

# Risikoposition der realwirtschaftlichen Sektoren noch immer unter Vorkrisenniveau

## Geringe Außenfinanzierungsvolumina des Unternehmenssektors

### Konjunktur verliert an Fahrt

Nach einer kräftigen Expansion im ersten Halbjahr 2011, die vor allem auf die Erholung der Weltwirtschaft zurückzuführen war, ging der Konjunkturaufschwung zur Jahresmitte zu Ende. Zu den Gründen für die Wachstumsabschwächung zählen Vertrauensverluste aufgrund der Schuldenkrise, nachlassende Konjunkturimpulse aus dem Ausland, eine schwache Binnenkonjunktur und das Auslaufen zyklischer Wachstumsimpulse.

Im Vergleich zur Stärke des Einbruchs im Zuge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise war die Erholung der Investitionstätigkeit während des Aufschwungs nur relativ schwach. Das niedrige Investitionsniveau lässt vermuten, dass die Mehrzahl der getätigten Investitionen keine Kapazitätserweiterung, sondern den Ersatz vorhandener Produktionsmöglichkeiten zum Ziel hatte. Das schwächere außenwirtschaftliche Umfeld und die vor dem Hintergrund der Schuldenkrise hohe

Verunsicherung der Unternehmen führten zu einem neuerlichen Aufschieben von Investitionsplänen. Nachdem sich die Aussichten für den Hochbau im ersten Halbjahr 2011 etwas aufgehellt hatten, kam es danach zu einem Rückschlag. Wohn- und Nichtwohnbau waren davon gleichermaßen betroffen.

Die Unternehmensgewinne, die im Konjunkturabschwung 2008/09 markant sanken und damit auch einen wesentlichen Schockabsorber darstellten, verzeichnen seit nahezu zwei Jahren wieder Zuwächse. Seit der zweiten Hälfte des Jahres 2010 übertrifft der Bruttobetriebsüberschuss real wieder das Niveau von vor der Krise (und im zweiten Quartal 2011 auch nominell), auch wenn sich das Wachstum der Unternehmensgewinne im zweiten Quartal wieder auf 2,8% verlangsamt hat. Die Bruttogewinnquote, die den Bruttobetriebsüberschuss in Relation zur Bruttowertschöpfung setzt, stieg ab dem Jahr 2010 ebenfalls wieder, erreichte aber noch nicht die vor der Krise verzeichneten Höchstwerte. Ein ähnliches Bild zeichnet die Gewinn-

Ende des Konjunkturaufschwungs

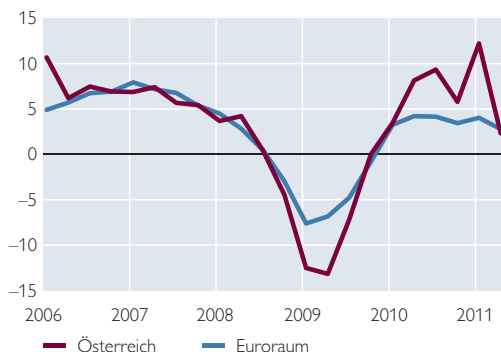
Gewinne steigen wieder

Grafik 15

## Makroökonomische Gewinnindikatoren

### Bruttobetriebsüberschuss<sup>1</sup>

Veränderung zum Vorjahr in %



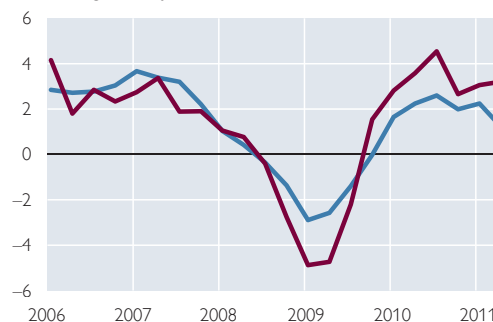
Quelle: Eurostat.

<sup>1</sup> Inklusive Selbstständigeneinkommen.

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

### Gewinnspanne<sup>2</sup>

Veränderung zum Vorjahr in %



### Moderate Zuwächse bei den Bankkrediten

spanne (d. i. die Spanne zwischen den von Unternehmen erhobenen Verkaufspreisen und den bei ihnen anfallenden Produktionskosten und damit ein Näherungswert des Gewinnaufschlags auf Makroebene)<sup>1</sup>. Beide Kennzahlen zeigen, dass die Gewinne in Österreich etwas volatiliter waren als im Euroraum: Auf dem Höhepunkt der Krise sind sie stärker gesunken, danach wuchsen sie schneller. Diese Zuwächse reflektieren bis ins erste Halbjahr 2011 weiter steigende Umsätze, während gleichzeitig die Kostenseite der Unternehmen durch eine moderate Lohnentwicklung entlastet wurde. Darüber hinaus wurden die Unternehmensgewinne im nicht operativen Bereich durch das nach wie vor relativ niedrige Zinsniveau entlastet.

### Weiter gesunkene Außenfinanzierung

Angesichts der verbesserten Innenfinanzierungsmöglichkeiten nahmen die Unternehmen ein geringes Volumen an Außenfinanzierung in Anspruch. Mit 7,7 Mrd EUR<sup>2</sup> war die externe Mittelaufnahme gemäß Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung (GFR) im ersten Halbjahr 2011 um knapp ein Drittel geringer als im Vorjahr (und betrug nur rund ein Viertel des Wertes von 2007). Die Unternehmensfinanzierung stützte sich im ersten Halbjahr 2011 verstärkt auf Eigenkapitalinstrumente, deren Beitrag zur Außenfinanzierung von weniger als 20% in den ersten sechs Monaten des Vorjahres auf mehr als 40% anstieg.

### Langsame Erholung der Kredite der Banken

Weiterhin relativ gering war im ersten Halbjahr 2011 der Wachstumsbeitrag der Bankkredite, auch wenn ihr Anteil an der Außenfinanzierung auf rund ein Achtel der Außenfinanzierung stieg (erstes Halbjahr 2010: 4%).<sup>3</sup> Seit rund einem Jahr ist bei den Krediten der Banken an den Unternehmenssektor ein moderates Wachstum zu verzeichnen. Im September 2011 lag die Jahresveränderungsrate der Kredite der österreichischen Banken gemäß EZB-Monetärstatistik (bereinigt um Reklassifikationen, Bewertungsänderungen und Wechselkurseffekte) bei 2,2% und war damit ähnlich hoch wie im Euroraum.<sup>4</sup> Weiterhin verzeichneten vor allem Kredite mit längeren Laufzeiten (über 5 Jahre) stabile Zuwachsraten, aber auch Finanzierungen mit Laufzeiten unter 5 Jahren waren im August 2011 erstmals seit zwei Jahren nicht mehr rückläufig.

Der leichte Anstieg der Kredite dürfte angebots- und nachfrageseitige Ursachen haben. Gemäß den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) waren die Kreditrichtlinien der Banken im Firmenkundengeschäft rund zwei Jahre hindurch stabil, ehe im dritten Quartal 2011 parallel zu einer leichten Eintrübung der Finanzierungsbedingungen der Banken eine leichte Verschärfung zu verzeichnen gewesen war. Gleichzeitig erhöhten die – moderat – anziehen-

### Höhere Eigenkapitalfinanzierung

### Stabile Finanzierungsbedingungen

<sup>1</sup> Da für die einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren VGR-Daten nur auf Jahresbasis veröffentlicht werden, können keine unterjährigen Gewinngrößen für den Unternehmenssektor analysiert werden.

<sup>2</sup> Bereinigt um Anteilsrechte von Ausländern in Special Purpose Entities (SPEs).

<sup>3</sup> Zum Redaktionsschluss lagen Daten der GFR bis zum zweiten Quartal 2011 vor, sodass sich Angaben zu den Wachstumsbeiträgen auf das erste Halbjahr 2011 beziehen. Die aktuellere Entwicklung der Finanzierungsströme wird anhand von Daten der EZB-Monetärstatistik bzw. der Emissionsstatistik dargestellt.

<sup>4</sup> Zur aktuellen Entwicklung der Kredite der Banken an den Unternehmenssektor siehe auch den Kreditbericht der OeNB ([www.oenb.at](http://www.oenb.at)).

den Investitionen die Kreditnachfrage der Unternehmen. Allerdings registrierte der Bank Lending Survey im dritten Quartal 2011, in dem sich die Konjunktur abschwächte, einen geringfügigen Rückgang bei der Kreditnachfrage der Unternehmen.

Die Finanzierungskosten entlasteten bis zum dritten Quartal 2011 die Kreditfinanzierung. Zwar stiegen die Zinsen für Unternehmenskredite von

ihrem Tiefstwert im April 2010 bis September 2011 um rund einen halben Prozentpunkt, lagen aber mit 2,69% immer noch um 3 Prozentpunkte unter dem Wert zu Beginn der Krise (Oktober 2008). Die Nicht-Zins-Komponenten der Kreditbedingungen, die während der Krise verschärft worden waren, wurden laut Bank Lending Survey seit Mitte 2010 nur wenig verändert.

Kasten 1

### Kreditvergabe an Unternehmen: eine ökonometrische Analyse

*Infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Nettoneukreditvergabe in Österreich – wie in den meisten anderen Euroraum-Ländern – deutlich abgeschwächt. Die Kredite an österreichische nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften waren über weite Strecken des Jahres 2010 sogar rückläufig. Aufgrund dieser Entwicklung und des hohen Anteils der Bankkredite an der Unternehmensfinanzierung hat die Analyse der Unternehmenskredite an wirtschaftspolitischer Relevanz gewonnen. Insbesondere die Frage, ob eine Kreditklemme besteht, also das Kreditangebot der Banken niedriger ist als es aufgrund des makroökonomischen Umfelds zu erwarten wäre, ist dabei von zentralem wirtschaftspolitischem Interesse.*

*Zusätzlich zu deskriptiv-statistischen Analysen, wie sie etwa im Kreditbericht der OeNB präsentiert werden, bieten sich weitere Zugänge zur Untersuchung der Kreditentwicklung und ihrer Determinanten an. Dazu zählen beispielsweise Befragungen bei Banken und Unternehmen über das Kreditangebot und die Kreditnachfrage oder die Analyse der Bilanzdaten von Banken und Kreditnehmern. Des Weiteren ist es möglich, die Kreditentwicklung mit ökonometrischen Methoden auf Basis makroökonomischer Daten zu untersuchen. Im Folgenden werden erste vorläufige Ergebnisse eines Fehlerkorrekturmodells der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Österreich vorgestellt.*

*In die Untersuchung werden reale, also um Preisänderungen bereinigte Quartalsdaten vom ersten Quartal 1988 bis zum ersten Quartal 2011 einbezogen. Im Mittelpunkt des Interesses steht hierbei die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen (Bestand). Darüber hinaus gehen in das Modell der 3-Monats-Zinssatz, der aufgrund des hohen Anteils an variabel verzinsten Krediten die Kosten der Kreditaufnahme recht gut approximieren sollte, die Bruttoanlageinvestitionen als Näherungsvariable für die Kreditnachfrage und der Bruttobetriebsüberschuss als Maß für die Innenfinanzierungsfähigkeit, aber auch für die Bonität der Unternehmen ein. Im Zuge der Analyse konnte kein Beleg dafür gefunden werden, dass weitere in der einschlägigen Literatur verwendete Größen, wie etwa das Eigenkapital der Banken oder die Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen, die Erklärungskraft des Modells erhöhen.*

*Die folgende Darstellung diskutiert den langfristigen Zusammenhang zwischen den berücksichtigten Variablen, der als Gleichgewichtsbeziehung interpretiert werden und Aufschluss darüber geben kann, ob die Kreditvergabe mit den makroökonomischen Fundamentaldaten im Einklang steht. Hierbei zeigt sich, dass ein wesentlicher Einfluss auf die Kredite von den Investitionen ausgeht. Ein Anstieg der Investitionen um 1% führt langfristig zu einer Erhöhung des Kreditvolumens um 1,6%. Da Unternehmen Kredite primär für Investitionszwecke aufnehmen, ist dieser starke Einfluss nicht überraschend. Eine Zinserhöhung um einen Prozentpunkt hat einen Rückgang des Kreditvolumens um 8% zur Folge. Steigt der Bruttobetriebsüberschuss um 1%, sinkt das Kreditvolumen um 0,8%. Der Nachfragerückgang aufgrund der verbesserten Innenfinanzierungsfähigkeit ist also stärker ausgeprägt als mögliche Bonitätseffekte. Bezüglich des Bruttobetriebsüberschusses erscheint der aus dem Modell folgende Substi-*

tutionscharakter mit der Kreditaufnahme plausibel, da laut Pecking-Order-Theorie die Innenfinanzierung in Form von einbehaltenen Gewinnen die bevorzugte Finanzierungsform der Unternehmen ist.

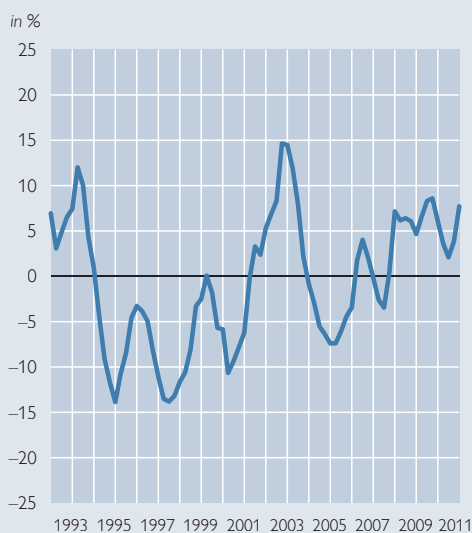
In jenen Perioden, in denen die Kredite von der im Modell geschätzten Gleichgewichtsbeziehung besonders deutlich abweichen, ist der Einfluss anderer Faktoren auf die Kredite besonders hoch. In der Grafik wird die prozentuelle Abweichung der Unternehmenskredite von ihrem Gleichgewichtsbestand dargestellt. Für den Zeitraum seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise (Mitte 2007) gibt die unten stehende Grafik weder Anhaltspunkte für eine exzessive Kreditentwicklung (d. h. eine ausgeprägte positive Abweichung) noch für einen länger andauernden Engpass bei der Kreditvergabe (d. h. eine stark negative Abweichung).

Dass das Modell für diese Periode insgesamt einen leichten Kreditüberhang ergibt, war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die realen Kredite weniger stark zurückgingen als die realen Investitionen. Diese Entwicklung könnte damit zusammenhängen, dass die Unternehmen ab Beginn der Krise primär Ersatzinvestitionen vornahmen, die mit weniger Unsicherheiten verbunden sind und für die wahrscheinlich mehr dingliche Sicherheiten zur Verfügung stehen, sodass sie leichter über Kredit zu finanzieren sind. Gleichzeitig kann dieses Ergebnis als ein Indiz für das Funktionieren des Hausbankenprinzips interpretiert werden, wonach die Banken bei Vorliegen langfristiger Kundenbeziehungen ihre Kreditvergabe über den Konjunkturzyklus glätten und daher im Abschwung die Kreditvergabe weniger stark einschränken. Eine ähnliche Entwicklung war auch in anderen Zeiträumen mit rückläufigen Investitionen (1992/93 und 2001/02) zu beobachten. Überdies erfassen die Bruttoanlageinvestitionen den Kreditbedarf der Unternehmen nicht vollständig. So scheinen beispielsweise die österreichischen Direktinvestitionen im Ausland, die

größtenteils über Kredite finanziert werden, nicht in der Investitionsstatistik auf. Die deutlich verminderten Direktinvestitionen in den letzten Jahren dürften daher ebenfalls zu dem in der Grafik ausgewiesenen Kreditüberhang beigetragen haben. Demgegenüber haben die außergewöhnlich starken Zinssenkungen, mit denen die EZB auf die Krise reagiert hat, einen Anstieg des gleichgewichtigen Kreditniveaus und somit bei einer zurückgehenden Kreditentwicklung eine Annäherung an das Gleichgewichtsniveau zur Folge. Der Bruttobetriebsüberschuss hatte in der Krisenperiode nur einen geringen Einfluss auf die Entwicklung des Kreditüberhangs.

Es ist allerdings zu beachten, dass mögliche Instabilitäten des Modells die Ergebnisse – insbesondere im Zusammenhang mit der Finanzkrise – beeinträchtigen können. Für die Einschätzung der Situation auf dem Kreditmarkt dürfen die hier präsentierten Resultate nicht isoliert betrachtet werden; sie können aber die Ergebnisse aus anderen Analysen um wichtige Aspekte ergänzen.

### Realkreditvergabe der Banken an Unternehmen – Abweichung vom Gleichgewichtsniveau



Quelle: OeNB, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafik zeigt den gleitenden Vier-Quartals-Durchschnitt.

Hoher Beitrag der Anleihen zur Unternehmensfinanzierung

### Anhaltende Expansion der Anleihefinanzierung

Einen überdurchschnittlich hohen Beitrag zum Mittelaufkommen der österreichischen Unternehmen leistete im

ersten Halbjahr 2011 mit einem Anteil von 31% die Begebung von Anleihen. Die Emission von Unternehmensanleihen gewann im bisherigen Verlauf des heurigen Jahres etwas an Dynamik,

und trotz einer leichten Abschwächung im September 2011 lag ihr Expansions-tempo mit einer Jahreswachstumsrate von zuletzt 6,7% (gemäß Emissionsstatistik) immer noch deutlich über jenem der anderen Finanzierungsinstrumente. Der Anteil variabel verzinsten Anleihen, der bereits seit Herbst 2008 parallel zum sinkenden Zinsniveau rückläufig war, sank bis September 2011 auf 12,7%. Auch der Anteil von Fremdwährungsemissionen verringerte sich seit Mitte 2010 kontinuierlich und lag im September 2011 knapp unter 10%.

Ähnlich den Kreditzinsen befanden sich die Anleiherenditen insgesamt bis zuletzt auf einem tiefen Niveau. In den Anleiherenditen für schlechtere Bonitäten machte sich allerdings ab Mitte 2011 die verringerte Risikoneigung der Investoren deutlich bemerkbar. Während AAA-Unternehmensanleihen im Oktober mit 3,32% um knapp einen halben Prozentpunkt unter dem Halbjahreswert rentierten, war die Rendite von Anleihen mit BBB-Rating im Oktober 2011 mit 6,07% rund 1 Prozentpunkt höher als zu Jahresmitte.<sup>5</sup> Der Abstand von BBB-Emissionen zu bestgerateten Euro-Unternehmensanleihen erhöhte sich in der zweiten Jahreshälfte 2011 von 127 auf 275 Basispunkte. Ein derartiger Wert war zuletzt im Juni 2009 registriert worden. Die Anleiherenditen lagen aber noch deutlich (je nach Risikoklasse zwischen 2,3 und 3,3 Prozentpunkte) unter den auf dem Höhepunkt der Finanzmarkt-turbulenzen im Herbst 2008 verzeichneten Höchstständen.

### Leichte Belebung der Aktienfinanzierung

Die Finanzierung über die Börse, die lange Zeit durch die Krise schwer be-

einträchtig war, setzte in der ersten Hälfte des heurigen Jahres die gegen Ende des Vorjahres begonnenen leichten Aufwärtstendenzen fort. In diesem Zeitraum trugen die börsennotierten Aktien etwas mehr als 10% zur Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bei. In den ersten acht Monaten 2011 war das Mittelaufkommen der Unternehmen über die Börse mit knapp 4 Mrd EUR nahezu viermal so hoch wie im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Es waren aber nahezu ausschließlich bereits an der Börse notierende Unternehmen, die (zusätzliches) Kapital auf dem Aktienmarkt aufnahmen – seit Beginn der Krise gab es erst eine Neunotierung an der Wiener Börse (im April 2011). In der zweiten Jahreshälfte verlangsamte sich parallel zu den Aktienkursrückgängen – im dritten Quartal sank der ATX um 30% – die Mittelaufnahme an der Börse markant.

Infolge der starken Kursrückgänge erhöhten sich die Kosten der Mittelaufnahme auf dem österreichischen Aktienmarkt – gemessen an der Gewinnrendite (d. i. der Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) – seit Mitte des Jahres recht deutlich. Von Juni bis Oktober 2011 stieg die Gewinnrendite von 7,2% auf 10,9% (lag damit aber noch deutlich unter den während der Krise Ende 2008 verzeichneten Höchstwerten von knapp 17%).

Mit einem Volumen von 2,4 Mrd EUR stammte in den ersten sechs Monaten des Jahres 2011 knapp ein Drittel der Außenfinanzierung aus der Mittelaufnahme in Form außerbörslicher Anteilswerte. Insgesamt nahmen die Unternehmen 2010 damit 43% ihrer Außenfinanzierung in Form von Eigenkapital auf. Bezogen auf den Be-

Kapitalerhöhungen  
im ersten Halbjahr  
2011

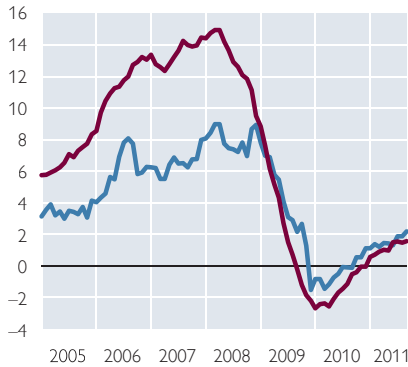
Unveränderte  
Eigenkapitalposition

<sup>5</sup> Da es keine Zeitreihe für die Renditen österreichischer Unternehmensanleihen gibt, werden Euroraum-Werte herangezogen.

**Volumina und Konditionen für wichtige Elemente der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen**

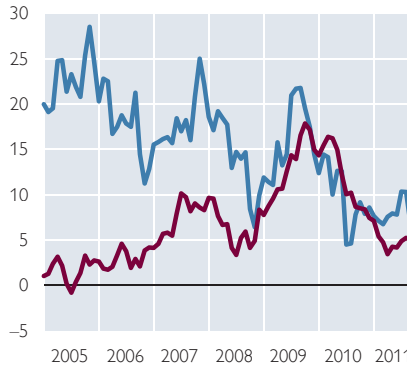
**Kredite: Volumina**

Veränderung zum Vorjahr in %<sup>1</sup>



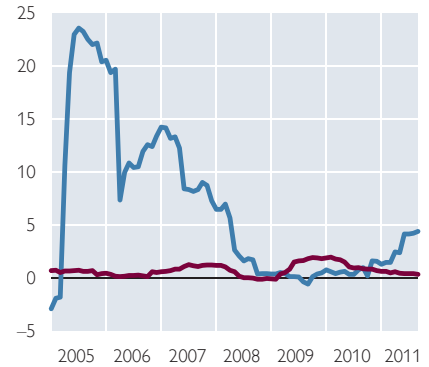
**Anleihen: Volumina**

Veränderung zum Vorjahr in %



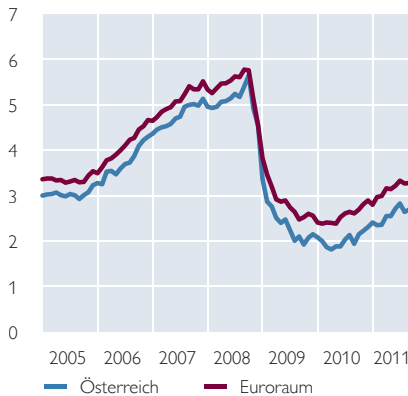
**Börsennotierte Aktien: Volumina**

Veränderung zum Vorjahr in %



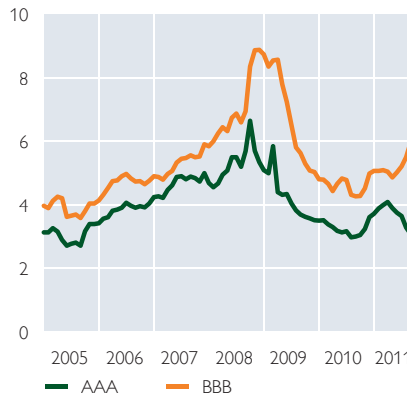
**Kredite: Zinsen**

in %



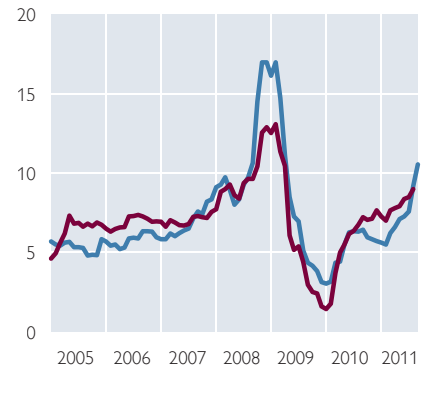
**Anleihen: Renditen**

in %



**Börsennotierte Aktien: Gewinnrendite**

in %



Quelle: OeNB, EZB, Thomson Reuters, Wiener Börse AG.

<sup>1</sup> Bereinigt um Reklassifikationen, Bewertungsänderungen und Wechselkurseffekte.

Schuldentragfähigkeit noch immer unter Vorkrisenniveau

stand der Verpflichtungen blieb die Eigenkapitalposition des Unternehmenssektors (Anteil der Anteilsrechte an den gesamten Passiva) im ersten Halbjahr praktisch unverändert bei knapp 43 %.

**Noch keine merkliche Verbesserung der Risikoindikatoren**

Auch wenn sich die finanzielle Lage des Unternehmenssektors nach der zum Teil massiven krisenbedingten Verschlechterung im Jahr 2010 und im bisherigen Verlauf des Jahres 2011 stabilisierte oder sogar schon wieder eine leichte Verbesserung zeigte, lagen einige wesentliche Bonitätsindikatoren

immer noch deutlich unter den Vorkrisenniveaus. Die Wachstumsrate der Verschuldung (gemessen als Summe von Krediten und Anleihen) der Unternehmen sank im ersten Halbjahr 2011 auf 5,2%. Da sich gleichzeitig die Unternehmensgewinne weiter erholten, verminderte sich der Verschuldungsgrad der Unternehmen, bezogen auf ihre Ertragskraft, im ersten Halbjahr 2011 leicht, was auf eine erhöhte Schuldentragfähigkeit hindeutet. Mit knapp 270% des Bruttobetriebsüberschusses lag die Verschuldung aber immer noch deutlich über den Werten vor Beginn der Krise, aber auch über den Vergleichswerten für den gesamten

Euroraum. Auch in Relation zum Eigenkapital war die Verschuldung der Unternehmen in Österreich höher als im Euroraum. Darin kommt die hohe Bedeutung der Fremdkapitalfinanzierung in Österreich zum Ausdruck. Im ersten Halbjahr 2011 blieb der Verschuldungsgrad (Debt-to-Equity-Ratio) ziemlich stabil.

In den vergangenen beiden Jahren wurde die (aggregierte) Kostenseite des Unternehmenssektors dadurch entlastet, dass die verhaltene Kreditaufnahme sowie das tiefe Niveau der Kreditzinsen den niedrigen Zinsaufwand niedrig hielten.<sup>6</sup> Allerdings stieg der Zinsaufwand seit Mitte des Vorjahres wieder leicht an, im Wesentlichen bedingt durch die leicht gestiegenen Zinsen. Aber auch wenn die Debt-to-Equity-Ratio des Unternehmenssektors im Verlauf der Krise stabil geblieben und die Exponierung gegenüber Zinsänderungsrisiken insgesamt nicht gestiegen wäre, könnte ein steigendes Zinsniveau für hoch verschuldete Firmen eine spürbare Belastung darstellen. Dieser Aspekt ist umso relevanter, als der Anteil variabel verzinsten Kredite in Österreich überdurchschnittlich hoch ist, was für den Unternehmenssektor erhebliche Zinsänderungsrisiken mit sich bringt. Der Fremdwährungskreditanteil der Unternehmen ist in Österreich aktuell fast doppelt so hoch wie im Euroraum. Diese Maßzahl war in den letzten Jahren stabil und liegt deutlich unter jenem des Haushaltssektors.

Die relativ geringe Ausweitung der Verschuldung und das niedrige Zinsniveau, das auch höher verschuldeten Unternehmen den Zinsdienst erleichtert, dürften auch dazu beigetragen haben, dass die Unternehmensinsolvenzen im bisherigen Verlauf der

Krise im Vergleich zur Tiefe des Konjunkturunbruchs relativ wenig angestiegen sind und seit Mitte 2010 sogar rückläufig waren. Betrachtet man – um saisonale Effekte auszuschalten – jeweils die Summe der letzten vier Quartale, lag die Anzahl der Insolvenzen im dritten Quartal 2011 um 6,8% unter dem entsprechenden Wert des Vorjahres; auch bezogen auf die Anzahl der Unternehmen sanken die Insolvenzen.

### **Keine Verbesserung der Risikoexponierung der privaten Haushalte**

#### **Schwache Entwicklung von Einkommen und Konsum**

Während die Konsolidierungsmaßnahmen der öffentlichen Hand und die ansteigende Inflation in den ersten drei Quartalen 2011 das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte belasteten, wirkte sich die günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt insgesamt positiv auf die Einkommenssituation aus. In Gesamtbetrachtung blieb die Entwicklung der Realeinkommen der privaten Haushalte 2011 verhalten. Vor diesem Hintergrund wuchsen die privaten Konsumausgaben zwar ebenfalls nur schwach, aber doch stärker als die Einkommen, sodass die Sparquote weiter sank. Die Sparquote der privaten Haushalte war im zweiten Quartal 2011 nun schon zwei Jahre hindurch rückläufig und sank auf 7,2% (bezogen auf die letzten vier Quartale).

#### **Weiterhin geringe Geldvermögensbildung**

Parallel zur gesunkenen Sparquote blieb die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte<sup>7</sup> im ersten Halbjahr 2011 weiterhin verhalten und lag mit 5,6 Mrd EUR zwar um 2,6% über dem

Zinsänderungsrisiken aufgrund variabel verzinsten Kredite

Gesunkene Sparneigung

Anzahl der Insolvenzen gesunken

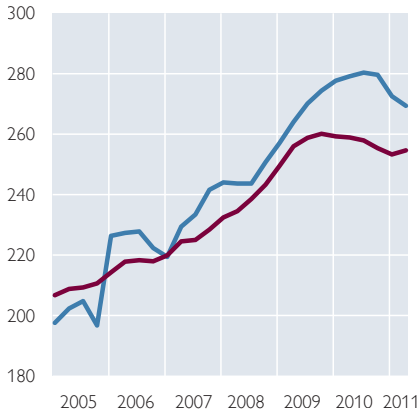
<sup>6</sup> Auf Unternehmen, die keinen Bankkredit aufgenommen haben, trifft das nicht zu.

<sup>7</sup> Ohne Berücksichtigung der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.

### Risikoindikatoren der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

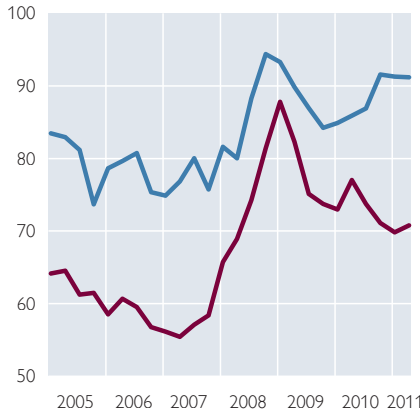
#### Verschuldung

in % des Bruttobetriebsüberschusses



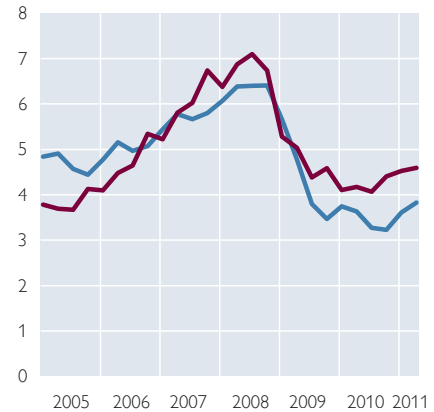
#### Debt-Equity-Ratio

in %



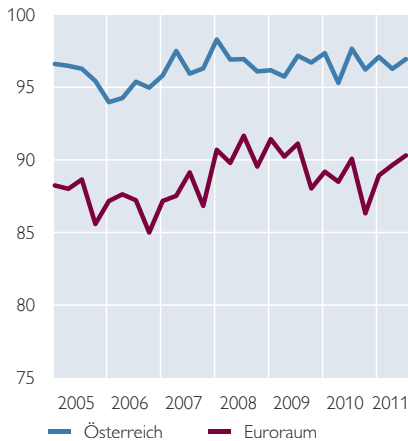
#### Zinsaufwand

in % des Bruttobetriebsüberschusses



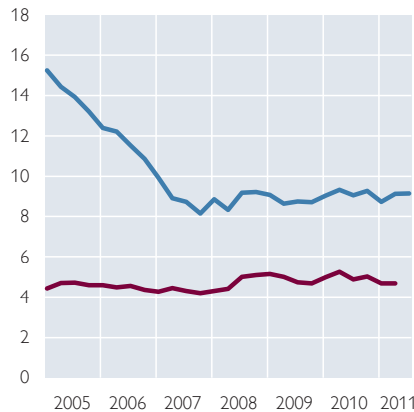
#### Variabel verzinst Kredite

Anteil an den gesamten neu vergebenen Krediten in %



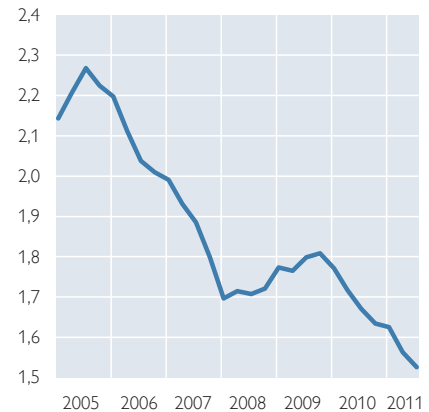
#### Fremdwährungskredite

Anteil am gesamten Kreditbestand in %



#### Insolvenzen

Anzahl der Insolvenzen in % der Unternehmen



Quelle: OeNB, EZB, Eurostat, KSV 1870.

**Starker Rückgang der Einlagen bei der Geldvermögensbildung**

Vergleichswert des Vorjahres, aber um 47% unter dem vor der Krise verzeichneten Höchstwert (erstes Halbjahr 2007).

Nachdem ihr Beitrag zur Geldvermögensbildung in der zweiten Hälfte 2010 in Reaktion auf die Ankündigung der Vermögenszuwachssteuer auf Kursgewinne bei Wertpapieren außergewöhnlich gering (3%) gewesen war, trugen die Einlagen im ersten Halbjahr 2011 mit 1,9 Mrd EUR wieder mehr als ein Drittel zur Geldvermögensbildung bei. Ihr Wachstum blieb mit 1,0% – bezogen auf den Stand der Geldvermögen ein Jahr zuvor – aller-

dings weiterhin schwach. Gleichzeitig veränderte sich die Struktur der neugebildeten Einlagen: Die seit 2009 registrierte Verlagerung von gebundenen zu täglich fälligen Einlagen kam Mitte 2011 zum Stillstand, und seit Juni 2011 stiegen die Einlagen mit Bindungsfrist sogar wieder, wobei vor allem bei Termineinlagen Zuwächse zu verzeichnen waren, während die Spareinlagen hingegen bis zuletzt weiter sanken. Die veränderte Fristigkeitsstruktur deutet darauf hin, dass die hohe Liquiditätspräferenz, die in den Jahren zuvor das Anlageverhalten der Haushalte geprägt



hatte, 2011 möglicherweise eine etwas geringere Rolle spielt.

Zudem dürften im Zuge der starken Aktienkursrückgänge die Unsicherheiten der Anleger wieder etwas zugenommen haben. Daher entfielen auf Kapitalmarktveranlagungen im ersten Halbjahr 2011 nur rund 20% der gesamten Geldvermögensbildung der privaten Haushalte. Ihre Wachstumsrate verlangsamte sich von 3,9% auf 1,2%. Deutliche Zuwächse verzeichneten im ersten Halbjahr 2011 festverzinsliche Wertpapiere, während Investmentzertifikate und börsennotierte Aktien angesichts der starken Aktienkursrückgänge netto abgebaut wurden.

Wie schon in den Jahren zuvor wirkte die Veranlagung in Lebensversicherungen und Pensionskassen stabilisierend auf die Geldvermögensbildung. Im ersten Halbjahr 2011 entfiel auf diese rund ein Drittel der gesamten

Geldvermögensbildung. Ein großer Teil des Mittelzuflusses in diesen Anlageinstrumenten ist aber nicht das Ergebnis aktueller Veranlagungsentscheidungen, sondern spiegelt aufgrund langer Laufzeiten bzw. Bindungsfristen oder der vorwiegend langfristigen Zielsetzungen, die mit diesen Instrumenten verbunden sind, schon vor längerer Zeit getroffene Entscheidungen wider. Ein zentrales Motiv in diesem Zusammenhang ist die Nachfrage nach kapitalgedeckter Altersvorsorge. Außerdem dienen Lebensversicherungen in Österreich zu einem nicht unerheblichen Ausmaß als Tilgungsträger für endfällige Fremdwährungskredite.

Mitte 2011 belief sich der Bestand des Geldvermögens der privaten Haushalte auf 471 Mrd EUR, das waren um 2,5 Mrd EUR mehr als zum Ende des Vorjahres. Der Zuwachs des Geldvermögens lag damit um rund 3,1 Mrd

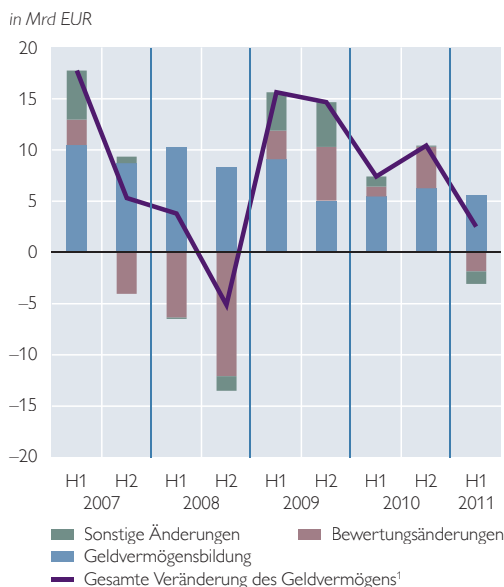
Verlangsamung der Kapitalmarktveranlagungen

Beträchtliche buchmäßige Bewertungsverluste  
Stabilisierende Wirkung des Versicherungssparens

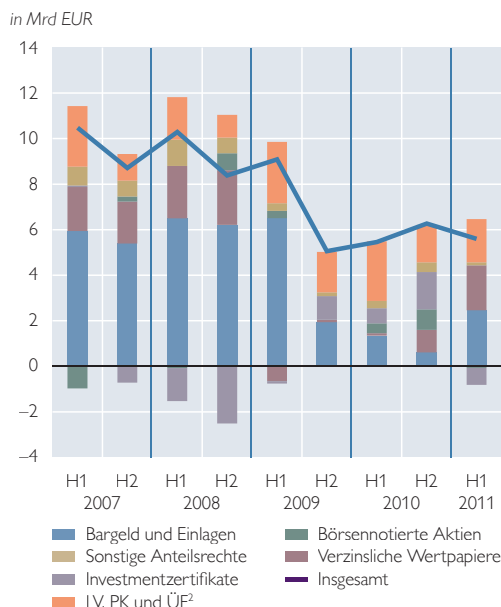
Grafik 18

### Veränderung des Geldvermögens der privaten Haushalte

#### Faktoren der Geldvermögensänderung



#### Komponenten der Geldvermögensbildung



Quelle: OeNB.

¹ 2006 nur Geldvermögensbildung plus Bewertungsänderungen.

² Lebensversicherungen, Pensionskassenansprüche und übrige Forderungen.

EUR unter der Geldvermögensbildung im ersten Halbjahr. Zu einem großen Teil reflektiert diese Diskrepanz die beträchtlichen (buchmäßigen) Bewertungsverluste in den Wertpapierportfolios der privaten Haushalte, die im ersten Halbjahr 2011 nahezu 1,9 Mrd EUR erreichten. Am relativ stärksten waren die Kursverluste bei den börsennotierten Aktien, wo sie 4,9% des Bestands zum Ultimo 2010 betrugten, bei den Investmentzertifikaten waren es 2,8%. Aber auch bei den verzinslichen Wertpapieren waren Bewertungsverluste zu verzeichnen gewesen. Weitere rund 0,7 Mrd EUR waren an Bewertungsverlusten bei den Veranlagungen in Versicherungen und Pensionskassen zu verzeichnen gewesen.

#### **Gedämpftes Kreditwachstum**

Etwas mehr als 85% der finanziellen Verbindlichkeiten der privaten Haushalte entfielen Mitte 2011 laut GFR auf Kredite der Banken. Nach zwei Jahren sehr verhaltener Expansion beschleunigte sich 2011 das Wachstum der Bankkredite an die privaten Haushalte leicht. Im September 2011 betrug die Nettoausweitung (bereinigt um Reklassifikationen, Bewertungsänderungen und Wechselkurseffekte) der Kredite der Banken an private Haushalte 1,7%.

Nach Währungen betrachtet, standen deutlichen Zuwächsen bei den Eurokrediten (September 2011: 4,5%) markante Rückgänge bei Fremdwährungskrediten (-4,9%) gegenüber. Die von der Finanzmarktaufsicht vorgegebenen Mindeststandards zur Vergabe von Fremdwährungskrediten bewirkten eine starke Einschränkung der Vergabe von neuen Fremdwährungskrediten an private Haushalte. Trotz dieses Rückgangs der Fremdwährungskredite lag ihr Volumen in absoluten Größen infolge der starken Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem

Euro im September 2011 um 1,2 Mrd EUR oder 3,2% über dem Vergleichswert des Vorjahres.

Nach Verwendungszwecken waren Rückgänge bei den Konsumkrediten (-4,2% im Vergleich zum Vorjahr) und Zuwächse bei den Wohnbaufinanzierungen (+3,9%) und bei den sonstigen Krediten (+0,9%) zu verzeichnen. Das Kreditangebot der Banken blieb laut Bank Lending Survey seit Mitte des vergangenen Jahres stabil, was darauf hindeutet, dass die aktuelle Kreditentwicklung im Wesentlichen nachfrageseitig getrieben gewesen sein dürfte. Im Wohnbaufinanzierungsbereich signalisieren einige Indikatoren eine gestiegene Kreditnachfrage. Aktuelle Daten über fertiggestellte Neubauten liegen zwar keine vor, die Entwicklung der Wohnbaubewilligungen deutet aber auf einen leichten Aufschwung der Wohnbautätigkeit im ersten Halbjahr 2011 hin (+9,1% über dem Vergleichswert des Vorjahres). Gleichzeitig erhöhen die gestiegenen Immobilienpreise den Finanzierungsbedarf für Immobilienkäufe auf dem Sekundärmarkt.

Die Rahmenbedingungen der Haushaltskredite zeigten im bisherigen Verlauf des Jahres 2011 wenige Veränderungen. Die Kreditrichtlinien wurden sowohl für Wohnbaufinanzierungen als auch für Konsumkredite schon während der Finanzkrise nur sehr geringfügig verschärft und blieben seit dem dritten Quartal 2010 gänzlich unverändert. Die Kreditbedingungen waren weiterhin günstig. Auch wenn infolge der beiden Leitzinsanhebungen im April und im Juli 2011 sowie höherer Geldmarktzinsen ein Anstieg zu beobachten war, lagen die Zinsen für neu vergebene Wohnbaukredite im September 2011 bei 2,95% und damit um 0,24 Prozentpunkte mehr als zum Ultimo 2010. Bei den Konsumkrediten, bei denen der Zinsanstieg bereits

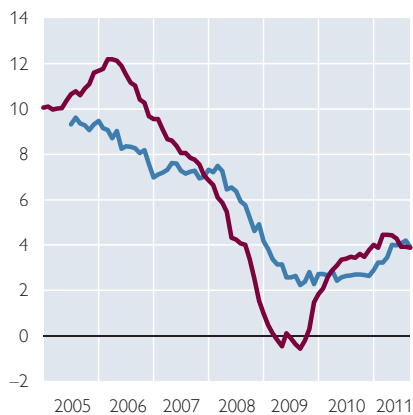
Wechselkursbereinigter Rückgang der Fremdwährungskredite

Weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen

## Volumina und Konditionen für Kredite der MFI an private Haushalte

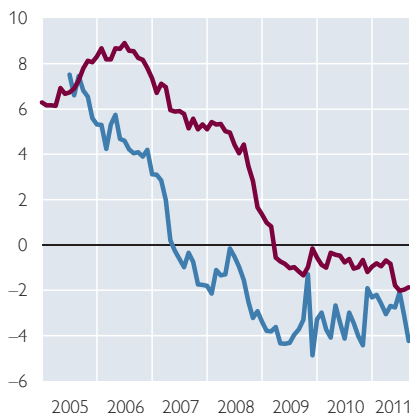
### Wohnbaukredite: Volumina

Veränderung zum Vorjahr in %<sup>1</sup>



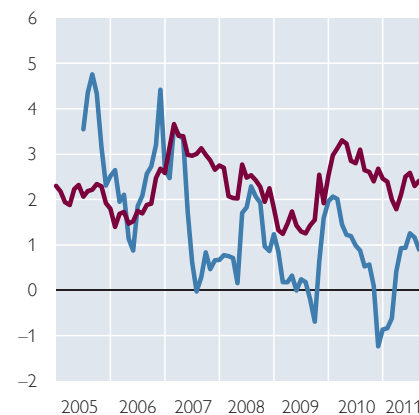
### Konsumkredite: Volumina

Veränderung zum Vorjahr in %<sup>1</sup>



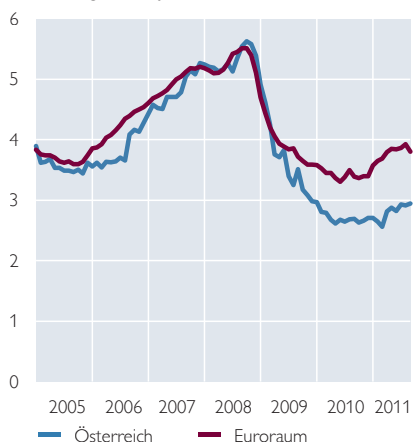
### Sonstige Kredite: Volumina

Veränderung zum Vorjahr in %<sup>1</sup>



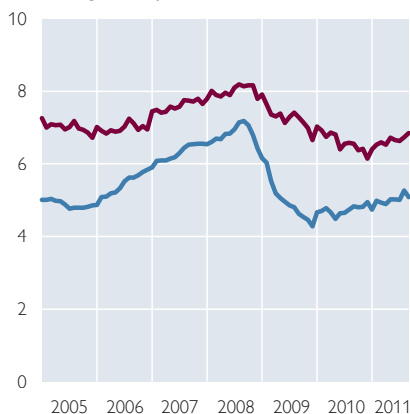
### Wohnbaukredite: Zinsen

Veränderung zum Vorjahr in %



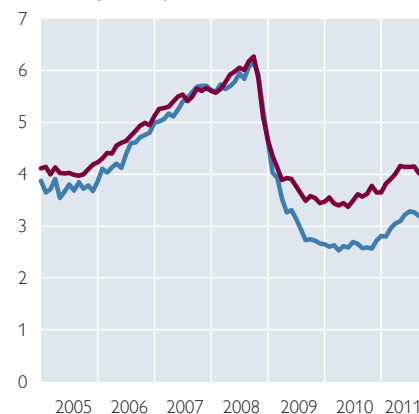
### Konsumkredite: Zinsen

Veränderung zum Vorjahr in %



### Sonstige Kredite: Zinsen

Veränderung zum Vorjahr in %



— Österreich — Euroraum

Quelle: OeNB, EZB.

<sup>1</sup> Bereinigt um Reklassifikationen, Bewertungsänderungen und Wechselkurseffekte.

2010 einsetzte, erhöhten sich die Zinsen in den ersten neun Monaten 2011 um weitere 14 Basispunkte auf 5,09%. Damit lagen die Zinsen aber immer noch um 2,6 Prozentpunkte (Wohnbaukredite) bzw. 2,1 Prozentpunkte (Konsumkredite) unter den Werten vor Beginn der Krise.

### Währungs- und Zinsänderungsrisiken der privaten Haushalte

In absoluten Größen ist die Höhe der Verschuldung der privaten Haushalte in Österreich nicht Besorgnis erregend.

Aufgrund der moderaten Kreditaufnahme und des niedrigen Zinsniveaus blieb das absolute Niveau der Verschuldung während der Krise relativ stabil und belief sich Mitte 2011 auf 166 Mrd EUR. Im Verlauf der vergangenen zwölf Monate stiegen die gesamten Verpflichtungen der privaten Haushalte gemäß GFR um 3,7%. Bezogen auf das verfügbare Einkommen belief sich die Schuldenlast der privaten Haushalte auf 97% des verfügbaren Nettoeinkommens. Die Verschuldungsquote war damit weiterhin niedriger als im gesamt-

Nicht die Höhe der Haushaltsverschuldung ist das Problem, sondern...

...die kurzen Zinsbindungsfristen...

...und der Fremdwährungsanteil

ten Euroraum, wo der entsprechende Wert 107% betrug.

Niedrige Zinsen und moderate Verschuldungsniveaus hielten den Zinsaufwand der privaten Haushalte weiterhin niedrig, auch wenn seit Mitte 2010 – bedingt durch den Anstieg der Zinsniveaus – wieder leichte Zuwächse zu verzeichnen waren. Im dritten Quartal 2011 entsprach der Zinsaufwand durchschnittlich 2,5% des verfügbaren Einkommens (rund 1 ½ Prozentpunkte weniger als vor Beginn der Krise drei Jahre zuvor). Ein Faktor, der diesen Rückgang des Zinsaufwands begünstigte, war der hohe Anteil variabel verzinsten Kredite. Im dritten Quartal

2011 hatten 86% der neu vergebenen Kredite eine Zinsbindungsfrist von maximal einem Jahr. Dieser im internationalen Vergleich sehr hohe Anteil trug zwar dazu bei, dass sich die EZB-Leitzinssenkungen während der Krise rascher in Kreditzinssenkungen übertrugen und dass in den letzten Jahren die Kundenzinssätze in Österreich generell niedriger als im Euroraum sind, hat aber bei steigenden Zinsen den gegenteiligen Effekt auf den Zinsaufwand.

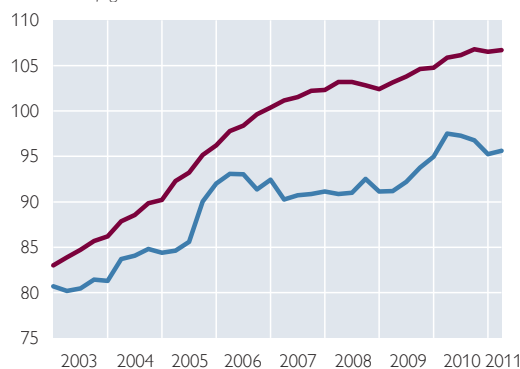
Ein weiterer Risikofaktor für die finanzielle Position der privaten Haushalte ist der nach wie vor hohe Fremdwährungsanteil an den Krediten. Im dritten Quartal 2011 waren immer

Grafik 20

### Risikoindikatoren der privaten Haushalte

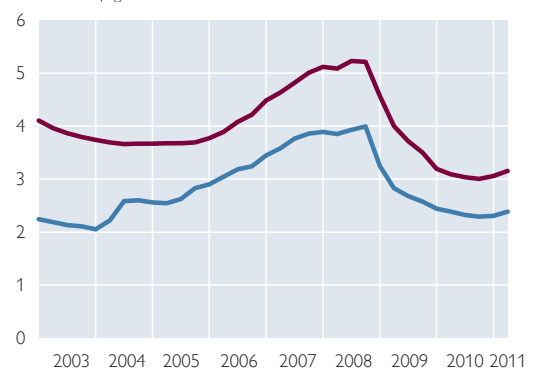
#### Verbindlichkeiten

in % des verfügbaren Nettoeinkommens



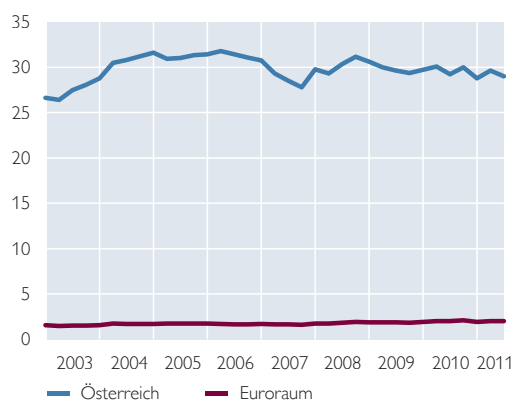
#### Zinsaufwand

in % des verfügbaren Nettoeinkommens



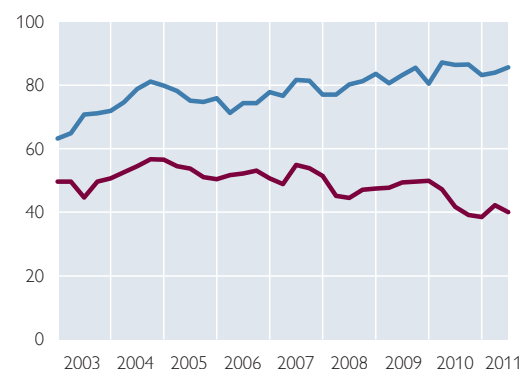
#### Fremdwährungskredite

Anteil in % des Gesamtkreditvolumens



#### Variabel verzinsten Kredite

Anteil in % des Neukreditvolumens



Quelle: OeNB, Statistik Austria, EZB, Eurostat.

Anmerkung: Für den Euroraum: Zinsaufwand nur Euro-Kredite.

noch 29% des gesamten Kreditvolumens des Haushaltssektors in fremder Währung denominiert. Obwohl Fremdwährungskredite seit mehr als zwei Jahren netto vermindert wurden, sank ihr Anteil am gesamten aushaftenden Kreditvolumen aufgrund der Wechsel-

kursentwicklung in den letzten Jahren nur wenig. Zwischen September 2009 und September 2011 wertete der Schweizer Franken gegenüber dem Euro um 26% auf, was das Risikopotenzial der Verschuldung in Fremdwährung deutlich sichtbar macht.