

## **Unternehmen** **Selbstfinanzierungspotenzial** **konjunkturbedingt schwach**

Die Situation der Unternehmen war im Jahr 2002 von einem schwachen konjunkturellen Umfeld geprägt, das sich negativ auf die Ertragslage der Unternehmen auswirkte. Im Jahr 2002 betrug das Wirtschaftswachstum real 10% und lag damit nur geringfügig über dem Zuwachs im Jahr 2001 von 07%.

Im Einklang mit dem Konjunkturerinbruch gingen auch die Liquiditätsbelastungen von wichtigen betrieblichen Aufwandskomponenten im Unternehmensbereich zurück. Das niedrige Zinsniveau trug zur Entlastung der Ertragslage bei. Höher verzinsten Verbindlichkeiten, die in der Vergangenheit eingegangen wurden, konnten in niedriger verzinsten umgewandelt werden. Gleichzeitig minimierten auch Kurzfriskredite und variabel verzinsten Kredite den Zinsaufwand. Auch der Aufwand für den Faktor Arbeit entwickelte sich konjunkturbedingt schwach. Die Reallohnzuwächse der unselbstständig Beschäftigten blieben im Jahr 2002 hinter der Arbeitsproduktivität zurück und leisteten dadurch einen Beitrag zur Verbesserung der Gewinnmargen.

Einen wesentlichen Unsicherheitsfaktor auf der Kostenseite stellen derzeit die Energiekosten dar. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar in den ersten Monaten 2003 hat zwar den Erdölpreisanstieg teil-

weise kompensiert. Eine nachhaltige Verteuerung von Erdöl würde aber die Ertragsperspektiven und damit die finanzielle Position der Unternehmen verschlechtern.

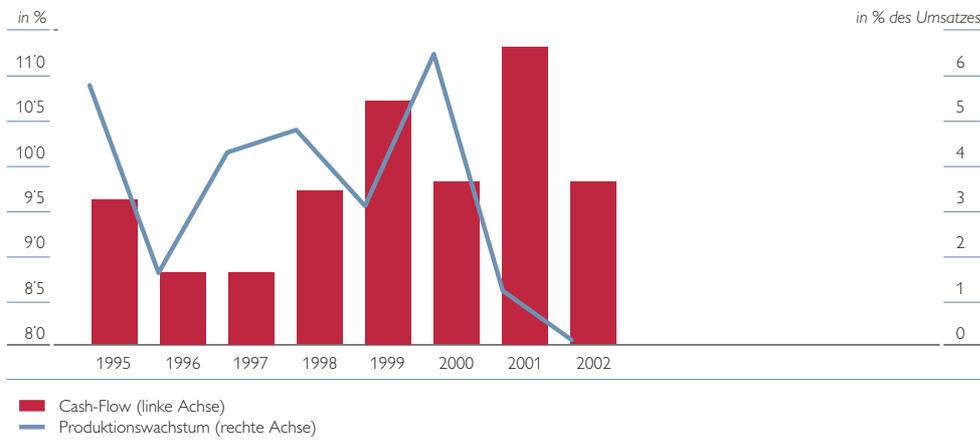
Da für die gesamtwirtschaftliche Ertragslage aller Unternehmen keine Daten vorhanden sind, wird pars pro toto die Ertragsentwicklung der Sachgütererzeugung, die den größten Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung liefert, dargestellt. Ihr Produktionswert wuchs im Jahr 2002 mit real 01% kaum. Das Wachstum lag damit deutlich unter den Vergleichswerten der Vorjahre. Dies dürfte sich auch auf die Entwicklung der Cash-Flow-Quote niedergeschlagen haben, wobei der Cash-Flow mit einer einjährigen Verzögerung auf das Produktionswachstum reagieren dürfte (siehe dazu Grafik 19). Nach Schätzungen des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO)<sup>1</sup>) erreichte der Cash-Flow für das Jahr 2002 98% des Umsatzes. Im Jahr 2001 hatte die Cash-Flow-Quote in der Sachgütererzeugung trotz des Konjunkturerinbruchs 113% betragen.

Die Möglichkeit der Unternehmen, aus den eigenen Umsatzerlösen Investitionen zu finanzieren, hat dadurch merklich abgenommen. Infolge der Abschwächung der Selbstfinanzierungskraft dürfte die Dotation des Eigenkapitals aus den Unternehmenserträgen rückläufig gewesen sein; Daten hierüber liegen aber derzeit noch nicht vor.

<sup>1</sup> Siehe dazu Peneder, M. und M. Pfaffermayr. 2003. *Mäßige Ertragsentwicklung im Jahr 2002. Cash-Flow und Eigenkapital der österreichischen Sachgütererzeugung*. In: *WIFO-Monatsberichte* 3. Wien: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung.

Grafik 19

**Entwicklung der Sachgütererzeugung**



Quelle: WIFO.

**Beteiligungsfinanzierung gewinnt an Bedeutung**

Zum Teil konnte das geringere Selbstfinanzierungspotenzial durch die Eigenmittelzufuhr von außen kompensiert werden. Zwar verdreifachte sich die Kapitalaufnahme über die Wiener Börse im Jahr 2002 gegenüber dem Vorjahr in Form von Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen auf 1,2 Mrd EUR, die Neunotierungen beschränkten sich aber auf nur ein inländisches Unternehmen.

Seit Mitte der Neunzigerjahre erhöhte sich der Anteil des Eigenkapitals am gesamten Kapitalbestand von 17,4 auf 24,1% im Jahr 2001

(siehe dazu Tabelle 7). Zunehmende Bedeutung für die finanzielle Position österreichischer Unternehmen gewinnen dabei ausländische Kapitalgeber im Rahmen von passiven Direktinvestitionen. Nach den Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung entfielen im Jahr 2001 bereits 13,5% des gesamten Kapitals auf ausländische Anteilseigner im Vergleich zu 8,7% im Jahr 1995.

Seit 1995 konnte die Eigenkapitalbasis mehr als verdoppelt werden. Das führte zu einer deutlichen Verbesserung der finanziellen Stabilität des Unternehmenssektors, die nicht nur zu einer größeren finanziellen Un-

Tabelle 7

**Entwicklung des Eigen- und Fremdkapitals nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

	1995		2001		Wachstum seit 1995 in %
	in Mrd EUR	Anteil in %	in Mrd EUR	Anteil in %	
<b>Eigenkapital</b>	26,6	17,4	62,3	24,1	134,0
Inlandsbesitz	13,3	8,7	27,5	10,7	107,3
Auslandsbesitz	13,3	8,7	34,8	13,5	160,4
<b>Fremdkapital</b>	126,4	82,6	195,9	75,9	55,0
Anleihen	7,7	5,0	18,6	7,2	141,4
Kredite	112,5	73,5	171,5	66,4	52,5
Sonstige Verbindlichkeiten	6,2	4,1	5,8	2,2	- 6,5
<b>Gesamtes Kapital</b>	153,0	100,0	258,2	100,0	68,7

Quelle: OeNB (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung).

abhängigkeit bei Investitionsentscheidungen, sondern auch zu einer Verbesserung der Position gegenüber Fremdkapitalgebern beitrug.

### Steigende Inanspruchnahme der Anleihefinanzierung

Innerhalb der Kreditfinanzierung zeigte sich 2002 eine vermehrte Inanspruchnahme der Anleihefinanzierung zulasten des Bankkredits. Rund 25 Unternehmen haben im abgelaufenen Jahr Anleihen emittiert (zum Teil in Form von Privatplatzierungen). Dabei handelte es sich vorwiegend – aber nicht ausschließlich – um große Unternehmen. Die in Form von Anleiheemissionen aufgenommenen Mittel verdoppelten sich mit einem Volumen von über 1,4 Mrd EUR gegenüber 2001. Mit einem Anteil von 11% an den Ende 2002 aushaftenden Direktkrediten blieb das Volumen allerdings weiterhin gering.

Die Anleihefinanzierung wird vor allem von Unternehmen gewählt, die entweder eine hohe Kapitalintensität aufweisen oder umfangreiche, mit einem hohen Finanzbedarf verbundene Umstrukturierungsmaßnahmen vornehmen wollen. Zusätzlich handelt

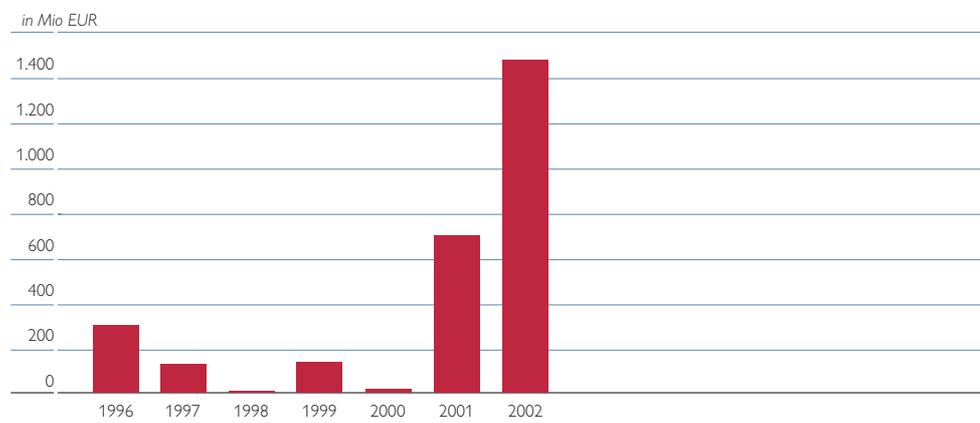
es sich bei dieser Form der Finanzierung um eine endfällige Schuld, die die Liquiditätsbelastungen während der Laufzeit im Vergleich zu einem klassischen Bankkredit niedrig hält, was vor allem im gegenwärtigen Konjunkturabschwung von Bedeutung ist. Das schließt jedoch nicht aus, dass die zukünftige Tilgung die Finanzierungsseite der Unternehmen belasten könnte.

### Gibt es Anzeichen einer Kreditverknappung?

Die Direktkreditaufnahme des Unternehmenssektors bei Banken ging im Jahr 2002 um 18% zurück. Zum einen hat sich der Finanzierungsbedarf der Unternehmen im Jahr 2002 reduziert. Die mit der nationalen und internationalen Nachfrageschwäche einhergehende niedrige Kapazitätsauslastung hat die Investitionsnachfrage deutlich vermindert; die Ausrüstungsinvestitionen gingen im Jahr 2002 um real 8,9% zurück. Die schlechten Absatzerwartungen für 2003, die durch die jüngsten Prognosen zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum in Österreich bestätigt werden, führten zu nur geringen Erweiterungsinvestitionen. Der

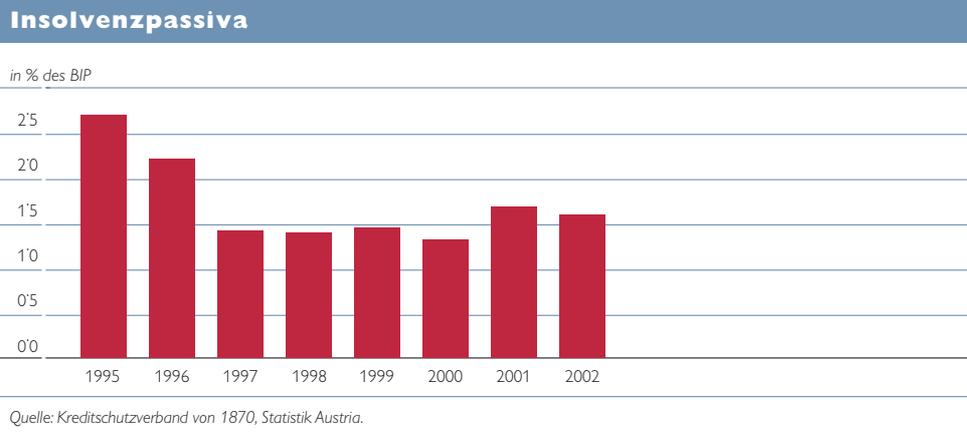
Grafik 20

### Neuotierung von Unternehmensanleihen



Quelle: Wiener Börse AG.

Grafik 21



Rückgang bei den Bauinvestitionen, die eine Voraussetzung zur Ausweitung der Produktionskapazitäten darstellen, unterstreicht die verhaltene Investitionsbereitschaft im Jahr 2002. Die Konzentration auf Ersatzinvestitionen, die hauptsächlich durch Abschreibungen finanziert werden, hielt demnach die Kreditnachfrage niedrig, während die Fremdfinanzierung von Erweiterungs- und Rationalisierungsinvestitionen im Licht von unausgelasteten Kapazitäten an Bedeutung verlor und zur deutlichen Dämpfung der Verschuldungsdynamik bei den Unternehmen beitrug.

Zum anderen dürften die Unternehmen angesichts der schwachen Konjunktur vielfach ein höheres Kreditrisiko darstellen. Die Zahl der Insolvenzen hat sich im Jahr 2002 um 20% erhöht, die Passiva haben jedoch – entgegen der deutlichen Abschwächung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums – sogar leicht abge-

nommen. Eine nicht unwesentliche Insolvenzursache war wiederum die zu niedrige Eigenkapitalausstattung. Sie hat im Jahr 2002 wieder stärker zur Insolvenzentwicklung beigetragen, wobei zu berücksichtigen ist, dass Kapitalmangel nicht allein für Insolvenzen verantwortlich ist.

Es ist also nicht unwahrscheinlich, dass sich in Einzelfällen Unternehmen, die einem höheren Ausfallrisiko ausgesetzt sind, einem fallenden Kreditangebot gegenübersehen. Zumindest kann von einer Erhöhung der Kreditkosten durch die Banken ausgegangen werden, um die mit Fortdauer der Wirtschaftsschwäche zunehmenden Risiken auf Seiten der Kreditnehmer abzudecken. Von dieser Maßnahme dürften dann besonders Unternehmen mit einer geringen Eigenkapitalbasis betroffen sein. Aber insgesamt kann für Österreich eine Kreditverknappung nicht bestätigt werden.

### Der Beitrag von Finanzsystemen für das Wirtschaftswachstum

Zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsystem besteht eine komplexe wechselseitige Beziehung, die die Wirtschaftspolitik vor eine Reihe von neuen Herausforderungen stellt. Im Rahmen eines Workshops der OeNB am 27. Jänner 2003 diskutierten akademische und wirtschaftspolitische Experten, welches Finanzsystem die besten Eigenschaften für Wirtschaftswachstum, Risikoallokation und Stabilität aufweist.<sup>1)</sup> In einer Studie von Franz Hahn wurde der Zusammenhang zwischen Finanzmarktentwicklung und Wirtschaftsschwankungen in 22 OECD-Ländern im Zeitraum von 1970 bis 2000 mit ökonomischen Ansätzen untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass die Kapitalmarktfinanzierung in den OECD-Ländern tendenziell destabilisierend auf die Wirtschaftsleistung wirkt, während die Mittelaufnahme über den Bankensektor wirkungsneutral ist. Während früher die öffentliche Hand bei der Pensionsvorsorge durch das Umlageverfahren als Risiko- und Veranlagungsgemeinschaft fungierte, wird das Risiko jetzt zunehmend auf die privaten Haushalte übertragen. Diese veranlassen verstärkt auf den Finanzmärkten, ohne dass bereits ein Ersatz für den früheren Kompromiss in der Risikoallokation gefunden worden wäre. Nahezu einhelliger Befund der Teilnehmer der OeNB-Veranstaltung war, dass eine wirtschaftspolitische Konzentration auf die Orientierung am Shareholder Value eine problematische Verengung der Finanzsystemfunktionen bedeuten würde. Gerade die jüngsten Wirtschaftsskandale in den USA zeigen, dass bislang noch kein optimales Finanzsystem zu erkennen ist.

### Private Haushalte Schwachens Einkommens- und Konsumwachstum

Die schwierige konjunkturelle Entwicklung erfasste 2002 auch die privaten Haushalte. Die Einkommenssituation verschlechterte sich im letzten Jahr deutlich. Die Einkommenszuwächse fielen mit real 1,0% unterdurchschnittlich aus. Die zunehmende Arbeitslosigkeit, die von 6,1% im Jahr 2001 auf 6,9% stieg, und die stagnierende Beschäftigung trugen dazu bei, dass die Einkommen nur langsam zulegten.

Die Haushalte reagierten auf die Verschlechterung der Einkommensperspektiven mit deutlicher Konsumzurückhaltung. Die Konsumausgaben wurden im Jahr 2002 nur um 0,9% erhöht, nachdem sie im Jahr zuvor noch um 1,5% stiegen. Besonders betroffen waren dabei dauerhafte Konsumgüter, für die um 0,2% weniger ausgegeben wurde. Der konjunkturellen Lage entsprechend schoben die privaten Haushalte größere Anschaffung auf. Unter Risikogesichtspunkten

ist dieses Verhalten gegenwärtig angemessen, da es bei einer schwachen Einkommensentwicklung und unsicheren Beschäftigungsaussichten zu keinem finanziellen Mehraufwand in den privaten Haushaltsbudgets kommt.

Auf Grund der geringeren Konsumneigung wurde der fallende Trend in der Sparquote, der seit Mitte der Neunzigerjahre zu beobachten ist, aufgehalten. Die Entscheidung der privaten Haushalte, in der derzeit konjunkturell angespannten Situation verstärkt aus dem laufenden Einkommen heraus zu sparen, deutet darauf hin, dass sie die Einkommensperspektiven weiterhin als schlecht einstufen und sich mit dem Aufbau einer Vorsichtskasse gegen mögliche zukünftige Einkommensausfälle absichern wollen.

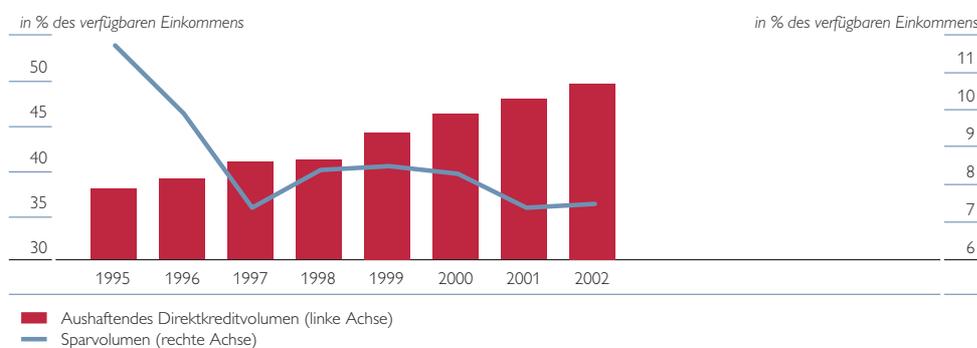
### Kreditwachstum liegt über Einkommenszuwächsen

Trotz der Wirtschaftsschwäche wuchs die Kreditvergabe an den Haushaltssektor 2002 schneller als das verfügbare Einkommen. Zwar hat sich das Kreditwachstum gegenüber dem

<sup>1</sup> Die Beiträge sind in *Berichte und Studien 1* der OeNB (2003) veröffentlicht.

Grafik 22

### Kreditnachfrage und Sparverhalten der privaten Haushalte



Quelle: OeNB, Statistik Austria, WIFO.

Höhepunkt zur Jahresmitte 2000 mehr als halbiert, es wächst aber derzeit so stark wie zu Beginn des Jahres 1999, als die Einkommenssituation bedeutend besser war.

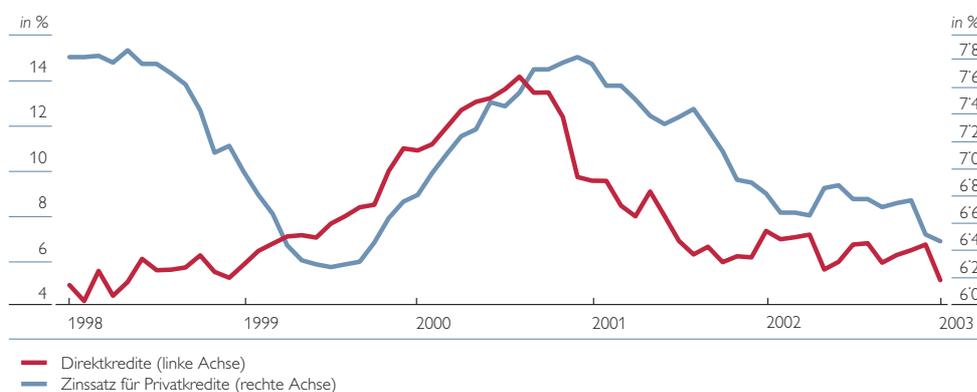
Ein Großteil der gesamten Verbindlichkeiten im Haushaltssektor entfällt auf Wohnbaukredite, die auf Grund der für Wohnbauinvestitionen erforderlichen Höhe der Finanzmittel den laufenden finanziellen Aufwand maßgeblich bestimmen.

Die Möglichkeit zur Fremdfinanzierung von Immobilien und Wohnraum stellt für die privaten Haushalte eine wichtige Voraussetzung für ihre Sachvermögensbildung dar. Betrachtet man die Schuldenbelastung durch die Aufnahme von Hypothekarkrediten, so entwickelte sich deren Verhältnis zur Lohn- und Gehaltssumme seit 1995 kontinuierlich aufwärts. Die Wohnraumfinanzierung der privaten Haushalte erfolgt in erster Linie über Ausleihungen von (heimischen) Banken und Bausparkassen, wobei sich die Präferenz für langfristige Laufzeiten in den letzten Jahren verstärkt hat. Im Dezember 2002 entfielen von den hypothekarisch besicherten Krediten 88% auf Fristigkeiten über 5 Jahre. Angesichts der zunehmenden Verflachung der Zinskurve wurden kurzfristige durch mittel-

ter man die Schuldenbelastung durch die Aufnahme von Hypothekarkrediten, so entwickelte sich deren Verhältnis zur Lohn- und Gehaltssumme seit 1995 kontinuierlich aufwärts. Die Wohnraumfinanzierung der privaten Haushalte erfolgt in erster Linie über Ausleihungen von (heimischen) Banken und Bausparkassen, wobei sich die Präferenz für langfristige Laufzeiten in den letzten Jahren verstärkt hat. Im Dezember 2002 entfielen von den hypothekarisch besicherten Krediten 88% auf Fristigkeiten über 5 Jahre. Angesichts der zunehmenden Verflachung der Zinskurve wurden kurzfristige durch mittel-

Grafik 23

### Wachstum der Kreditnachfrage der privaten Haushalte

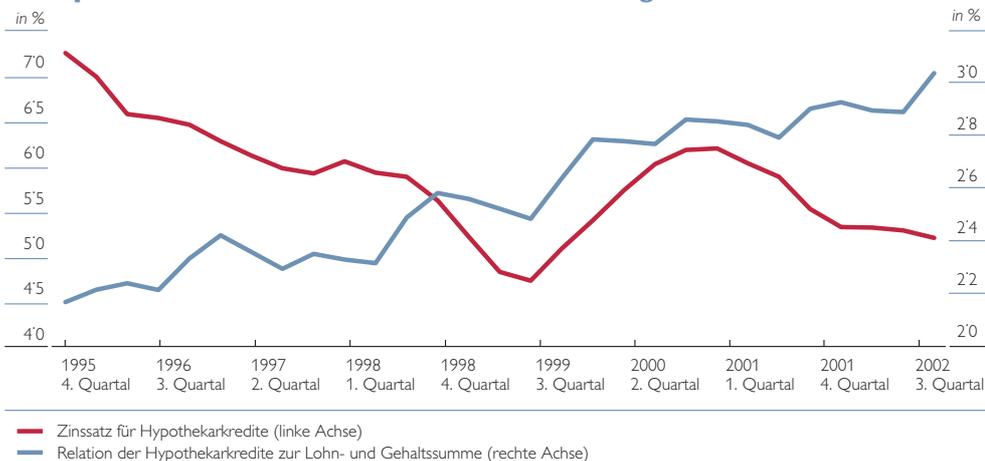


Quelle: OeNB.

Grafik 24

### Relation der Hypothekarkredite zu den Einkommen

#### der privaten Haushalte und Zinsentwicklung



und langfristige Kredite substituiert, wodurch die Belastungen aus dem laufenden Zinsaufwand minimiert werden konnten.

Die Finanzierung der Wohnraumnachfrage erfolgte 2002 zu 17,8% in Fremdwährung. Damit haben sich die Fremdwährungsschuld der privaten Haushalte und die damit verknüpften Risiken weiter erhöhet. Dem im Vergleich zu einem Euro-Kredit deutlich niedrigeren Zinsaufwand<sup>1)</sup> steht eine unsichere Wechselkursentwicklung gegenüber, die bei einer Abwertung des Euro gegenüber den Verschuldungswahrungen die Vermögensposition deutlich verschlechtern kann. Eine vorsichtigeren und vorausschauenden Handhabung dieser Finanzierungsform durch Kreditnehmer und Kreditgeber ist geboten, um den Aufbau von Risikopotenzialen, die in Zukunft schlagend werden können, zum gegenwärtigen Zeitpunkt größtmöglich zu verhindern.

Im Jahr 2002 stieg die Anzahl der Verfahren bei Privatkonkursen um

6,9%. Die dabei im Rahmen des Schuldenregulierungsverfahrens behandelten Fälle zeichneten sich durchwegs durch einen geringen uberschuldungsgrad aus, sodass die Höhe der Passiva leicht von 490 auf 464 Mio EUR sank.

#### Steigende Vermögenseinkommen unterstützen Geldvermögensbildung

Neben der Kreditaufnahme erhöheten die privaten Haushalte ihr Mittelaufkommen durch Sparen in der Höhe von rund 10 Mrd EUR. Die für die Vermögensbildung eingesetzten Eigenmittel lagen damit deutlich unter dem Vergleichswert aus dem Jahr 1995, als 12,8 Mrd EUR gespart wurden. Dementsprechend geringer fiel die Geldvermögensbildung aus, die sich in zunehmendem Maße durch höhere Vermögenseinkommen selbst alimentiert.

Die in der Vergangenheit erfolgte stark ertragsorientierte ausgerichtete Geldvermögensbildung der privaten Haushalte hat einerseits die Selbstali-

<sup>1)</sup> Dabei sind die anfallenden Nebenkosten zu berücksichtigen, die den Kostenvorteil von Fremdwährungskrediten schmälern.

Tabelle 8

**Struktur des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte**

	1995	2001	1995	2001	Wachstum seit 1995
	in Mrd EUR		Anteil in %		in %
Selbstständigeneinkommen	16,0	20,1	14,6	15,4	25,3
Vermögenseinkommen	7,7	13,4	7,0	10,3	74,7
Arbeitsentgelte	81,0	91,9	74,0	70,3	13,5
Empfangene monetäre Sozialleistungen	4,7	5,3	4,3	4,1	12,9
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>109,4</b>	<b>130,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>19,5</b>

Quelle: Statistik Austria, eigene Berechnungen.

mentierung des Vermögens gefördert. Andererseits reduzieren die privaten Haushalte das herkömmliche Sparen aus dem Arbeitseinkommen und ersetzen es teilweise durch das vom Volumen her niedrigere Vermögenseinkommen, was bei steigender Vermögensbildung eine höhere Verschuldung notwendig macht. Gleichzeitig nahm das Sparverhalten einen stärker prozyklischen Verlauf, da im gegenwärtigen Umfeld einer schwachen Konjunktur die Zins- und Unternehmenserträge, die im Vermögenseinkommen zusammengefasst sind, niedriger ausfallen als in Zeiten mit hohem Wirtschaftswachstum.

**Geldvermögensbildung stark von Kursverlusten beeinflusst**

Die auf den Kapitalmärkten eingetretenen hohen Kursverluste der vergangenen Jahre und die knapper zur Verfügung stehenden Anlagemittel beeinflussten die privaten Haushalte bei ihren Anlageentscheidungen maßgeblich.

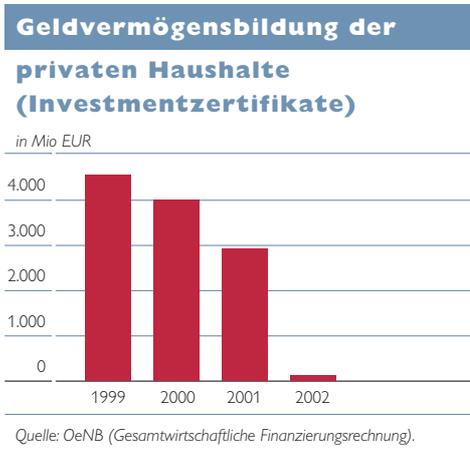
Insbesondere die negative Gesamtleistung österreichischer Investmentfonds und die damit einhergehenden Bewertungsverluste veranlassten die privaten Haushalte, ihre in der Vergangenheit hohe Geldvermögensbildung in diesem Finanzierungsinstrument im Jahr 2002 zu unterbrechen. Im Jahr 2002 reduzierte sich das Investmentfondsvermögen der privaten Anleger auf Grund von Kursver-

lusten um 2,3 Mrd EUR. Die Verluste überstiegen damit um rund 600 Mio EUR die Geldvermögensbildung in Investmentzertifikate im Jahr 2001.

Die hohe Unsicherheit auf den Aktienmärkten und die schwache nationale und internationale Konjunktur haben demgegenüber die Attraktivität von Anleihen bei den Anlegern gehoben. Dementsprechend floss mit 1,2 Mrd EUR ein Großteil der Geldvermögensbildung in Kapitalmarktpapiere.

Die Umschichtungen im Portefeuille auf Grund der Kursverluste zeigen, dass die Anleger die Marktentwicklungen beobachten und adäquat darauf reagieren, indem sie ihre Geldvermögensbildung in wertstabile Anlagen durchführen. Gleichzeitig hat die marktorientierte Geldvermögensbildung der Vergangenheit dazu geführt, dass die finanzielle Position der privaten Haushalte stärker von Kursrisiken abhängt. Neben den Einkommensschwankungen im Konjunkturzyklus sehen sich die privaten Haushalte nun auch zyklischen Veränderungen ihres Finanzvermögens gegenüber. Allein im Jahr 2002 erreichten nach vorläufigen Berechnungen die bewertungsbedingten Verluste der privaten Anleger ungefähr die Höhe der in den Jahren 2000 und 2001 realisierten negativen Marktkorrekturen von 3,5 Mrd EUR. Das wären 2,6% der verfügbaren Einkommen im Jahr 2002.

Grafik 25



Zusätzlich nimmt die Kapitalmarktentwicklung einen stärkeren Einfluss auf die Einkommen, wie die steigende Selbstalimentierung des Geldvermögens zeigt.<sup>1)</sup> Aber auch die aktuellen Leistungskürzungen der Pensionskassen weisen auf eine gestiegene Abhängigkeit von Kapitalmarktentwicklungen hin. Zwar haben die Pensionskassen für die Altersvorsorge in Österreich noch eine geringe Bedeutung, und der kurzfristige Effekt ihrer konjunkturbedingten verschlechterten Ertragslage für den Haushaltssektor ist als begrenzt anzusehen. Das Zusammenfallen der Ertragseinbrüche der Pensionskassen mit den aktuellen Reformen des Pensionssystems ist allerdings geeignet, die Akzeptanz privater Altersvorsorge zu reduzieren und die Unsicherheit über die Finanzierung zukünftiger Einkommensersatzleistungen zu erhöhen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die privaten Haushalte 2002 stärker aus dem Einkommen heraus sparten als in den Vorjahren. Gleichzeitig blieb die Kreditnachfrage

trotz der schwierigen konjunkturellen Lage hoch. Das bedeutet, dass einerseits die Eigenfinanzierung der Vermögensbildung bei den privaten Haushalten wieder leicht an Bedeutung gewonnen hat. Andererseits kann die höhere Bereitschaft zur Verschuldung zu zusätzlichen finanziellen Belastungen führen, wenn sich die Einkommenssituation in Zukunft negativ entwickelt, was gleichzeitig mit steigenden Ausfallwahrscheinlichkeiten aufseiten der Kreditnehmer verbunden wäre.

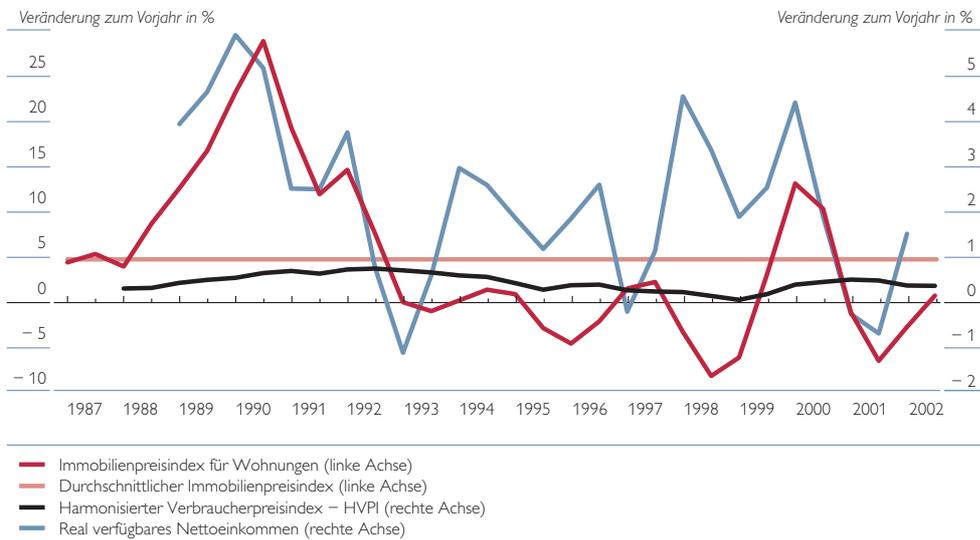
### Immobilien: Preisanstieg bei Eigentumswohnungen

Eine wesentliche Kategorie von Vermögenswerten der privaten Haushalte bildet der Immobilienbesitz; die Finanzierung des Wohnungs- und Eigenheimerwerbs ist ein wesentliches Motiv zur Kreditaufnahme. Nachdem die durch den unerwartet hohen Bevölkerungszustrom als Folge der Ostöffnung und durch den Eintritt der Babyboomgeneration ins hausgründende Alter zu Beginn der Neunzigerjahre ausgelöste Boomphase der österreichischen Immobilienpreise nach dem Jahr 1993 zusehends verflachte und gegen Ende des Jahrzehnts die Preise sogar rückläufig waren, ist seit Mitte 2001 wieder ein Preisanstieg zu verzeichnen. Im zweiten Halbjahr 2002 stiegen die Preise für Eigentumswohnungen zwar um 0,7%, blieben damit aber weiterhin unter dem langjährigen Durchschnitt. Das real verfügbare Nettoeinkommen verbesserte sich ebenfalls im ersten Halbjahr 2002, wenn auch nur um 1,4%.

1 Der Ausbau der zweiten und dritten Säule der Altersvorsorge sollte diesen Trend weiter verstärken.

Grafik 26

**Immobilienpreis, Einkommen und HVPI**



Quelle: Statistik Austria, TU Wien.

Die Nachfrage nach Wohnungen zeigt keinen Preisdruck an, obwohl die Wohnbautätigkeit seit Jahren sinkt: In den Jahren 1998 bis 2000 betrug der jährliche Rückgang bei Baubewilligungen noch jeweils rund 10%. Im Jahr 2001 setzte sich dieser Trend mit rund 3% abgeschwächt fort. Die Zahl der Fertigstellungen ging 2001 mit –14,7% ebenfalls deutlich zurück. Das deutliche Plus von 17,7% bei den Baubewilligungen im dritten Quartal 2002 dürfte auf eine Überwindung der Talsohle hindeuten.

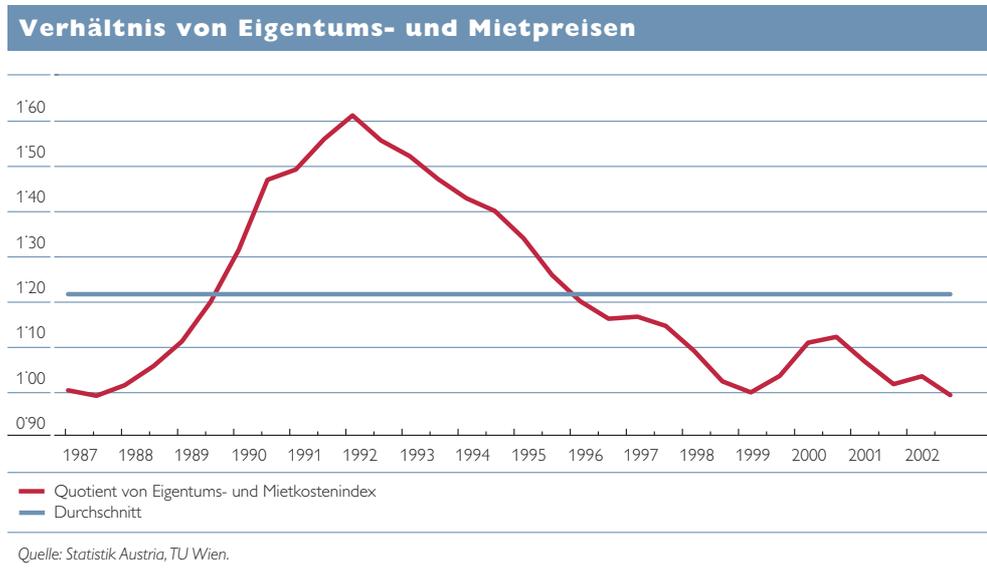
Den Zusammenhang zwischen Eigentumspreisen und entgangenen Mieteinnahmen (bzw. anfallenden Mietkosten), die bei einer hypothetischen Vermietung (bzw. Anmietung) des Objekts zu erzielen wären, zeigt

der Quotient von Eigentumspreisindex und Mietkostenindex (P/R-Wert), quasi ein Kurs-Gewinn-Verhältnis für Immobilien („housing price-to-rental value ratio“).<sup>1)</sup> Auch hier wird der Höhepunkt der Eigentumspreise im Jahr 1992 deutlich sichtbar. Das Sinken dieses Quotienten geht aber nicht primär auf ein Sinken des Preisniveaus, sondern eher auf ein Ansteigen der unterstellten Mietkosten zurück.<sup>2)</sup>

Das Verhältnis der Eigentumspreise zum BIP pro Kopf zeigt an, ob sich diese vom allgemeinen Konjunkturverlauf entkoppelt haben.<sup>3)</sup> Lag dieser Wert im ersten Halbjahr 1992 noch um 15% über dem langjährigen Durchschnitt, so sank er beständig unterbrochen durch eine Aufwärtsbewegung jeweils zu Beginn

1 Leamer, E. E. 2002. Bubble Trouble? Your Home Has a P/E Ratio Too. UCLA Anderson Forecast. Juni.  
2 Ein hoher P/R-Wert kann in zweierlei Situation gerechtfertigt werden: Erstens, wenn andere Vermögenswerte ebenfalls hoch bepreist sind, z. B. wenn Aktiengewinne und Hypothekenzinsen gering sind, und zweitens in Regionen, wo mit hohen Zuwächsen gerechnet werden kann und ein Preisauftrieb zu erwarten ist.  
3 Bleibt dieses Verhältnis im Zeitverlauf konstant oder ist es leicht fallend, so bedeutet dies, dass unter Beibehaltung aller anderen makroökonomischen Bestimmungsgrößen die Schwierigkeit der Finanzierung von Eigentumswohnungen für die privaten Haushalte gleich bleibt oder abnimmt.

Grafik 27

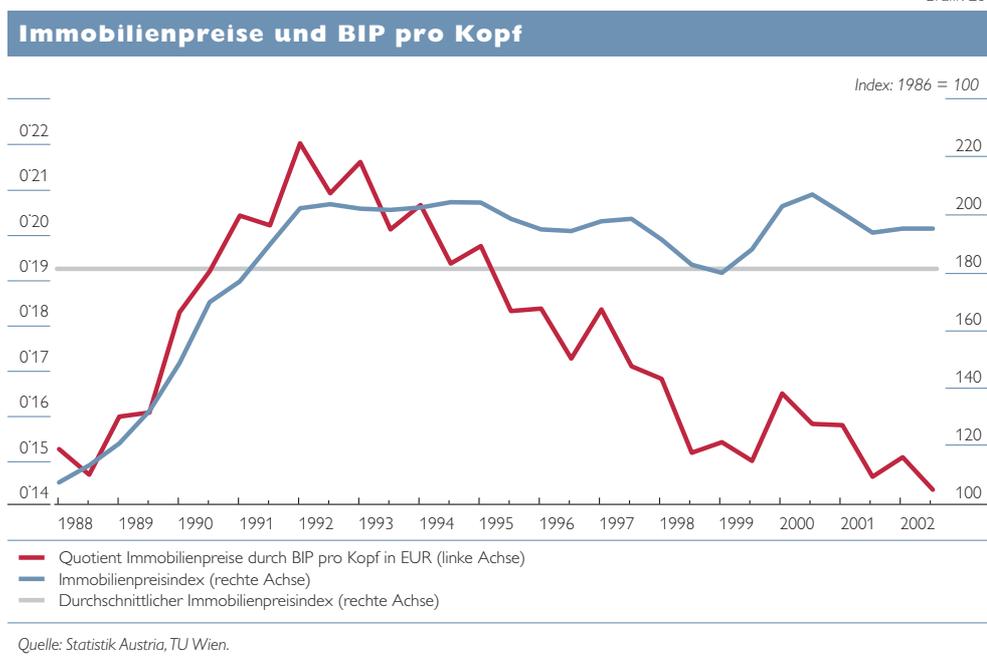


der Jahre 1997 und 2000 und erreicht nun einen Wert, der um rund 26% unter dem langfristigen Durchschnitt liegt.

Zusammenfassend kann bemerkt werden, dass in den letzten Jahren in

Österreich keinerlei Gefahr von der Immobilienpreisentwicklung zu bemerken war und auch die aktuellen Entwicklungen keineswegs auf die Gefahr des Entstehens einer Preisblase hindeuten.

Grafik 28



## Kapitalmarkt und privates Pensionssystem in Österreich

Private Pensionen spielen im österreichischen Pensionssystem mit seiner stark entwickelten ersten Säule, dem umlagefinanzierten öffentlichen Pensionssystem, traditionellerweise eine geringe Rolle. Es ist daher nicht erstaunlich, dass der hohe Ausbaustand des öffentlichen Pensionssystems in der wirtschaftspolitischen Diskussion nicht nur für dessen Finanzierungsprobleme angesichts der demographischen Entwicklung verantwortlich gemacht wird, sondern auch mitverantwortlich für den niedrigen Entwicklungsgrad des österreichischen Kapitalmarktes, da dieser nur eine geringe Stimulierung durch die institutionalisierte Altersvorsorge (in Gestalt institutioneller Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds) erfährt.

Die Reformen des privaten Pensionssystems seit den Neunzigerjahren verfolgen daher auch das Ziel, zur Entwicklung des österreichischen Kapitalmarktes beizutragen. Sie bestehen in erster Linie in der Mobilisierung von als Rückstellungen in den Unternehmen gebundenen Mitteln für die institutionalisierte betriebliche Altersvorsorge sowie in steuerlichen Anreizen für institutionalisierte Formen der individuellen Altersvorsorge.

### Abfertigung neu und institutionalisierte betriebliche Altersvorsorge

Analog zur Übertragung direkter Leistungszusagen an Pensionskassen wurde im Rahmen der Neuregelung

der Abfertigung 2002 (Abfertigung neu) die Möglichkeit der Übertragung alter und die Pflicht zur Übertragung der neuen Abfertigungsansprüche (in Höhe von 153% des Entgelts) an eigens geschaffene Mitarbeitervorsorgekassen begründet.<sup>1)</sup> Ihrer analogen Funktion entsprechend, nämlich Leistungszusagen der Unternehmen an ihre Arbeitnehmer zu übernehmen, sind auch die Regulierung der Mitarbeitervorsorgekassen im Allgemeinen und ihre Veranlagungsvorschriften im Besonderen denen der Pensionskassen ähnlich. Für Mitarbeitervorsorgekassen gilt ein maximaler Aktienanteil von 40%.

Auf Grund ihrer analogen Funktion und Regulierung sind von den Mitarbeitervorsorgekassen auch den Pensionskassen ähnliche Effekte auf den Kapitalmarkt zu erwarten: Pensionskassen organisieren ihre Veranlagungen überwiegend in Investmentfonds, die jedoch nur zu einem geringen Teil in österreichischen Aktien veranlagen. Das geringe Engagement der inländischen institutionellen Investoren an der Wiener Börse stellt eine Hauptursache für die Unterentwicklung des österreichischen Kapitalmarktes dar.<sup>2)</sup> Trotz ihres mittlerweile auf rund 8 Mrd EUR angewachsenen Volumens haben die Pensionskassen damit keinen signifikanten Beitrag zur inländischen Kapitalmarktentwicklung geleistet, was auch die Erwartungen an die Mitarbeitervorsorgekassen dämpfen sollte.

1 Die Neuregelung der Abfertigung wahrt zwar mit der Möglichkeit der Auszahlung der Abfertigungsansprüche als Kapitalbetrag deren ursprüngliche Funktion, steuerliche Anreize aber sollen ihre Verwendung für die institutionalisierte Altersvorsorge fördern.

2 Siehe dazu Waschiczek, W. und F. Fritzer. 2000. Rolle und Perspektiven des österreichischen Aktienmarktes. In: Berichte und Studien 4. Wien: Oesterreichische Nationalbank.

### **Die dritte Säule der Altersvorsorge als Stütze des österreichischen Kapitalmarktes?**

Die jüngste Einführung eines steuerbegünstigten Altersvorsorgeprodukts mit einer Mindestveranlagung von 40% in österreichische Aktien in Form der so genannten Zukunftsvorsorge kann daher als Versuch gewertet werden, die private Altersvorsorge effektiver für die inländische Kapitalmarktentwicklung zu instrumentalisieren, als dies im Wege des bisherigen Ausbaus des privaten Pensionssystems in Österreich möglich gewesen war. Mit der Einführung der Zukunftsvorsorge wird die Prämienbegünstigung der individuellen Altersvorsorge künftig auf ein einziges Produkt konzentriert, dessen Anlagevorschriften primär auf die inländische Kapitalmarktentwicklung ausgerichtet sind: Mindestens 40% des Fondsvermögens müssen dabei in Aktien aus EWR-Ländern mit einer maximalen Börsenkapitalisierung von 30% des BIP veranlagt werden.

Die Konzentration der staatlichen Förderung der institutionalisierten individuellen Altersvorsorge auf ein Produkt mit einem hohen Anteil inländischer Aktien birgt freilich nicht unbeträchtliche finanzökonomische Probleme in sich. Unabhängig von der Entwicklung des österreichischen Kapitalmarktes erschwert ein so hoher Anteil inländischer Aktien eine weitere internationale Diversifikation innerhalb dieser Assetklasse und damit eine effiziente Risikodiversifikation. Diese Behinderung der Risikodiversifikation wiegt umso schwerer, als gerade in einer Portfoliobetrachtung des Drei-Säulen-Modells des Pensionssystems die Exponierung der ersten Säule gegenüber Risiken der inländischen Konjunktur nach internatio-

ner Diversifikation auf der Ebene der anderen Säulen verlangen würde.

Durch diesen gezielten Home-Bias der Zukunftsvorsorge ergibt sich eine nicht unbeträchtliche Risikoexponierung der institutionalisierten individuellen Altersvorsorge. Ob diese Instrumentalisierung der institutionalisierten individuellen Altersvorsorge für die Kapitalmarktentwicklung die damit verbundenen Risiken und Effizienzverluste kompensieren kann, ist fraglich.

Das mittelfristig erwartete Aktienanlagevolumen der Zukunftsvorsorge beläuft sich nach Schätzungen der Branche auf rund 300 Mio EUR jährlich. Dies entspricht rund 1% der Marktkapitalisierung des Jahres 2002 und 1,65% des durchschnittlichen Börsenumsatzes der vergangenen zehn Jahre. Angesichts der traditionell niedrigen Turnover-Ratio der Wiener Börse ist daher von der Zukunftsvorsorge auch mittelfristig kein wesentlicher Beitrag zur Kapitalmarktentwicklung zu erwarten, während umgekehrt auf Grund der niedrigen Liquidität eine Erhöhung der Volatilität nicht auszuschließen ist.

Der gezielte Home-Bias der Zukunftsvorsorge erscheint daher wenig geeignet, das bis dato geringe Engagement der inländischen institutionellen Investoren zu kompensieren; die Konzentration der steuerlichen Förderung auf die Zukunftsvorsorge ist freilich geeignet, zu einer nicht unbeträchtlichen Risikoexponierung der individuellen institutionalisierten Altersvorsorge zu führen. Ein Übertragungsweg dieses Risikos auf die systemische Ebene wäre über einen generellen Verlust des Vertrauens in Altersvorsorgeprodukte denkbar, der sich auf darin zentral vertretene Assetklassen (wie etwa inländische Aktien) auswirken könnte.

**Pensionsreform, Risiko und Finanzmärkte**

Die vermehrte Finanzmarktorientierung der Pensionsreformdiskussion hat in den letzten Jahren zu einem wachsenden Interesse der Zentralbanken an diesem Thema geführt. So hat die Deutsche Bundesbank im Jahr 2001 eine Konferenz zum Thema „Ageing, Financial Markets, and Monetary Policy“ veranstaltet. Am 6. Dezember 2002 fand in der OeNB ein internationaler Workshop mit dem Titel „Pension Finance Reform: From Public to Financial Economics“ statt.<sup>1)</sup>

Kapitaldeckungsorientierte Pensionsreformpläne bedürfen einer kritischen Prüfung, da die Ertragsvorteile des Kapitaldeckungs- gegenüber dem Umlageverfahren noch keine Pareto-Verbesserung bei einem Umstieg begründen, wie Johann K. Brunner (Universität Linz) in seinem einleitenden Beitrag betonte: Steuer- und Transfersysteme könnten eine Mehrbelastung bestimmter Generationen oder zumindest bestimmter Individuen in einer Generation kaum verhindern.

Ein Schwerpunkt des Workshops war der Rolle von Pensionsfonds auf den europäischen Finanzmärkten gewidmet: Philip Davis (Brunel University, London) zeigte, dass die Finanzmarkteffekte der Wirtschafts- und Währungsunion und jene des Wachstums institutioneller Investoren wie etwa Pensionsfonds einander gegenseitig verstärken und damit kapitaldeckungsorientierte Pensionsreformen begünstigen. Er betonte jedoch, dass die Bevölkerungsalterung nicht nur in einem umlagefinanzierten, sondern auch in einem kapitalgedeckten Pensionssystem Risiken für die Stabilität der Finanzsysteme mit sich bringt, weil sie analog dem Lebenszyklusmodell des Sparens eine zyklische Komponente in die Finanzmärkte trägt.

In seinem Diskussionsbeitrag zu Davis' Vortrag wies Josef Zechner (Universität Wien) auf einige weitere Risiken hin, die mit kapitaldeckungsorientierten Pensionsreformen verbunden sind, insbesondere auf noch immer bestehende Schwächen der Produktgestaltung (kein Inflationsschutz) und teilweise mangelhafte Corporate-Governance-Mechanismen, die auch durch den bestehenden Regulierungsrahmen nicht vollständig kompensiert werden können.

1 Die Beiträge werden in *Berichte und Studien 2* der OeNB (2003) veröffentlicht.