

## Finanzposition der realwirtschaftlichen Sektoren gestärkt

### Erhöhte Krisenfestigkeit der Unternehmen

#### Lebhafte Investitionen im Jahr 2004

Die österreichische Wirtschaft gewann nach einem schwachen vierten Quartal 2004 zu Beginn des Jahres 2005 zwar wieder an Dynamik, konnte sich aber der Wachstumsabschwächung im Euroraum nicht gänzlich entziehen. Die Hauptwachstumsimpulse gingen im Jahr 2004 neben den Exporten von der Investitionstätigkeit aus, deren Steigerungsrate sich seit dem dritten Quartal 2004 – bedingt durch den Anstieg der Kapazitätsauslastung und die damit einhergehende Notwendigkeit kapazitätserweiternder Investitionen – wieder beschleunigt hatte. Darüber hinaus dürfte das kräftige Investitionswachstum im Jahr 2004 zu einem nicht unwesentlichen Teil aus Vorzieheffekten im Zusammenhang mit der Investitionszuwachsprämie bestanden haben, deren Auslaufen für das Jahr 2005 eine Abschwächung der

Investitionen erwarten lässt. Auch Unternehmensumfragen im Rahmen des WIFO-Konjunkturtests deuteten auf eine leichte Verlangsamung des Erholungsprozesses hin, da im Frühjahr 2005 weniger Unternehmen als im Herbst 2004 eine Ausweitung der Produktion planten.

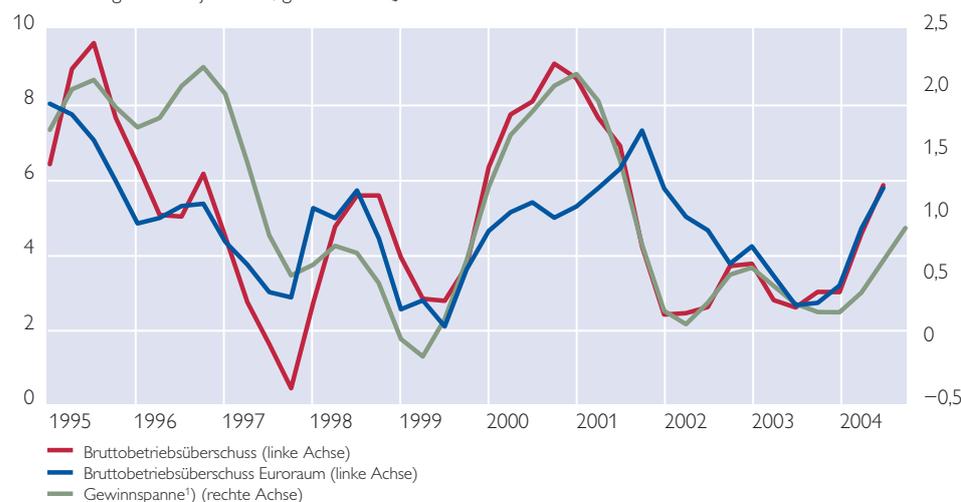
### Innenfinanzierungspotenzial der Unternehmen gestiegen

Der Außenfinanzierungsbedarf des Unternehmenssektors stieg in der zweiten Jahreshälfte 2004 nicht im gleichen Ausmaß wie die Investitionstätigkeit, da die dafür erforderlichen Mittel zu einem wesentlichen Teil durch Innenfinanzierung aufgebracht werden konnten. Die Gewinnsituation der österreichischen Unternehmen hat sich im Verlauf des Jahres 2004 – gestützt durch eine günstige Lohnstückkostenentwicklung – kontinuierlich verbessert, auch wenn steigende Rohstoffpreise die Produktion verteu-

Grafik 5

### Indikatoren für die Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

Veränderung zum Vorjahr in %, gleitende 4-Quartals-Durchschnitte



Quelle: Statistik Austria, OeNB.

¹) BIP-Deflator abzüglich Lohnstückkosten.

<sup>2</sup> Die Jahreswachstumsrate verringerte sich zwar aufgrund von Basiseffekten im vierten Quartal 2004, in saisonbereinigter Betrachtung blieb jedoch das Expansionstempo der Bruttoanlageinvestitionen bis Ende 2004 hoch.

erten und dadurch die Erträge minderten. Darüber hinaus verringerte das niedrige Zinsniveau die Finanzierungskosten für die Unternehmen.

Als Indikatoren für die verbesserte Gewinnsituation der Unternehmen können die Entwicklung der Gewinnspanne<sup>3</sup> und des Bruttobetriebsüberschusses<sup>4</sup> herangezogen werden, die im Jahresverlauf 2004 nach oben zeigten (Grafik 5).

### Wieder stärkerer Beitrag der Bankkredite zur Unternehmensfinanzierung

Aufgrund der günstigen Ertragslage des Unternehmenssektors wuchs die Außenfinanzierung langsamer als die Investitionsausgaben, darüber hinaus hat sich in der zweiten Jahreshälfte 2004 auch ihre Struktur verändert.

Der Anteil der Bankkredite an der Außenfinanzierung hat sich seit Mitte des Jahres 2004 wieder deutlich erhöht. Nachdem die Kreditaufnahme im Jahr 2003 rückläufig gewesen war, wies die Bankverschuldung seit Mitte des Jahres 2004 wieder eine positive Jahreswachstumsrate auf, die sich im Durchschnitt des vierten Quartals auf 3,1% belief.<sup>5</sup> Damit blieb die Kreditexpansion weiterhin unter jener des gesamten Euroraums und zeigte überdies in den Jahren 2003 und 2004 weniger Dynamik als die Investitionsausgaben der Unternehmen.

Es gibt aber keine Anzeichen dafür, dass die geringe Kreditausweitung auf ein verringertes Kreditangebot zurückzuführen wäre. Laut den Ergebnissen der Umfrage für das Kreditgeschäft (*Bank Lending Survey*) haben die Banken ihre Kreditstandards in den letzten Quartalen insgesamt nur wenig verändert, gleichzeitig gaben die befragten Bankmanager an, dass sich aufgrund der verbesserten Innenfinanzierung die Kreditnachfrage des Unternehmenssektors vermindert hat. Hauptmotive der Mittelaufnahme waren Fusionen/Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen sowie zuletzt auch die Investitionsfinanzierung.

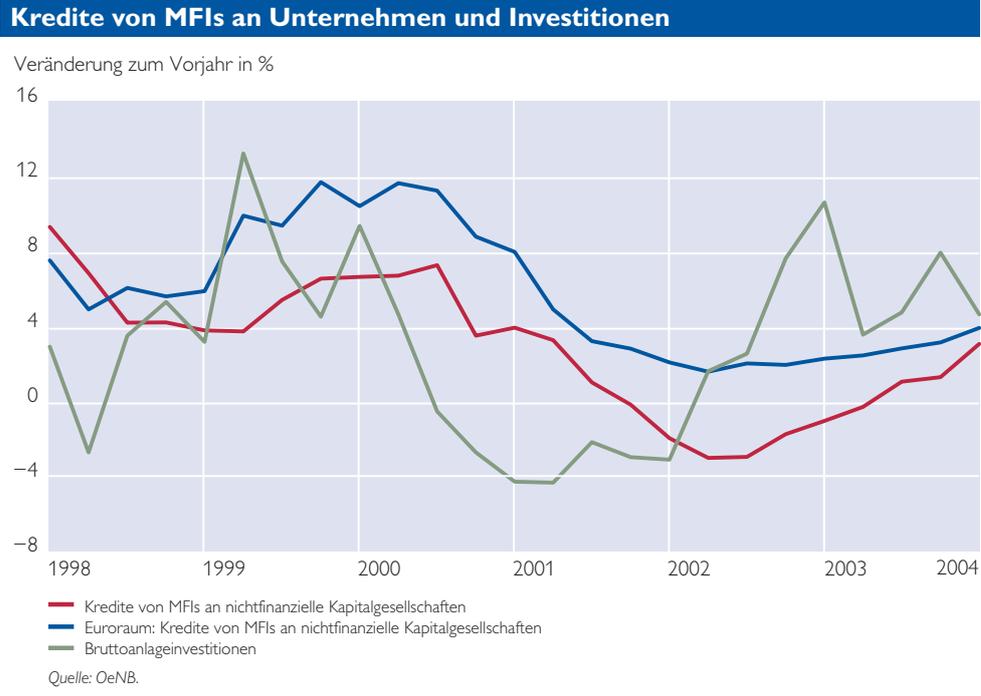
Die Struktur der Kredite verschob sich angesichts der Verflachung der Zinsstrukturkurve und des niedrigen nominellen Zinsniveaus weiterhin in Richtung längerer Laufzeiten. Zum Teil könnte der Rückgang des relativen Anteils der kurzfristigen Verschuldung auch darauf zurückzuführen sein, dass infolge der vermehrten Anschaffung langlebiger Investitionsgüter der langfristige Finanzierungsbedarf der Unternehmen relativ stärker gestiegen sein dürfte als die Nachfrage nach kurzfristigen Betriebsmittelkrediten. Durch den rückläufigen Anteil kurzfristiger Kredite verminderte sich tendenziell das Liquiditätsrisiko; da gleichzeitig die kurzfristigen Aktiva gestiegen sind,

<sup>3</sup> Die Gewinnspanne ist das Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten.

<sup>4</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 Produktionsabgaben (ohne Subventionen) ermitteln und bildet damit die VGR-Entsprechung zum Bruttobetriebsergebnis. Er stellt eine Näherungsvariable zur Messung der absoluten Gewinne dar.

<sup>5</sup> Aufgrund von Umstellungen in den Sektorzuordnungen von „nichtfinanziellen Unternehmen“ zu „privaten Haushalten“ seitens einiger Melder entstand per Berichtstermin Juni 2004 ein Bruch in den entsprechenden Zeitreihen. Auf Basis der vorliegenden Informationen belief sich die Höhe des Fehlers für Kredite an den Sektor „private Haushalte“ (ohne freie Berufe bzw. ohne private Organisationen ohne Erwerbszweck) zum Berichtstermin Juni 2004 auf rund 2 Mrd EUR. Die Wachstumsraten der Kredite an Unternehmen und an private Haushalte (ohne freie Berufe bzw. ohne private Organisationen ohne Erwerbszweck) wurden ab der zweiten Jahreshälfte 2004 entsprechend adaptiert.

Grafik 6



hat sich die Liquiditätsposition der Unternehmen insgesamt im Verlauf des Jahres 2004 deutlich erhöht.

Anleihen spielten im zweiten Halbjahr 2004 weiterhin eine wichtige Rolle für das Mittelaufkommen der österreichischen Unternehmen und

trugen rund ein Viertel zur Außenfinanzierung bei. Gemäß Emissionsstatistik stiegen die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Anleihen in diesem Zeitraum um 16% gegenüber dem Vorjahr, während im Gegensatz dazu die Zuwachsrate der

Grafik 7



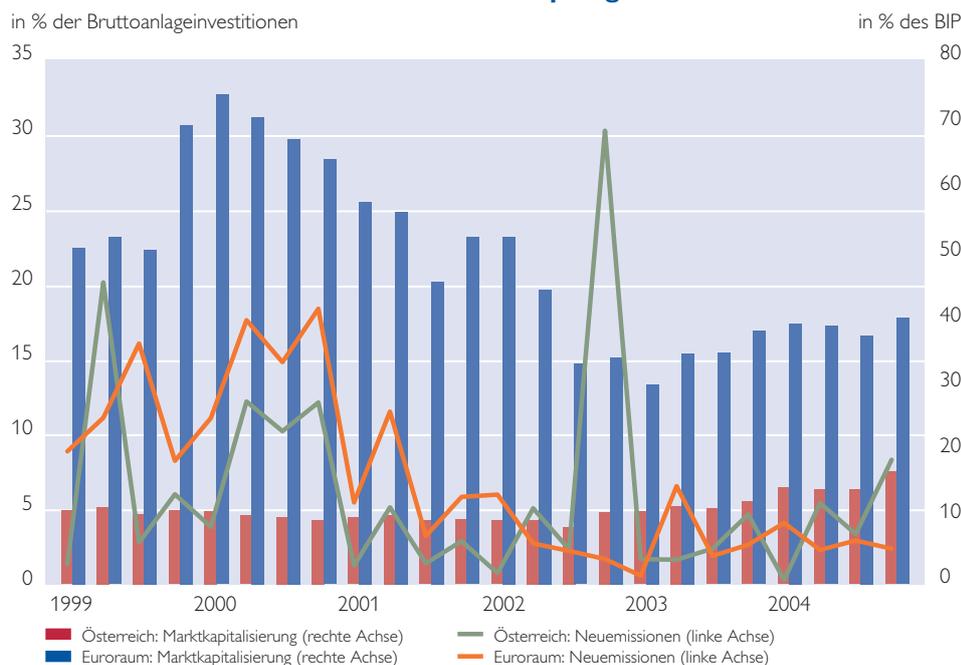
Unternehmensanleihen im gesamten Euroraum mit 1,6% auf den geringsten Wert seit Beginn der WWU gesunken ist. Im Unterschied zum Euroraum, wo Ende 2004 rund 15% der Unternehmensanleihen eine Laufzeit von weniger als 1 Jahr aufwiesen, haben österreichische Unternehmen praktisch keine kurzfristigen Emissionen begeben. Da Anleihen eine längere Laufzeit als Kredite aufweisen und üblicherweise endfällig gestaltet sind, vermindert ihre vermehrte Begebung tendenziell die Liquiditätsbelastungen des Unternehmenssektors. Gleichzeitig ermöglichen sie es den emittierenden Unternehmen, sich das derzeitige relativ niedrige Zinsniveau für einen längeren Zeitraum zu sichern und damit ihr Zinsänderungsrisiko zu verringern.

Zunehmende Bedeutung hatte zuletzt die Kapitalaufnahme über die Börse. Zwar fand im Jahr 2004 trotz

starker Kursgewinne nur eine einzige Neuemission an der Wiener Börse statt, die Kapitalerhöhungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften entwickelten sich jedoch überaus dynamisch. Insgesamt trug die Mittelaufnahme über die Börse im zweiten Halbjahr 2004 knapp 6% zur Finanzierung der Bruttoanlageinvestitionen bei – mit im Jahresverlauf deutlich steigender Tendenz (Grafik 8) – und erreichte einen Anteil an der Außenfinanzierung von rund 15%. In der zweiten Jahreshälfte 2004 wurden mehr als 8% des Volumens der Kapitalerhöhungen und Neunotierungen von börsennotierten Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften des Euroraums in Österreich aufgebracht (nach 3,2% im ersten Halbjahr). Obwohl alleine im vierten Quartal 2004 die Kurssteigerungen an der Wiener Börse zu einer Erhöhung des Marktwerts der ausgegebenen Anteilsrechte um 12 Mrd EUR

Grafik 8

### Kapitalerhöhungen und Neunotierungen sowie Marktkapitalisierung von börsennotierten Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quelle: OeNB, EZB.

geführt haben, blieb das Mittelaufkommen des Unternehmenssektors über die Börse unter den hohen Werten der Jahre 1999 und 2000.

Die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften erhöhte sich seit Mitte 2004 von 32 Mrd EUR auf 39 Mrd EUR und betrug zuletzt rund 17% des BIP.<sup>6</sup> Das ist knapp die Hälfte des gesamten Euroraumdurchschnitts, der Ende 2004 bei 40% lag.

Darüber hinaus ist die Beteiligungsfinanzierung in Form außerbörslicher Eigenmittelaufbringung gestiegen, sodass der Anteil der gesamten Anteilswerte an den Verpflichtungen des Unternehmenssektors im Jahr 2004 deutlich zugenommen hat.

Insgesamt haben damit die österreichischen Unternehmen ihre Finanzierungsbasis verbreitert. Zum einen konnten sie dank der günstigen Gewinnsituation auf eine erhöhte Innenfinanzierung zurückgreifen, zum anderen haben sie eine breitere Palette von externen Finanzierungsinstrumenten in Anspruch genommen.

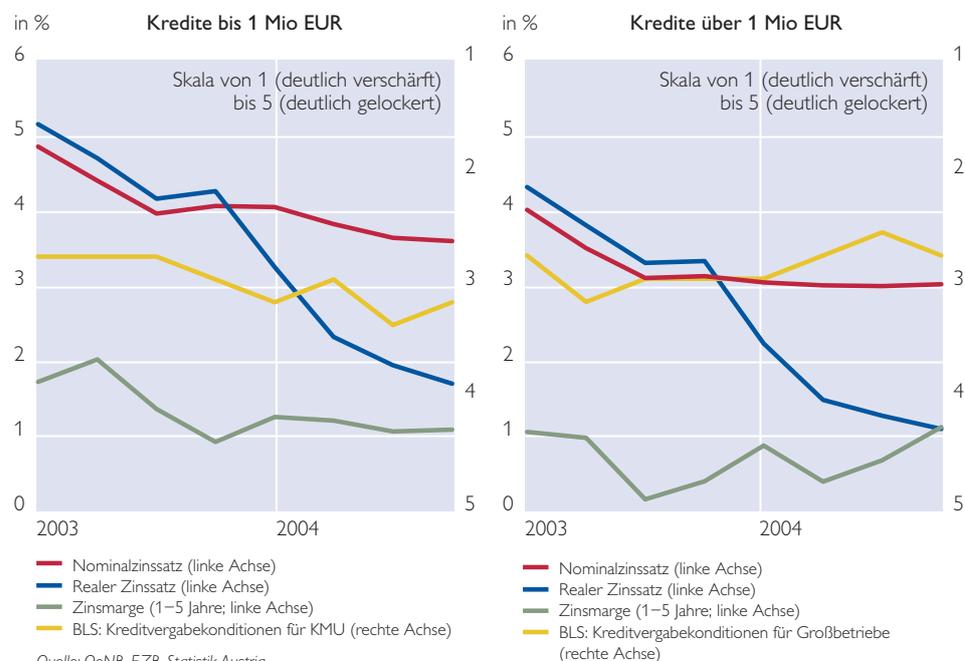
### Nach wie vor niedrige Finanzierungskosten

Die österreichischen Unternehmen fanden bis zuletzt günstige Bedingungen für die Mittelzufuhr von außen vor. Das galt für die Aufnahme von Fremdkapital und von Eigenkapital gleichermaßen.

Der leichte Abwärtstrend der Zinsen für Unternehmenskredite, der im

Grafik 9

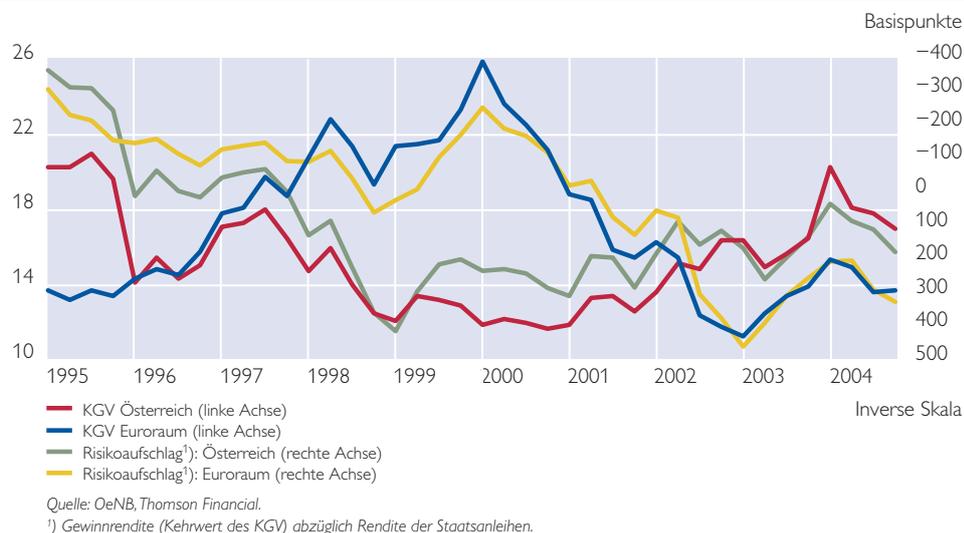
### Konditionen für Unternehmenskredite



<sup>6</sup> Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Ende 2004 knapp 28% des BIP.

Grafik 10

**Finanzierungsbedingungen auf dem Aktienmarkt**



ersten Halbjahr 2004 zu beobachten gewesen war, setzte sich in weiterer Folge zwar nicht fort, das Niveau der Zinssätze war aber sowohl im Zeitablauf betrachtet als auch im Vergleich mit dem Euroraum niedrig.<sup>7</sup> In realer Betrachtung sind die Kreditzinsen (Zinssatz für Unternehmenskredite abzüglich Inflation<sup>8</sup>) während des gesamten Jahres 2004 gesunken.

Eine Gegenüberstellung der Kundenzinssätze der Banken mit einem Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen kann einen Hinweis auf die in den Bankzinsen enthaltenen Risikokosten geben. Bei einer Betrachtung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und des Swap-Satzes mit einer korrespondierenden Laufzeit zeigt sich, dass der Risikoaufschlag für großvolumige Finanzierungen im zweiten Halbjahr 2004 nur leicht gestiegen und für Kredite bis 1 Mio EUR praktisch unverändert geblieben ist.

Diese Einschätzung im Wesentlichen unveränderter Kreditvergabe-

konditionen stimmt mit den jüngsten Ergebnissen der Umfrage über das Kreditgeschäft überein. Nachdem die Richtlinien für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2004 leicht gelockert worden waren, blieb die grundsätzliche Ausrichtung der Kreditvergabepolitik gegenüber Firmenkunden im ersten Quartal 2005 unverändert. Allerdings wurden die Bedingungen für Unternehmenskredite in einigen Bereichen verschärft – vor allem die Margen für risikoreichere Unternehmenskredite wurden von den Banken in den letzten beiden Quartalen ausgeweitet, während die Spannen für Ausleihungen an Schuldner durchschnittlicher Bonität konstant blieben.

Auch auf dem Aktienmarkt gestalteten sich die Finanzierungsbedingungen bis zuletzt günstig. Die Performance des ATX im Jahr 2004 und im ersten Quartal 2005 übertraf deutlich jene der bedeutenden internationalen Aktienindizes. Da die Kurszuwächse von steigenden Unternehmensgewin-

<sup>7</sup> Daten der harmonisierten EZB-Zinssatzstatistik stehen erst seit dem Berichtszeitpunkt Jänner 2003 zur Verfügung.

<sup>8</sup> Deflator der Bruttoanlageinvestitionen.

Grafik 11



nen begleitet wurden, war das Kurs-Gewinn-Verhältnis seit dem zweiten Quartal 2004 rückläufig, was impliziert, dass sich die Aktienfinanzierung an der Wiener Börse etwas verteuert hat. Allerdings blieb das Kurs-Gewinn-Verhältnis über dem Vergleichswert für den gesamten Euroraum.

Ein ähnliches Bild bietet sich bei der Differenz zwischen der Gewinnrendite<sup>9</sup> und der Rendite auf Staatsanleihen, deren Entwicklung im Zeitablauf als Indikator für die Risikoprämie des Aktienmarkts gesehen werden kann. Ihr leichter Anstieg im Jahr 2004 zeigt, dass sich die Konditionen der Aktienfinanzierung im Vergleich zum allgemeinen Zinsniveau etwas ungünstiger entwickelt haben (Grafik 10).

### Rückläufige Verschuldungsquote des Unternehmenssektors

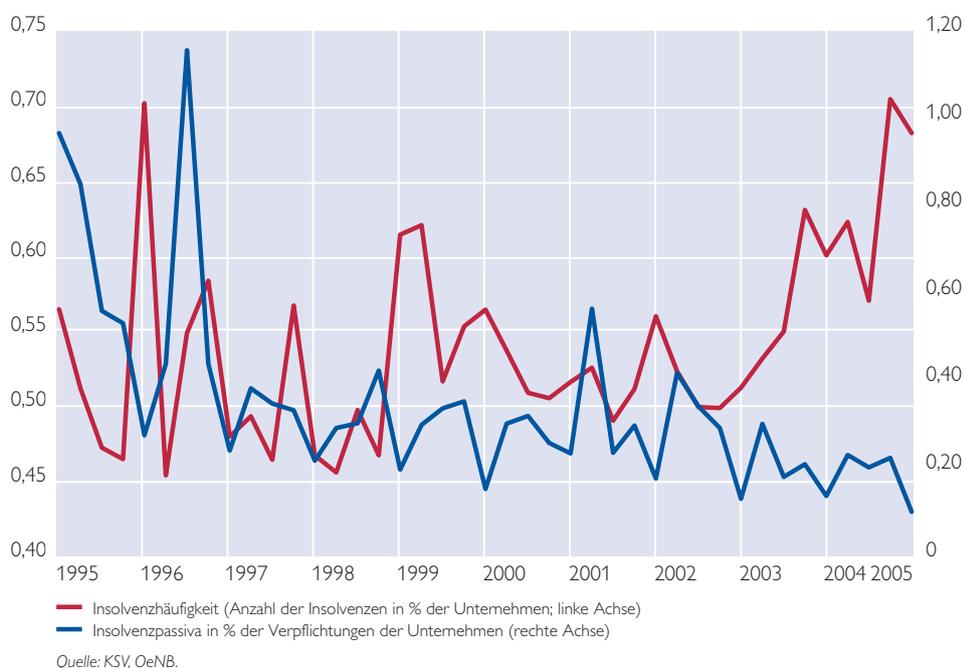
Als Folge der relativ geringen Fremdkapitalaufnahme ist die Verschuldung des Unternehmenssektors im Jahr 2004 – relativ zum BIP bzw. zu den Unternehmenserträgen – leicht gesunken (Grafik 11).

In der Insolvenzentwicklung schlugen sich die günstige Ertragsentwicklung und die Verbesserung der Eigenkapitalposition des Unternehmenssektors allerdings erst mit einiger Verzögerung nieder. Die Anzahl der eröffneten Insolvenzverfahren sank im ersten Quartal 2005 leicht, die mangels Masse abgewiesenen Konkursanträge verzeichneten allerdings im Jahresabstand einen Anstieg von 25%. Insgesamt betrug die Insolvenzquote, bezogen auf die Gesamtzahl

<sup>9</sup> Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

Grafik 12

**Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen**



der Unternehmen, 0,7%. Die Insolvenzverbindlichkeiten, die im vierten Quartal 2004 noch um ein Achtel über dem Vergleichswert des Vorjahres gelegen waren, sanken im ersten Quartal 2005 um mehr als 20%.

**Resümee**

Die gestärkte Finanzposition und die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen auf den Finanzmärkten sprechen dafür, dass sich die Krisenfestigkeit des Unternehmenssektors in den letzten Quartalen erhöht hat.

Die Zuwächse bei Gewinnen und Eigenkapital haben die Bilanzstruktur und die Bonität des Unternehmenssektors erhöht. Dank der gestiegenen Gewinne konnten die Unternehmen auf eine erhöhte Innenfinanzierung zurückgreifen, darüber hinaus haben sie ein breites Spektrum an (Außen-) Finanzierungsinstrumenten in Anspruch genommen. Dabei hat die Bedeutung der Bankkredite für die Finanzierungsentscheidungen der Unter-

nehmen im zweiten Halbjahr 2004 wieder zugenommen.

Die Struktur der Unternehmensfinanzierung hat sich in Richtung längerfristiger Finanzierungsformen verschoben, wozu neben dem steigenden Anteil der Beteiligungsfinanzierung auch die verstärkte Inanspruchnahme von Anleihen sowie die Tendenz zu längeren Laufzeiten bei Bankkrediten beigetragen haben. Der Unternehmenssektor ist dadurch einem verringerten Liquiditätsrisiko ausgesetzt (verzichtet dadurch allerdings auf einen Teil der Kostensenkung durch die niedrigen Zinsen).

Die Widerstandsfähigkeit des Unternehmenssektors gegenüber Schocks ist gestiegen. Gleichzeitig wird durch die verstärkte Inanspruchnahme von Kapitalmarktinstrumenten das unternehmerische Risiko, das in der Vergangenheit primär vom Bankensektor getragen wurde, breiter über die Finanzmärkte gestreut.

Allerdings bleiben auch in der aktuellen Situation Risiken bestehen: Zwar waren die Gewinne der Unternehmen im Jahr 2004 sehr hoch, die Prognosen für die weitere Konjunktorentwicklung sind jedoch zurückhaltend, sodass sich das Innenfinanzierungspotenzial der Unternehmen verringern könnte. Auch die Kostenentlastung, die das derzeit niedrige Zinsniveau für den Unternehmenssektor mit sich gebracht hat, könnte bei einem deutlichen Anstieg der Zinsen zumindest teilweise wieder rückgängig gemacht werden. Allerdings haben in letzter Zeit viele Unternehmen ihre Abhängigkeit von Zinsänderungen durch die Mittelaufnahme in Form von Anleihen und Aktien reduziert.

### Hohe Vermögensbildung und Verschuldung bei Haushalten

#### Nur leichte Einkommenszuwächse im Jahr 2004

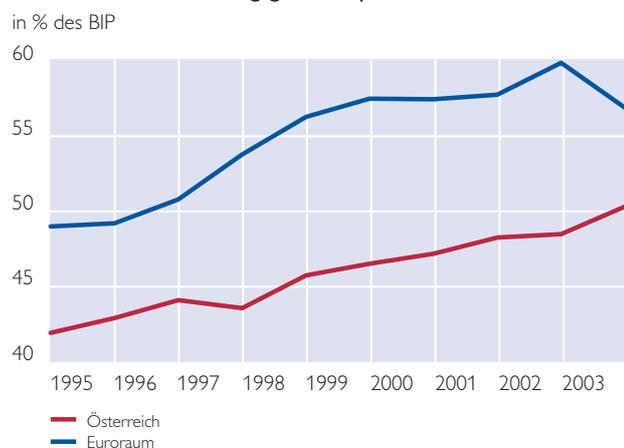
Im Jahr 2004 hat sich die Einkommenssituation der privaten Haushalte nur

marginal verbessert. Die verfügbaren Einkommen stiegen mit real 1,7% gleich stark wie im Jahr 2003. Trotz des schwachen Einkommenswachstums gaben die Haushalte wieder mehr für Konsum aus. Mit real 1,5% legte das Konsumwachstum mehr als doppelt so stark zu wie im Jahr 2003, womit ein Großteil des Einkommenszuwachses konsumtiv verwendet wurde. Die Sparquote nahm gleichzeitig von 8,9% auf 9,3% zu. Für das Jahr 2005 ist laut OeNB-Prognose mit einer Verbesserung der Haushaltseinkommen zu rechnen. Die verfügbaren Einkommen sollen um real 2,0% wachsen, wobei die Steuerreform und das anhaltende Beschäftigungswachstum positive Effekte ausüben. Die Sparquote soll 9,7% erreichen. Der Anstieg der Sparquote in den letzten Jahren wird teilweise auf Umverteilungen von den Nettomasseneinkommen der Arbeitnehmer, die eine niedrige Sparquote aufweisen, zu den Gewinnen der Selbstständigen zurückgeführt.<sup>10</sup> In den Finanzströmen der privaten Haus-

Grafik 13

## Indikatoren für die Verschuldung der privaten Haushalte

Verschuldungsgrad der privaten Haushalte



Quelle: OeNB, Statistik Austria, EZB.

Anmerkung: Euroraum ohne Irland, Griechenland und Luxemburg. Daten für Verschuldung für 2004 mit den wichtigsten Komponenten der Haushaltsverschuldung angenähert.

Kredite von MFIs an private Haushalte



Quelle: EZB, OeNB.

Anmerkung: Österreich: Kredite an Haushalte ohne freie Berufe und ohne private Organisationen ohne Erwerbszweck.

<sup>10</sup> Siehe dazu WIFO-Prognose vom April 2005.

halte zeigt sich diese Entwicklung in einem zuletzt hohen Zuwachs des Geldvermögens bei gleichzeitig starker Verschuldung.

### Verschuldung nimmt weiter zu

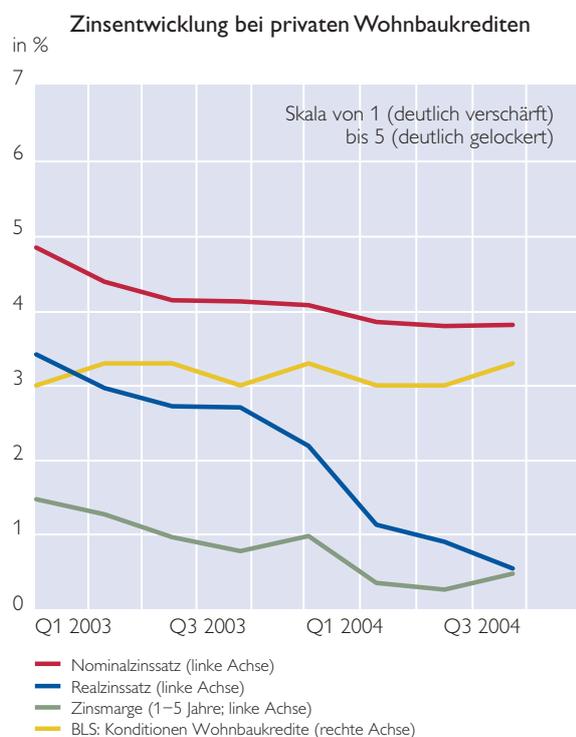
Der Verschuldungsgrad österreichischer Haushalte ist im Jahr 2004 weiter gestiegen. Die Verpflichtungen erreichten rund die Hälfte des BIP, lagen mit 57% aber unter dem Vergleichswert des Euroraums (Grafik 13). Ein Vergleich zwischen den Ländern des Euroraums zeigt, dass Österreich bei der Haushaltsverschuldung mit Italien und Finnland im unteren Drittel liegt.

Nach Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung nahmen

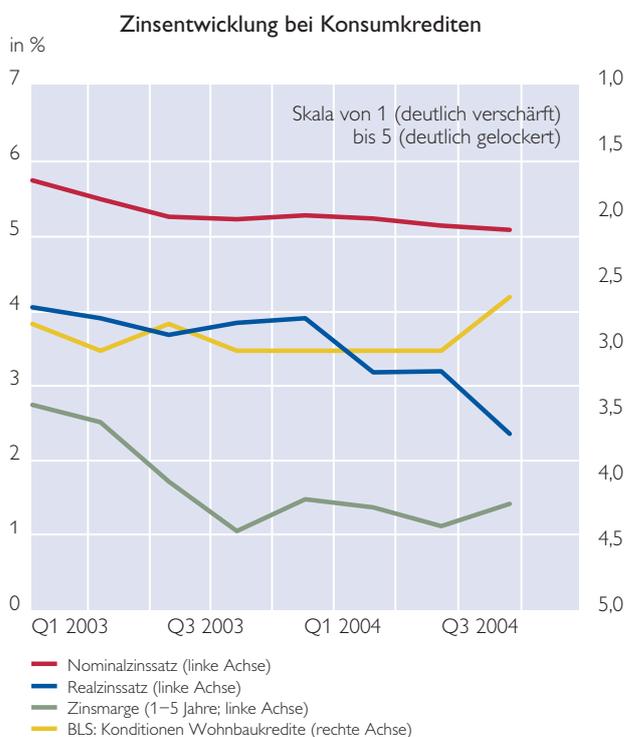
die Haushalte Kredite in der Höhe von 7,7 Mrd EUR auf. Das entspricht einem Jahreswachstum von 7,0%. Der Großteil der Kreditaufnahmen entfiel mit 5,0 Mrd EUR auf Wohnraumkredite, während Konsumkredite 1,3 Mrd EUR ausmachten. Allgemein ist die Zunahme der Verschuldung unter den gegenwärtigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht unproblematisch. Vor allem Konsumkredite weisen bei dem gegenwärtig verhaltenen Einkommenswachstum erhöhte Risiken auf, weil bei Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers keine Sicherheiten – wie sie bei Wohnraumkrediten in Form von Immobilien zur Verfügung stehen – zur Deckung vorhanden sind.

Grafik 14

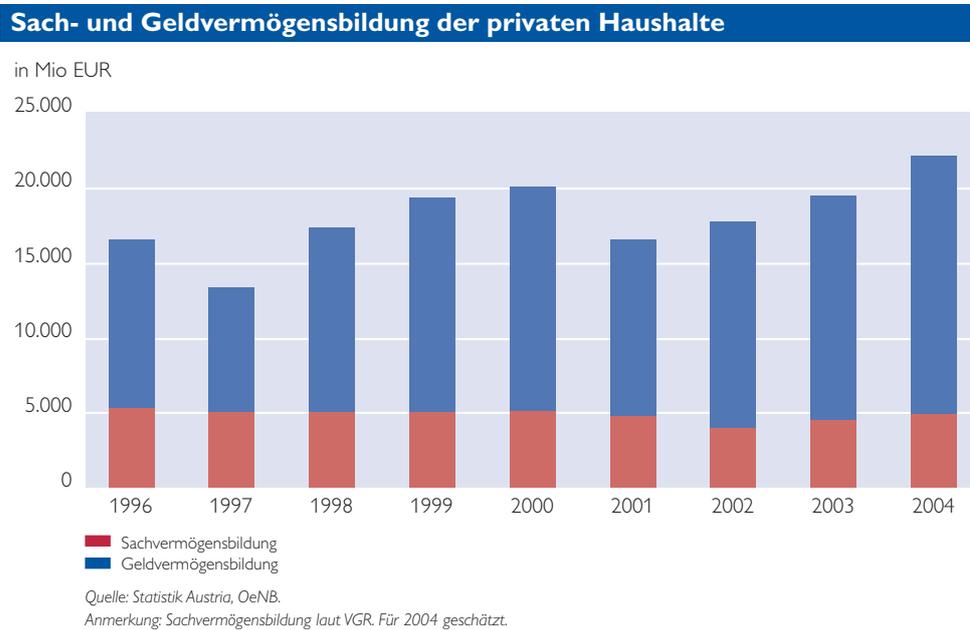
## Konditionen für Kredite an private Haushalte



Anmerkung: Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich der Veränderung des Deflators für Bauten/Wohnbauten bzw. Konsumausgaben. Zinsmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von 1 bis 5 Jahren abzüglich 3-Jahres-Swapsatz. BLS-Kreditvergabekonditionen: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte in den letzten drei Monaten.



Grafik 15



### Finanzierungsbedingungen in der zweiten Jahreshälfte 2004 weiter verbessert

Im zweiten Halbjahr 2004 haben sich die Finanzierungsbedingungen bei den Wohnraum- und Konsumkrediten weiter verbessert. Bei den Wohnbaukrediten reduzierten sich die Zinsen im Neugeschäft um 60 Basispunkte auf real 0,49%, während die Realzinsen bei den Konsumkrediten von 3,22% auf 2,41% zurückgingen. Die Zinsmargen der Banken haben sich bei den mittelfristigen Konsum- und Wohnbaukrediten in der zweiten Jahreshälfte 2004 leicht ausgeweitet. Dies könnte ein Anzeichen dafür sein, dass der Bankensektor die mit der Kreditentwicklung verbundenen zukünftigen Risiken schlechter einschätzt. Die Ergebnisse der Umfrage über das Kreditgeschäft zeigen für das vierte Quartal 2004

ebenfalls eine leichte Verschärfung der Kreditkonditionen an. (Grafik 14). Allgemein trägt das niedrige Zinsniveau maßgeblich zur Entlastung der privaten Kreditnehmer bei. Gleichzeitig sind mit dem günstigen Zinsumfeld auch Risiken verbunden. Möglicherweise können die Haushalte bei der Kreditaufnahme zukünftige Belastungen in Form steigender Zinsen nicht ausreichend berücksichtigen, was eine Verschlechterung der Kreditqualität in der Zukunft bedeuten würde.<sup>11</sup>

### Vermögensbildung gewinnt im Jahr 2004 weiter an Schwung

Die Haushalte haben ihren Vermögensaufbau im Jahr 2004 weiter kräftig vorangetrieben. Insgesamt dürfte das Haushaltsvermögen – Sach- und Geldvermögen zusammen – um 21,9 Mrd EUR zugenommen haben (Grafik 15).<sup>12</sup>

<sup>11</sup> In Österreich dominieren variabel verzinsten Kredite. Eine Aufteilung der entsprechenden Kreditarten – fix oder variabel verzinst – auf die einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren ist jedoch nicht möglich.

<sup>12</sup> Es handelt sich um eine erste Schätzung. Daten zur Sachvermögensbildung der privaten Haushalte für das Jahr 2004 werden von Statistik Austria im Dezember 2005 veröffentlicht. Die Sachvermögensbildung wird über das Sparaufkommen und über den Finanzierungssaldo der privaten Haushalte im Rahmen des Vermögensbildungskontos geschätzt.

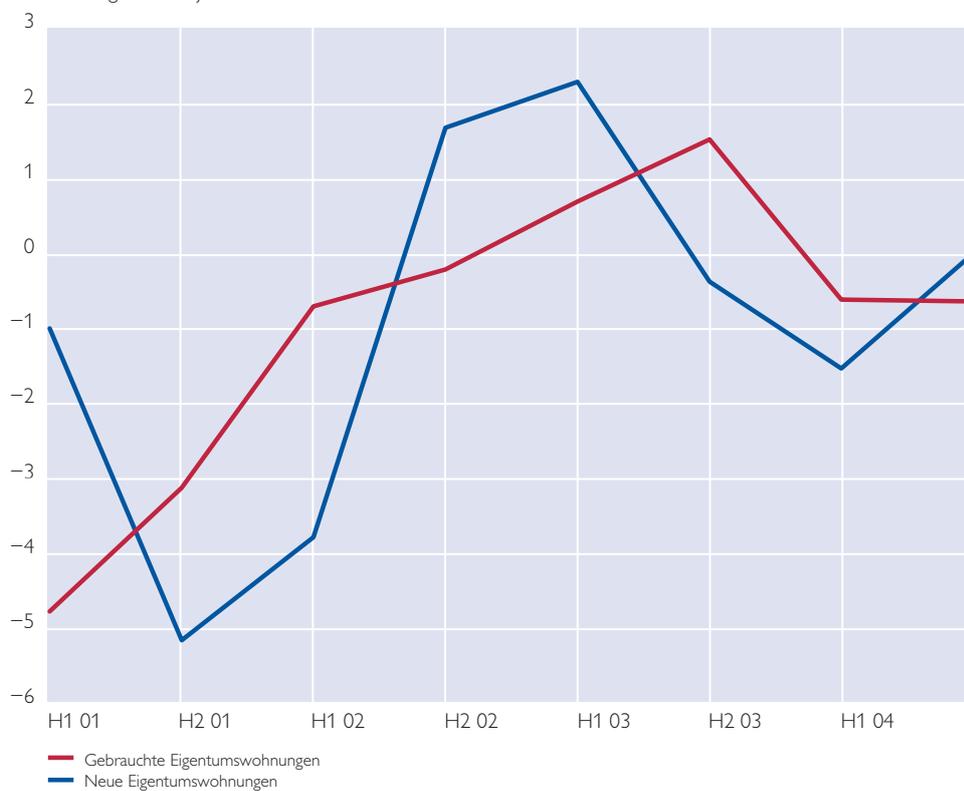
Bei der Sachvermögensbildung dürften umfangreiche Mittel in den Haus- und Wohnungsneubau geflossen sein.<sup>13</sup> Dafür spricht einerseits die lebhaftere Nachfrage nach Wohnbaukrediten, andererseits ist bei den Preisen für neue Eigentumswohnungen seit Mitte 2004 ein Aufwärtstrend zu beobachten. Im ersten Halbjahr 2004 gingen die Eigentumspreise noch um –

1,5% gegenüber dem Vorjahr zurück, während sie Ende 2004 unverändert blieben. Die Preisentwicklung dürfte auf den geringeren Angebotsüberschuss zurückzuführen sein. Damit bleiben die Eigentumspreise weiterhin unter dem langjährigen Durchschnitt. Die Preise für gebrauchte Eigentumswohnungen gingen im Jahr 2004 nur leicht um –0,6% zurück (Grafik 16).

Grafik 16

### Immobilienpreise in Österreich

Veränderung zum Vorjahr in %



Die Geldvermögensbildung erreichte im Jahr 2004 17,2 Mrd EUR. Die Präferenz für liquide Anlageformen schwächte sich dabei im Vergleich zu den Vorjahren etwas ab. In Bargeld und Einlagen wurden 6 Mrd EUR oder

rund ein Drittel der Geldvermögensbildung gehalten, nachdem in den Jahren 2002 und 2003 noch mehr als die Hälfte auf diese Finanzierungsinstrumente entfallen waren. Das deutet auf eine Normalisierung der Geldhal-

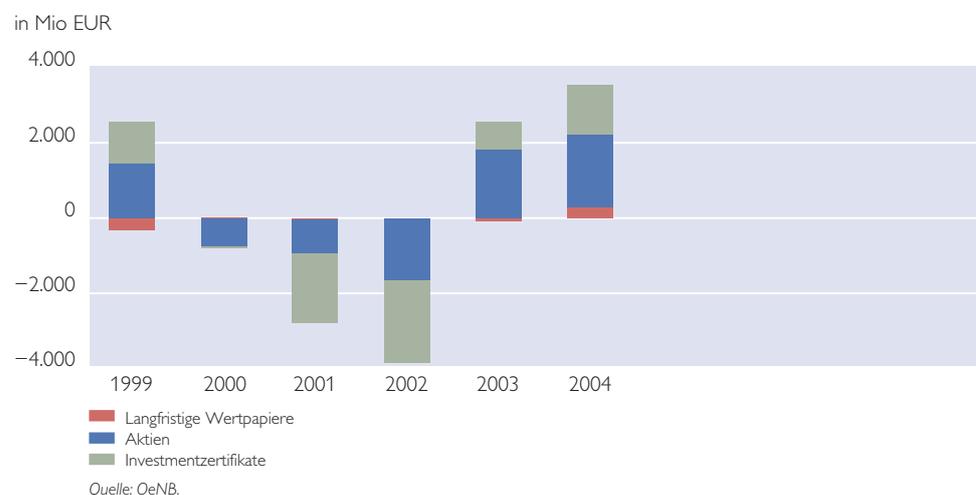
<sup>13</sup> Rund die Hälfte der Sachvermögensbildung der privaten Haushalte entfällt auf Wohnungsinvestitionen. Daneben tragen die Investitionen der selbstständig Erwerbstätigen, die ebenfalls im Sektor „private Haushalte“ statistisch erfasst werden, maßgeblich zur Sachvermögensbildung bei.

tung hin. Stärker nachgefragt wurden Versicherungsprodukte. Das Volumen an Lebensversicherungen und die Ansprüche gegenüber Pensionseinrichtungen wurden um 4,8 Mrd EUR ausgeweitet. Auch in Investmentzertifikate wurde mit 2,9 Mrd EUR wieder mehr investiert, nachdem das Interesse in den Vorjahren stark nachgelassen

hatte. Die hohen Volumina, die vor allem in den letzten Quartalen in Versicherungsprodukte und Investmentfonds geleitet worden waren, lassen sich einerseits auf eine verstärkte Altersvorsorge der privaten Haushalte, andererseits auf die Nachfrage nach Fremdwährungskrediten zurückführen.<sup>14</sup>

Grafik 17

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



Unterstützt wurde der finanzielle Vermögensaufbau durch die Kursentwicklung auf den nationalen und internationalen Wertpapiermärkten (Grafik 17). Mit 3,5 Mrd EUR entfielen im Jahr 2004 rund 17% des gesamten Geldvermögenszuwachses auf Kursgewinne. Mehr als die Hälfte der Bewertungsveränderungen war auf Kursgewinne bei Aktien in der Höhe von 1,9 Mrd EUR zurückzuführen, während positive Kursänderungen bei Investmentzertifikaten 1,3 Mrd EUR ausmachten. Zusammen mit den Kurszuwächsen des Jahres 2003 in der Höhe von 2,6 Mrd EUR haben die Haushalte somit einen Großteil der Vermögens-

verluste, die zwischen 2000 und 2002 eingetreten waren, kompensieren können. Allerdings ist aus Untersuchungen bekannt, dass sich der Aktienbesitz nur auf einen kleinen Teil der Haushalte in Österreich konzentriert, womit die damit zusammenhängenden Kursrisiken von geringer Bedeutung für den gesamten Haushaltssektor sind. Anders stellt sich die Situation bei den Investmentzertifikaten dar, die aufgrund ihrer Charakteristika – geringeres Veranlagungsrisiko durch diversifizierte Portefeuilles – vor allem von Haushalten mit mittlerem Vermögen nachgefragt werden.

<sup>14</sup> Neben Lebensversicherungen fungieren Investmentfonds als Tilgungsträger für Fremdwährungsverbindlichkeiten. Mit der weiterhin steigenden Nachfrage der privaten Haushalte nach Fremdwährungskrediten sind daher auch positive Effekte auf die Geldvermögensbildung über Lebensversicherungen und Investmentzertifikate verbunden.

**Methodische Fragen zur Ermittlung des Geldvermögens****der österreichischen Haushalte**

Im Finanzmarktstabilitätsbericht der OeNB stützt sich die Analyse der finanziellen Position der privaten Haushalte wesentlich auf die Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR). Die GFR gibt seit 1998 Aufschluss über die Entwicklung der volkswirtschaftlichen Sektoren (Haushalte, Unternehmen, Staat), liefert aber keine Informationen über die ökonomisch wichtigen Fragen der personellen Vermögensverteilung. Ob „die Österreicher“ reicher werden, kann mit dieser Makrostatistik daher nicht beantwortet werden. Aber auch Fragen zum durchschnittlichen Geldvermögen eines österreichischen Haushalts lassen sich nur unzureichend beantworten. Denn zum privaten Haushaltssektor werden in der GFR auch die Geldvermögenswerte von privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (wie Kirche oder ÖGB), der Angehörigen der freien Berufe und nicht zuletzt der Stiftungen gerechnet. Damit würde ein möglicherweise massiv gestiegenes Stiftungsvermögen entgegengesetzt gerichtete Vermögensentwicklungen auf Haushaltsebene überdecken.

Quellen eines Vermögenszuwachses können Ersparnisse, Erbschaften oder Kapitalgewinne sein. Manche dieser Vermögenszuwachsquellen hängen stärker vom individuellen Verhalten ab (Sparen), andere sind stärker externen Einflussfaktoren (Erbschaften, Kapitalgewinne) ausgesetzt. Diese Vermögensdeterminanten können zu einer Erhöhung oder einer Verringerung beitragen.

Aus Finanzmarktstabilitätsüberlegungen interessiert insbesondere die Zusammensetzung der Haushaltportfolios. Es ist wichtig zu wissen, wie ertrags- und risikoorientiert Anleger sind und wie sich etwa ein Anstieg der Haushaltsverschuldung auf verschiedene Haushaltstypen verteilt. Sind jene Haushalte, die sich verschuldet haben, identisch mit jenen, welche Vermögensaktiva erworben haben? Diese Fragen lassen sich nicht auf Grundlage von Makrostatistiken einer GFR beantworten, sondern bedürfen einer mikrostatistischen Fundierung. Insbesondere die vielfältigen Verhaltenseinflussfaktoren der Vermögensbildung verweisen auf die Notwendigkeit von Erhebungen auf der Mikroebene. Aber auch die wirtschaftspolitische Fragestellung, ob die Menschen in Österreich für die Herausforderungen der privaten Zukunftsvorsorge bereits gerüstet sind, kann nur mit Mikrodaten beantwortet werden.

Eine Reihe von Notenbanken führt regelmäßig Befragungen zum Vermögen der Haushalte durch (Banca d' Italia, Banco de España, Federal Reserve). Auch die OeNB hält gegenwärtig eine österreichweite Haushaltsbefragung mit dem Ziel ab, die Geldvermögenszusammensetzung der privaten Haushalte in Österreich zu erfassen, Finanzverhaltenscharakteristika zu identifizieren und die Veränderung der Vermögensverteilung in den letzten Jahren zu untersuchen. Die Ergebnisse dieser aktuellen Haushaltsbefragung der OeNB werden in einer der künftigen Ausgaben des Finanzmarktstabilitätsberichts dargestellt werden.

**Deutlicher Anstieg bei den  
Privatkonkursen**

Mit der hohen Verschuldung der Haushalte gehen steigende Privatkonkurse einher. Im letzten Jahr erhöhten sich nach Angaben des Kreditschutzverbands die Gesamtinsolvenzen bei den Haushalten um ein Viertel auf 5.573 Fälle.<sup>15</sup> Im ersten Quartal 2005 wurden bereits 1.582 Privatkonkurse verzeichnet, was einer Jahreswachstumsrate von 13,7% entspricht. Mit der stei-

genden Überschuldung erreichten auch die Insolvenzverbindlichkeiten mit annähernd 700 Mio EUR einen Höchstwert im Jahr 2004.

Ein deutlicher Anstieg ist bei den Konkursanträgen, die mangels Masse abgewiesen wurden, zu beobachten. Sie nahmen im Jahr 2004 um rund ein Drittel zu und stiegen auf 903 Fälle. In den ersten drei Monaten 2005 waren bereits 304 abgewiesene Konkursanträge zu beobachten, was einem

<sup>15</sup> Der Kreditschutzverband geht davon aus, dass ein Teil dieses Anstiegs auf eine Änderung der gesetzlichen Regelungen des Privatkonkurses im Jahr 2002 zurückzuführen ist. Dabei wurden die Zugangsvoraussetzungen zum Verfahren erleichtert, indem nicht mehr eine Restschuldbefreiung, sondern nur die Deckung der Verfahrenskosten gewährleistet sein muss.

Zuwachs von 40,1% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal entspricht. Immer mehr Haushalte sind somit nicht in der Lage, sich zu entschulden.

**Deutliche Zunahme  
des Geldvermögens bei gleichzeitig  
hoher Verschuldungsneigung**

Die Einschätzung der finanziellen Lage der Haushalte fällt differenziert aus. Der Geldvermögenszuwachs und das Nettogeldvermögen erreichten im Jahr 2004 den höchsten Wert seit Einführung der finanziellen Vermögensstatistik im Jahr 1995 (Grafik 18). Das stärkt die Widerstandskraft gegenüber Schocks.

Gleichzeitig nimmt die Verschuldung weiter zu. Die zwischen Arbeitnehmern und Selbstständigen stark divergierenden Einkommenszuwächse deuten darauf hin, dass sich die Mög-

lichkeit zur Vermögensbildung in den letzten Jahren sehr ungleich verteilt und zur Vermögenskonzentration in Österreich weiter beigetragen hat. Konsumstabilisierung und Vermögensbildung in Immobilien wird dadurch nur über eine höhere Verschuldung möglich, was allgemein mit höheren Insolvenzrisiken verbunden ist. Vor allem die Wohnbaukredite haben zuletzt deutlich angezogen. Das niedrige Zinsniveau erleichtert die für den Wohnungserwerb hohen Fremdfinanzierungen und trägt derzeit zu niedrigen Kreditkosten bei. Dabei wäre jedoch wünschenswert, dass Haushalte bei der Kreditaufnahme auch mögliche künftige Zinssteigerungen, die zu nicht mehr tragbaren Belastungen des Haushaltsbudgets führen könnten und damit die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit erhöhen, langfristig im Auge behalten.

Grafik 18

