienkurse.

Für die Exponierung gegenüber dem Zinsänderungsrisiko werden auf der Aktivseite Einlagen, Geldmarktpapiere und Geldmarktfonds berücksichtigt, auf der Passivseite die aushaftenden Kredite. Die Einschätzung der Exponierung gegenüber dem Wechselkursrisiko erfolgt anhand des Fremdwährungsanteils von Einlagen und Krediten. Kursrisiken bestehen zum einen bei Anleihen aufgrund von Zinsänderungen und zum anderen bei Aktien. Der diesbezügliche Indikator berücksichtigt sowohl den direkten Besitz als auch den indirekten Besitz über Investmentfonds. Da Bewertungsänderungen von Vermögenswerten, die auf weniger liquiden Märkten gehandelt werden (z. B. nicht börsennotierte Aktien), nur sehr schwer zu eruieren und zu messen sind, werden nur Finanzaktiva erfasst, die in standardisierter Form auf Börsen gehandelt werden (Anleihen, börsennotierte Aktien).

Die Ex-Post-Effekte können durch Multiplikation der ausstehenden Volumina mit den korrespondierenden Veränderungen von Zinssätzen, Wechselkursen und Aktienkursen quantifiziert werden. Diesbezügliche Indikatoren wurden für die Kostenbelastung durch die Zinszahlung für aufgenommene Kredite,¹ die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen bei Fremdwährungskrediten und den Effekt von Kursschwankungen bei Aktien, Anleihen und Investmentzertifikaten berechnet. Bei den Wechselkurseffekten und den Kurseffekten handelt es sich grundsätzlich um buchmäßige Vermögensänderungen, bei der Kostenbelastung durch Zinszahlungen hingegen um eine Änderung der Ausgaben.

Die Analyse wird laufend ausgebaut und vertieft. Im nächsten Schritt wird angestrebt, durch Erweiterung der Datenbasis eine bessere Zuordnung der Finanzinstrumente zu den Risikoarten zu erreichen und die Aufteilung nach Intermediationsgrad zu verfeinern. Eine ausführlichere Darstellung ist in einer der nächsten Ausgaben des Finanzmarktstabilitätsberichts geplant.

¹ Aufgrund der derzeitigen Datenlage können Zinsbindungsfristen nicht berücksichtigt werden.