

Finanzmarktkrise beeinträchtigt die realwirtschaftlichen Sektoren

Finanzierungsbedingungen des Unternehmenssektors krisenbedingt verschlechtert

Konjunktur stagniert

Die Rahmenbedingungen der österreichischen Wirtschaft waren im Jahr 2008 von außergewöhnlich hohen Unsicherheiten geprägt. Infolge der internationalen Finanzmarktkrise haben sich die internationalen Konjunkturperspektiven deutlich verschlechtert. Die Ereignisse vom September/Oktober 2008 haben die Unwägbarkeiten für die Einschätzung der weiteren Entwicklung der Konjunktur wie auch der Finanzierungsbedingungen markant verschärft. Angesichts der Einmaligkeit der aktuellen Krisensituation gibt es allerdings keine historischen Muster, anhand derer sich die Effekte der Finanzmarktkrise abschätzen ließen.

Durch die Abflachung der internationalen Konjunktur hat auch die Dynamik der österreichischen Wirtschaft

im ersten Halbjahr 2008 merklich an Tempo verloren. Die drei Jahre dauernde Hochkonjunkturphase ging im zweiten Quartal 2008 zu Ende. Gleichzeitig hat sich die Zusammensetzung des Wachstums gegenüber den letzten Jahren verändert, die Exporte bildeten nicht mehr die treibende Kraft des Wachstums. Die Dämpfung der heimischen Exporte belastete vor allem die Wertschöpfung der Sachgütererzeugung. Das Investitionswachstum verlangsamte sich ebenfalls, gestaltete sich jedoch noch vergleichsweise relativ robust. Der private Konsum entwickelte sich angesichts des hohen Preisauftriebs weiterhin sehr gedämpft.

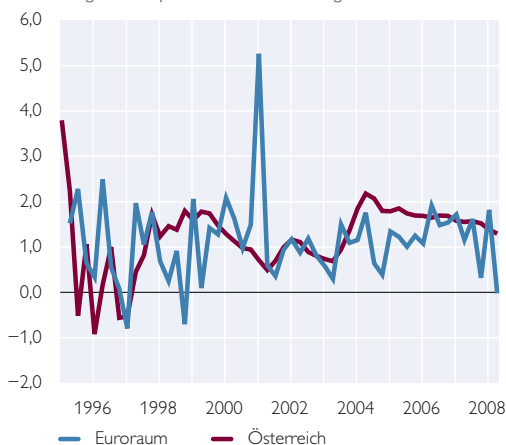
Trotz der konjunkturellen Abkühlung verzeichneten die österreichischen Unternehmen – ähnlich wie im gesamten Euroraum – nach den hohen Zuwächsen der Vorjahre im ersten Halbjahr 2008 noch steigende Gewinne, ob-

Grafik 2

Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors

Bruttobetriebsüberschuss¹

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



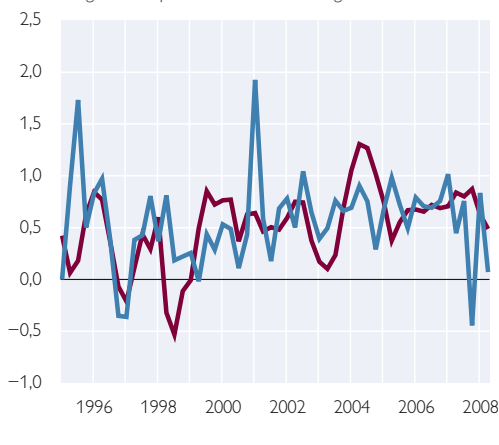
Quelle: Eurostat.

¹ Inklusive Selbstständigeneinkommen.

² BIP-Deflator abzüglich Lohnstückkosten.

Gewinnspanne²

Veränderung zum Vorquartal in %, saisonbereinigt



wohl in diesem Zeitraum eine Aufwertung des Euro und hohe Rohölpreise zu verzeichnen waren.

In der Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen, die üblicherweise einen nachlaufenden Konjunkturindikator darstellen, reflektiert sich noch die Hochkonjunktur der letzten beiden Jahre. Ihre Anzahl lag in den ersten drei Quartalen 2008 um 2,1% unter dem Vergleichswert des Vorjahres. Die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten stiegen gegenüber den ersten drei Quartalen des Vorjahres nominell um 3,6%. In Relation zu den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (laut Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung – GFR) sanken die Insolvenzverbindlichkeiten in den ersten drei Quartalen 2008 auf von 0,59% auf 0,51%.

Mittelaufnahme über den Kapitalmarkt durch Krise stark beeinträchtigt

Von der internationalen Finanzmarktkrise war die Unternehmensfinanzierung in Form von Aktienemissionen besonders stark betroffen, da sich die Aufnahmefähigkeit der Börse infolge der durch die starken Kursverluste ausgelösten Unsicherheiten deutlich verminderte. Seit Mitte vergangenen Jahres hat sich die Emissionstätigkeit auf dem österreichischen Aktienmarkt stark reduziert, einige bereits angekündigte Platzierungen wurden abgesagt. Im Zeitraum Jänner bis September 2008 beliefen sich die Neuemissionen (Kapitalerhöhungen und Neunotierungen) von nichtfinanziellen Unternehmen an der Wiener Börse auf 0,4 Mrd EUR, nach 7,0 Mrd EUR im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Dabei hat die Mittelaufnahme in Form von börsennotierten Aktien in den letzten beiden Jahren einen erheblichen Beitrag zur Unternehmensfinan-

zierung geleistet, wenngleich sie überaus volatil war: Im Jahr 2006 stammten rund 40% und 2007 immerhin noch 20% des Mittelzuflusses aus diesem Instrument. Im ersten Halbjahr 2008 waren es hingegen nur mehr 1,7%. Damit hat die Krise durchaus messbare Effekte auf die Unternehmensfinanzierung gehabt. Allerdings ist die Aktienemission vor allem für eine relativ geringe Anzahl vornehmlich großer Unternehmen von Relevanz.

Da sich im Gefolge der Turbulenzen auf den Finanzmärkten die Kurse an der Wiener Börse rückläufig entwickelten, sank die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den ersten neun Monaten 2008 um rund 37 Mrd EUR auf 64 Mrd EUR; das entsprach rund 23% des BIP. Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Ende September 2008 29% des BIP.

Einschließlich der außerbörslichen Anteilswerte wurde im ersten Halbjahr 2008 rund ein Viertel der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Form von Eigenkapital aufgenommen. Aufgrund der rückläufigen Aktienkurse verminderte sich der Eigenkapitalanteil an den Verpflichtungen zwischen Mitte 2007 und Mitte 2008 um 2 Prozentpunkte auf 51%, da laut den Regeln der GFR die Bewertung von über die Börse aufgenommenem Eigenkapital zu den aktuellen Marktwerten erfolgt.

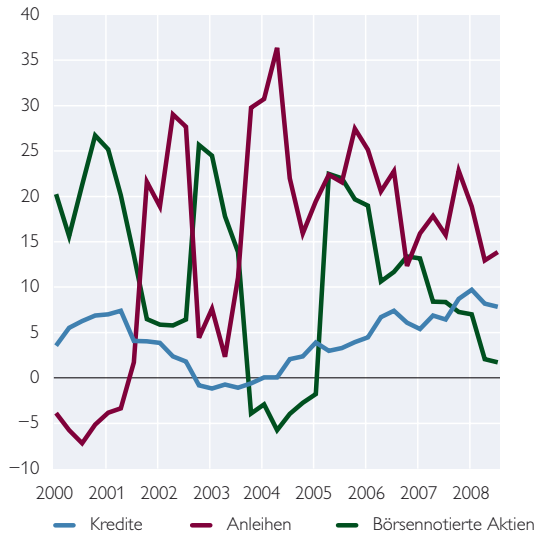
Die Anleihefinanzierung expandierte in den ersten neun Monaten 2008 weiterhin relativ kräftig. Die Jahreswachstumsrate der Unternehmensanleihen gemäß Emissionsstatistik betrug per Ende September 2008 13,9%. Die Zuwachsrate lag bis zuletzt deutlich über jener des gesamten Euroraums. Mehr als drei Viertel des in diesem

Grafik 3

Wichtige Elemente der Außenfinanzierung der Unternehmen

Österreich

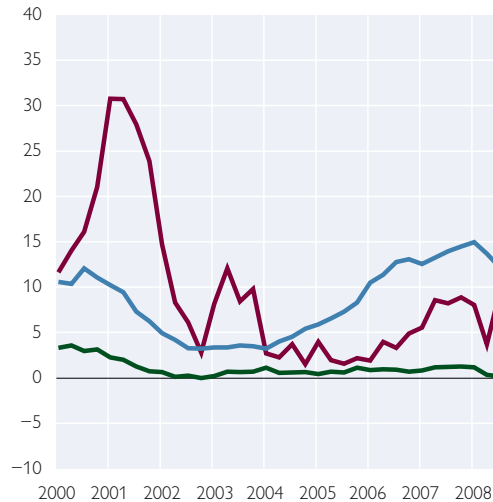
Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB.

Euroraum

Veränderung zum Vorjahr in %



Zeitraum begebenen Anleihevolumens war fix verzinst. Knapp drei Viertel des Emissionsvolumens waren in Euro denominiert, der Rest entfiel auf Schweizer Franken.

Auch wenn in den vergangenen Jahren die Bedeutung der Kapitalmärkte deutlich zugenommen hat, bildet der Bankkredit immer noch die mit Abstand wichtigste Außenfinanzierungsquelle für die Unternehmen in Österreich. Gemäß GFR stammten Ende des zweiten Quartals 2008 28,6% der Außenfinanzierungsbestände des Unternehmenssektors von Bankkrediten; das war deutlich mehr als der Beitrag von börsennotierten Aktien (20,7%) oder von Anleihen (7,6%).

In den vorliegenden Daten war noch keine Abschwächung der Kredite an Unternehmen zu registrieren. Im September 2008 lag die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen in Österreich bei 7,8%. In den ersten Monaten nach Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen

hatte sich das Kreditwachstum sogar noch beschleunigt (von 6,9% im zweiten Quartal 2007 auf 9,7% im ersten Quartal 2008).

Zum Teil könnte diese bis zuletzt lebhaft entwickelte Entwicklung auf Substitutionseffekte zurückzuführen sein, indem Unternehmen angesichts der schwierigen Bedingungen für die Mittelaufbringung auf dem Aktienmarkt verstärkt Bankkredite aufgenommen haben. Zudem hat die gute Ertragslage die Kreditwürdigkeit vieler Unternehmen erhöht. Allerdings wirkte die anhaltend gute Innenfinanzierung in den ersten drei Quartalen 2008 dämpfend auf die Kreditnachfrage, wie die österreichischen Ergebnisse der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) zeigen. Überdies zeigten sich die Unternehmen auch zunehmend unsicher über geplante Investitionsvorhaben, sodass die Finanzierung von Anlageinvestitionen, die in den beiden Jahren zuvor einen (zum Teil wesentlichen) Faktor für eine

Nachfragesteigerung gebildet hatte, im bisherigen Verlauf des Jahres 2008 ebenfalls (leicht) zu einem Nachfrage-rückgang beitrug.

Die Ereignisse im September/Oktober 2008, die die Kreditvergabe der Banken an den Unternehmenssektor deutlich beeinträchtigt haben, sind in diesen Daten noch nicht enthalten. Es ist allerdings davon auszugehen, dass Finanzmarkturbulenzen dieses Ausmaßes das Wachstum der Unternehmenskredite durch ein geändertes Kreditvergabeverhalten der Banken sowie durch eine verminderte Kreditwürdigkeit der Unternehmen verlangsamten.

In Bezug auf die Kreditvergabe der Banken zeigt der Bank Lending Survey (in den seit Beginn der Krise regelmäßig Zusatzfragen über die Effekte der Finanzmarkturbulenzen auf Refinanzierung und Kreditrichtlinien der Banken aufgenommen wurden), dass sich die Refinanzierungsbedingungen durch die anhaltenden Verwerfungen auf den internationalen Finanzmärkten merklich verschlechtert haben. Diese erschwerten Refinanzierungsbedingungen schlugen sich in den Margen und zuletzt auch verstärkt im Umfang der von den Banken vergebenen Kredite nieder. Kredite an große Unternehmen waren deutlicher als KMU-Finanzierungen beeinträchtigt.

Ein weiterer Übertragungsmechanismus ist der Einfluss der Krise auf die Werthaltigkeit derjenigen Aktiva, die von Unternehmen als Sicherheiten für Kredite verwendet werden können. Primär sind von den aktuellen Verwerfungen auf den Finanzmärkten Wertpapiere betroffen, die als Besicherung für Lombardkredite verwendet werden können. Die sinkenden Kurse der Aktienbestände, die in vielen Fällen wesentliche Aktiva von Firmen darstellen, können – ähnlich wie im Finanzsek-

tor – auch bei Unternehmen infolge eines erhöhten Wertberichtigungsbedarfs zu Ertragseinbußen führen. Per Juni 2008 hielten österreichische gemäß GFR nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften börsennotierte Aktien im Ausmaß von 39 Mrd EUR. In den vier Quartalen bis zum Halbjahresultimo 2008 erwuchs den Unternehmen daraus ein aggregierter Bewertungsverlust von rund 4 Mrd EUR.

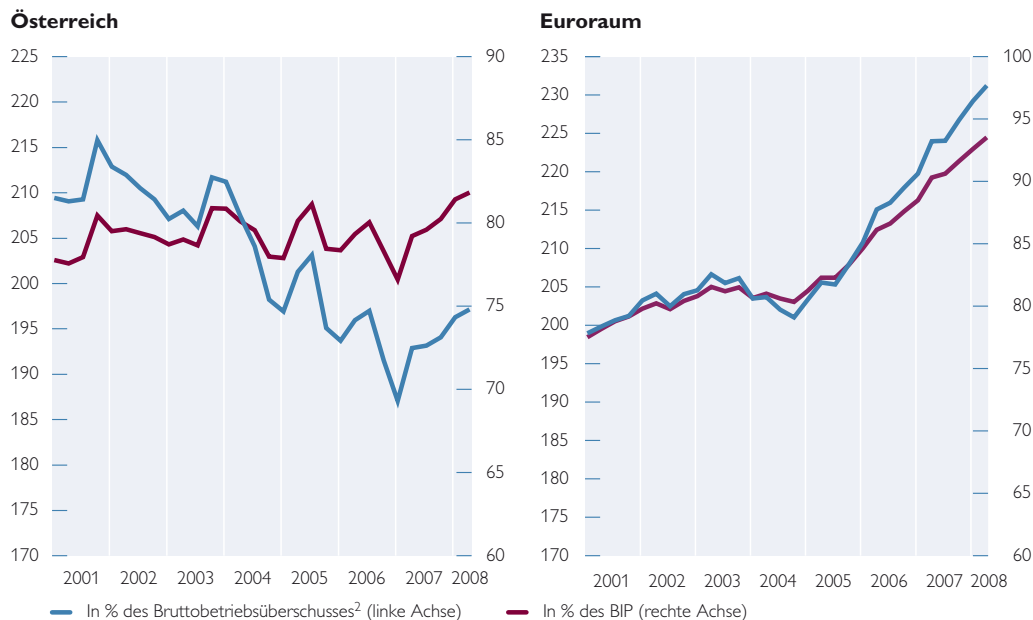
Schließlich dürften die konjunkturellen Effekte der Finanzmarktkrise und die damit einhergehenden Unsicherheiten die Absatzerwartungen der Unternehmen schmälern. Das dürfte wiederum die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und damit auch die Kreditnachfrage vermindern.

Stärker steigende Unternehmensverschuldung

Infolge der verstärkten Inanspruchnahme von Fremdkapital hat sich die Zuwachsrate der Unternehmensverschuldung seit dem zweiten Quartal 2007 merklich beschleunigt. Im zweiten Quartal 2008 belief sich die Jahreswachstumsrate auf 8,5 % (nach 5,3 % im Vergleichszeitraum des Vorjahres). Auch in Relation zu den Gewinnen (Bruttobetriebsüberschuss) zeigte die Verschuldung des Unternehmenssektors zuletzt eine steigende Tendenz, lag aber immer noch deutlich unter den Werten während der letzten Finanzmarktkrise zu Beginn des Jahrzehnts (Grafik 4). Die österreichischen Unternehmen hatten die starke Ausweitung der Verschuldung in der zweiten Hälfte des aktuellen Jahrzehnts, wie sie im gesamten Euroraum zu verzeichnen war, nicht mitgemacht, wodurch mittlerweile die Unternehmensverschuldung – relativ zum Bruttobetriebsüberschuss und zum BIP – unter dem Euroraum-Durchschnitt liegt.

Grafik 4

Verschuldung des Unternehmenssektors¹



Finanzierungsbedingungen infolge der Finanzmarkturbulenzen verschlechtert

In den Finanzierungsbedingungen für die österreichischen Unternehmen waren die Verwerfungen auf den internationalen Finanzmärkten bereits deutlich zu spüren, und zwar für die Aufnahme von Eigenkapital und von Fremdkapital gleichermaßen.

Die Aktienkurse an der Wiener Börse verzeichneten seit Beginn der internationalen Finanzmarkturbulenzen markante Rückgänge. Von Ende 2007 bis 13. November 2008 verminderte sich der ATX um rund 60%. Da sich jedoch die Gewinne der an der Wiener Börse notierten Unternehmen weiter positiv entwickelten, stieg die Gewinnrendite¹ seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen Mitte 2007 deutlich an.

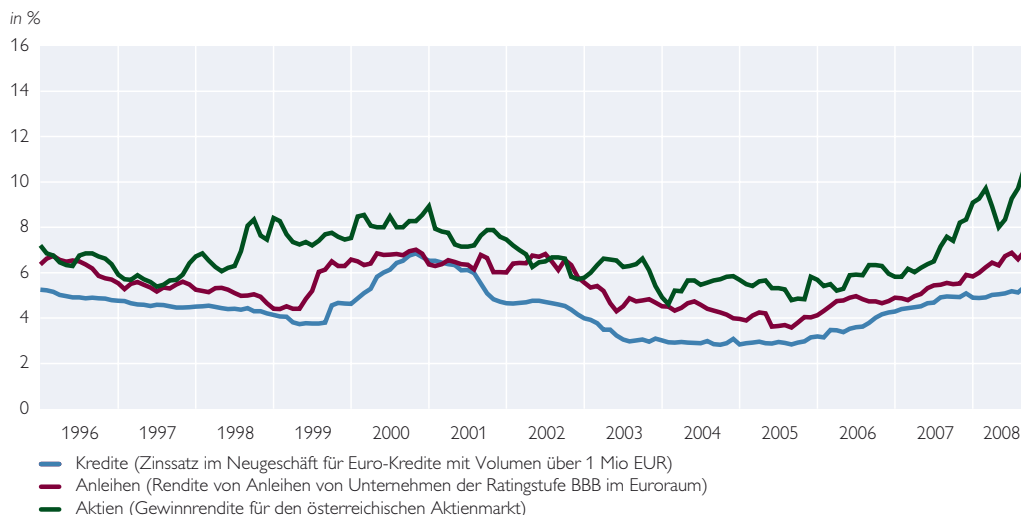
¹ Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

² Als Indikator dient hier die Entwicklung der BBB-Anleihen im Euroraum. Datenreihen für Österreich stehen nicht zur Verfügung.

Dies impliziert höhere Kosten der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt. Auch relativ zur Entwicklung von Renditen auf Staatsanleihen hat sich die Gewinnrendite merklich erhöht. Dies ist ein Indikator für eine gestiegene Risikoprämie des Aktienmarktes.

Die Renditen für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt stiegen in den ersten zehn Monaten 2008 um rund 2 ½ Prozentpunkte an.² Zwar haben sich die langfristigen Renditen von Staatsanleihen seit Anfang des Jahres leicht verringert, gleichzeitig stiegen jedoch die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen relativ zu Staatsanleihen ähnlicher Laufzeit im Zuge der zunehmenden Unsicherheiten aufgrund der Finanzmarkturbulenzen markant an.

Finanzierungsbedingungen für Unternehmen



Quelle: OeNB, Thomson Financial, Wiener Börse AG.

Die Bedingungen für die Aufnahme von Bankkrediten haben sich im Gefolge der Finanzmarktkrise ebenfalls verschlechtert. Schon seit Ende 2005 befanden sich die Zinsen für Unternehmenskredite wegen der Leitzinserhöhungen durch die EZB in einem Aufwärtstrend. Seit Mitte des Jahres 2007 hat sich die Differenz zwischen den Geldmarktsätzen und den Leitzinsen im Zuge der Vertrauenskrise auf den internationalen Finanzmärkten zunehmend ausgeweitet. Da sich die Verzinsung von variabel verzinsten Krediten zu einem wesentlichen Teil an den Geldmarktzinsen orientiert, hat sich dadurch die Verzinsung von Bankkrediten erhöht.

Demgegenüber haben sich die Zinsmargen für Unternehmenskredite in den ersten drei Quartalen 2008 nur wenig verändert, wie die Entwicklung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und dem Swapsatz mit einer korrespondierenden Laufzeit.

Gemäß den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft haben die Banken

seit dem dritten Quartal 2007 die Margen für Ausleihungen an Unternehmen angehoben. Für risikoreichere Kredite erfolgte dies deutlich stärker als für Kreditnehmer durchschnittlicher Bonität. Gleichzeitig wurden die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite (Kredite an Großbetriebe und KMU-Finanzierungen) zunehmend verschärft. Die Standards für langfristige Kredite wurden deutlich stärker angehoben als für kurzfristige Kredite. Ein wesentlicher Faktor für diese geänderte Kreditvergabepolitik waren die Verwerfungen der internationalen Finanzmärkte und deren Effekte auf die Finanzierungsbedingungen auf dem Geld- und Anleihemarkt.

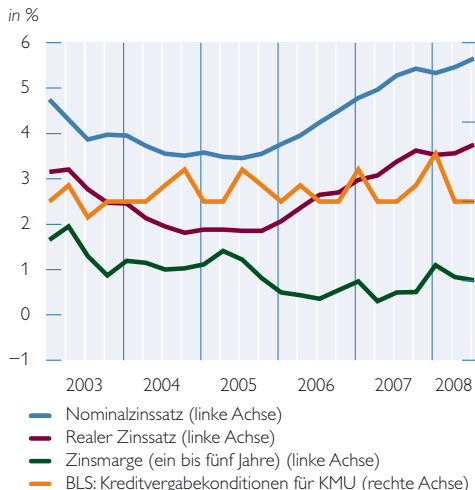
Höherer Zinsaufwand

Die Zinsbelastung der Unternehmen ist seit Anfang 2006 sehr rasch angestiegen, was in erster Linie auf das gestiegene Zinsniveau, aber auch auf das lebhaftere Kreditwachstum zurückzuführen war, das in den ersten beiden Quartalen 2008 sogar den größeren Anteil an der Ausweitung des Zinsauf-

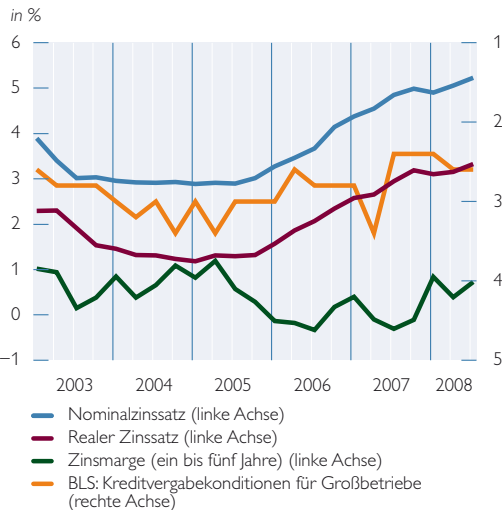
Grafik 6

Konditionen für Unternehmenskredite

Kredite bis 1 Mio EUR



Kredite über 1 Mio EUR



Quelle: OeNB, EZB.

Anmerkung: Rechte Skala von 1 (deutlich verschärft) bis 5 (deutlich gelockert).

Realer Zinssatz: nomineller Zinssatz abzüglich der HVPI-Prognose der OeNB für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr.

Zinsmarge: Zinssatz für Kredite mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren abzüglich Drei-Jahres-Swap-Satz.

BLS-Kreditvergabekonditionen: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen in den letzten drei Monaten.

wands hatte (Grafik 7).³ Im dritten Quartal lag der Zinsaufwand um mehr als 80% über dem Tiefstwert der vergangenen fünf Jahre. Für hoch verschuldete Unternehmen, die eine hohe Zinsbelastung aufweisen, können die höheren Zinsen eine spürbare Belastung darstellen.

Unternehmenssektor ging mit guter Risikoposition in die Krise

Der Unternehmenssektor hat in den letzten Jahren seine Exponierung gegenüber einer Reihe von finanziellen Risiken deutlich reduziert. Auf der Passivseite sank – vor allem infolge der zunehmenden Bedeutung des Eigenkapitals in der Finanzierungsstruktur – die Exponierung gegenüber Zinsänderungsrisiken bis Mitte des Jahres 2007

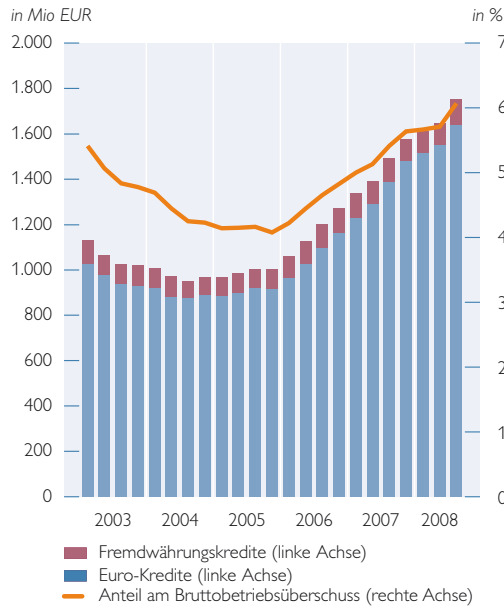
merklich. Danach hat sich jedoch infolge der zunehmenden Dynamik der Kredite der Anteil der verzinslichen Passiva an den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors wieder leicht erhöht.

Die Exponierung der Unternehmensfinanzierung gegenüber Wechselkursrisiken hat sich in den letzten Jahren ebenfalls deutlich reduziert. Fremdwährungskredite wurden von den Unternehmen per Saldo weiter abgebaut. Der Fremdwährungsanteil der Kredite an Unternehmen betrug Mitte 2008 nur mehr 8,4% (nach 8,9% im Jahr 2007). Auch der Anteil der Fremdwährungsemissionen an den Unternehmensanleihen hat sich zwischen Mitte 2007 und Mitte 2008 um rund 3 Prozentpunkte auf rund 15% reduziert.

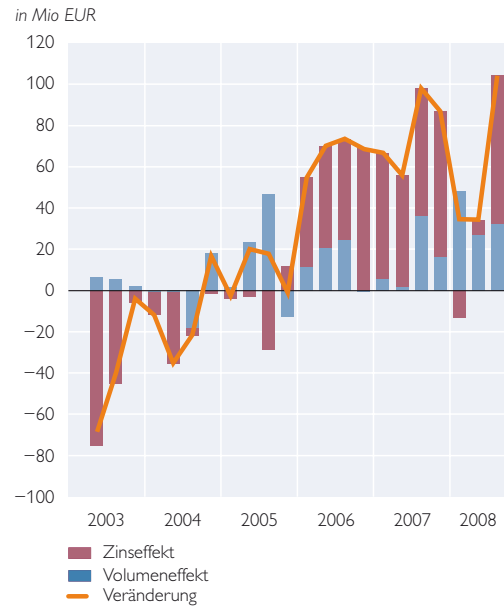
³ Für die Verzinsung der Fremdwährungskredite wurden die Zinssätze für das Neugeschäft (für Unternehmen und Haushalte zusammen) herangezogen, da die Zinssatzstatistik hierfür keine Angaben für das aushaftende Volumen enthält. Da Fremdwährungskredite zum weitaus überwiegenden Teil variabel verzinst sind und ihre Verzinsung periodisch neu festgesetzt wird, dürfte die dadurch hervorgerufene Ungenauigkeit nicht allzu groß sein. Zu beachten ist, dass dabei nur Zinszahlungen, nicht jedoch Kreditnebenkosten erfasst werden.

Zinsaufwand für Unternehmenskredite

Entwicklung im Zeitablauf



Veränderung zum Vorquartal



Quelle: OeNB, Eurostat.

Anmerkung: Zinsaufwand für Euro-Kredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in Euro multipliziert mit den korrespondierenden Zinssätzen für Bestand gemäß EZB-Zinssatzstatistik. Zinsaufwand für Fremdwährungskredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in Fremdwährung multipliziert mit dem Zinssatz für Kredite an den Haushaltssektor und nichtfinanzielle Unternehmen in US-Dollar, Yen und Schweizer Franken gemäß EZB-Zinssatzstatistik.

Im zweiten Quartal 2008 betragen die Fremdwährungsverpflichtungen nur mehr 3,1 % der gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors (nach 3,3 % im Jahr 2007).

Auf der Aktivseite haben die Unternehmen ihre Exponierung gegenüber Zinsrisiken deutlich verringert. Kursrisiken aufgrund von Aktienkurschwankungen haben in den Finanzanlagen der Unternehmen bis zum zweiten Quartal des Jahres 2007 hingegen stark an Bedeutung gewonnen, danach war ein Rückgang zu verzeichnen. In dieser Entwicklung reflektieren sich nicht nur die Transaktionen der Unternehmen; zu einem nicht unerheblichen Teil war sie auch auf die Kursbewegungen an der Börse zurückzuführen, die den Marktwert der von den Unternehmen gehaltenen Aktien merklich beeinflusst haben.

Insgesamt verfügte der österreichische Unternehmenssektor somit zur Jahresmitte 2008 – und damit rund ein Jahr nach Beginn der internationalen Finanzmarkturbulenzen – über eine recht günstige Risikoposition.

Fazit: Krise erfasst auch die Unternehmensfinanzierung

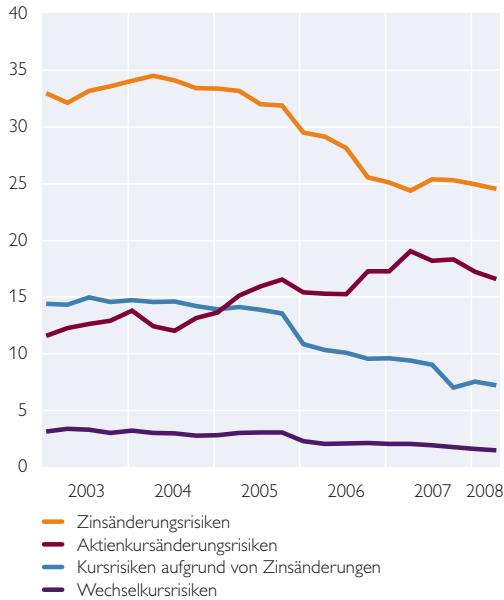
Die Finanzkrise hat die Möglichkeiten der Unternehmen zur Außenfinanzierung merklich verschlechtert. Hauptsächlich betroffen war bisher die Mittelaufnahme über den Kapitalmarkt, während sich die Kreditfinanzierung zumindest bis Sommer 2008 für den Unternehmenssektor als stabile Form des Mittelaufkommens erwies. Damit erschien es bis dahin als vorteilhaft, dass in Österreich der Bankkredit in der Unternehmensfinanzierung nach wie vor eine wichtigere Rolle spielt als

Grafik 8

Risikoexponierung des Unternehmenssektors

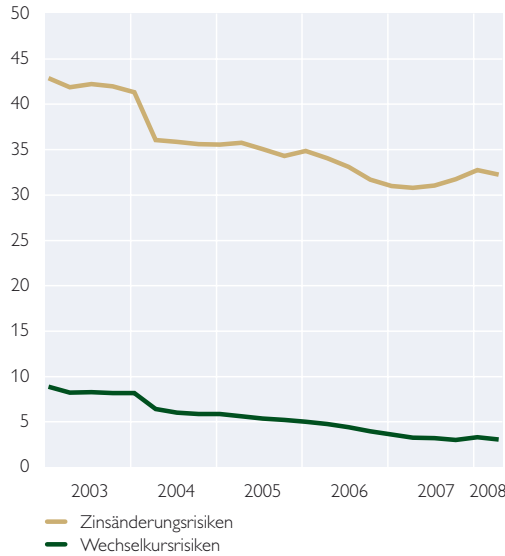
Aktivseite

in % des Geldvermögens



Passivseite

in % der Verpflichtungen



Quelle: OeNB.

die Finanzierung über den Kapitalmarkt – trotz der Bedeutungsgewinne letzterer in den letzten Jahren.

Allerdings mehrten sich im dritten Quartal 2008 die Anzeichen, dass sich die Bedingungen für die Kreditaufnahme für die Unternehmen ebenfalls verschlechtern könnten. Die Unsicherheiten auf den internationalen Finanzmärkten zogen die Bereitschaft und die Möglichkeiten der Banken zur Kreditvergabe zunehmend in Mitleidenschaft. Dies dürfte sich in der Kreditentwicklung zunehmend bemerkbar machen, wenn Unternehmen weniger als bisher auf andere Finanzierungsformen (insbesondere die Innenfinanzierung) ausweichen können und gleichzeitig ihre Bonität sich verschlechtert. War bereits seit einigen Quartalen eine stärkere Risikodifferenzierung der Kreditvergabe zu registrieren, die insbesondere großvolumige Finanzierungen mit einem hohen Risiko betraf, könnte diese Ten-

denz zunehmend weitere Kreditnehmergruppen erfassen.

Überdies haben die Finanzmarkt-turbulenzen die Unternehmensfinanzierung bisher über höhere Finanzierungskosten getroffen, die sich angesichts des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite, aber auch des anhaltend hohen Kreditwachstums sehr rasch in eine höhere Zinsbelastung der Unternehmen übertrugen.

Die konjunkturelle Entwicklung wird die Finanzposition der Unternehmen – anders als in den vergangenen beiden Jahren – nicht mehr unterstützen. Die österreichische Konjunktur hat im bisherigen Verlauf des Jahres 2008 deutlich an Dynamik verloren, was ein wirtschaftlich sehr schwieriges Jahr 2009 signalisiert. Dieses Umfeld wird auch die Gewinnaussichten der Unternehmen dämpfen.

Nach der Unternehmensgröße betrachtet waren größere Unternehmen

von den Anspannungen auf den Finanzmärkten stärker betroffen als kleinere. Aktienemissionen werden primär von größeren Unternehmen in Anspruch genommen, und diese waren auch relativ stärker von der gestiegenen Vorsicht der Banken bei der Kreditvergabe betroffen als KMUs.

Allerdings verfügt der Unternehmenssektor in seiner Gesamtheit über eine gute Ausgangsposition trotz der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. Die Verschuldung der Unternehmen ist bis Mitte des Jahres 2008 relativ zur Ertragsentwicklung nur wenig gestiegen, gleichzeitig stützte die bis zuletzt gute Ertragslage die Schuldentragfähigkeit sowie das Innenfinanzierungspotenzial der Unternehmen. Auch die Exponierung gegenüber finanziellen Risiken ist trotz einer leichten Verschlechterung in den letzten Quartalen (mit Ausnahme des Aktienkursänderungsrisikos) geringer als zu Beginn des Jahrzehnts.

Hohe Bewertungsverluste im kapitalmarktabhängigen Finanzvermögen des privaten Haushaltssektors⁴

Schwacher Konsum, steigende Sparquote

Das hohe BIP-Wachstum führte zu einer deutlichen Verbesserung der Lage auf dem österreichischen Arbeitsmarkt, sodass die Arbeitslosenquote laut Eurostat auf 3,4 % im Jahr 2008 sank. Allerdings entwickelte sich der private Konsum im ersten Halbjahr 2008 mit einem Zuwachs von real 1,0 % sehr verhalten. Dies war zum einen auf die gestiegene Belastung der Haushaltseinkommen durch den starken Preisauftrieb zurückzuführen, der die real verfügbaren Einkommen deutlich dämpfte, sodass

diese gegenüber dem Vorjahr nur noch um 1,4 % anstiegen. Zum anderen kam darin die hohe Sparneigung zum Ausdruck, in der sich die zunehmende Unsicherheit reflektierte. Die Sparquote stieg von 11,3 % im Jahr 2007 auf 12,8 % im Jahr 2008.

Portfolioumschichtungen aufgrund der Finanzmarkturbulenzen

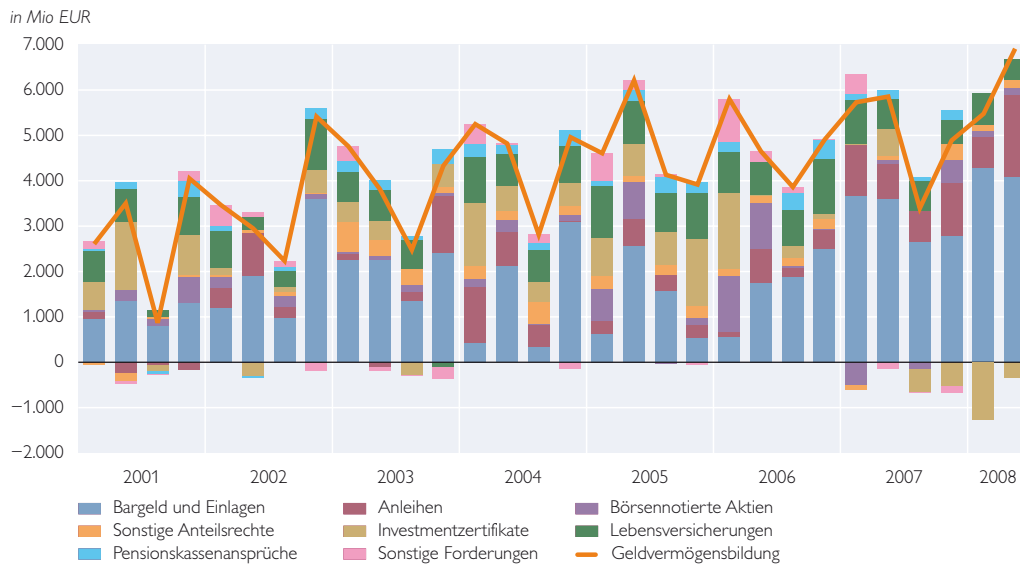
Die internationale Finanzkrise hat bisher das Niveau der Geldvermögensbildung per Saldo nur wenig verändert. Die Geldvermögensbildung betrug in den vier Quartalen seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen (drittes Quartal 2007 bis zweites Quartal 2008) 20,7 Mrd EUR gegenüber 20,4 Mrd EUR in den vier Quartalen davor.

In der Struktur der Geldvermögensbildung waren allerdings erhebliche Verschiebungen zu verzeichnen. Der österreichische Haushaltssektor hat seine Neuveranlagungen umgeschichtet, weg von Aktien hin zu Einlagen. Die im ersten Halbjahr 2007 bereits stattfindende starke Neubildung von Einlagen, die aufgrund höherer Zinsen und höherer Aktienmarktvolatilität stattgefunden haben dürfte, hat sich im ersten Halbjahr 2008 fortgesetzt und sogar verstärkt. Die Einlagenneudotation gemäß GFR war zwischen dem dritten Quartal 2007 und dem zweiten Quartal 2008 um 18,6 % höher als im vergleichbaren Zeitraum davor. Laut Bankenstatistik wuchs seit Ausbruch der Finanzkrise im dritten Quartal 2007 bis Juni 2008 die Neubildung von Termineinlagen überdurchschnittlich stark, die Spareinlagen dagegen nur unterdurchschnittlich und die Sichteinlagen wurden sogar netto vermindert. Gleichzeitig ist die Geldvermögensbildung in Kapitalmarktsin-

⁴ In diesem Sektor sind auch die privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (z. B. Gewerkschaften, Kirchen, Stiftungen) und die selbstständig Erwerbstätigen enthalten.

Grafik 9

Geldvermögensbildung



trumenten (Aktien, Anleihen, Investmentzertifikate) im gleichen Zeitraum um 17,6% gesunken. Investmentzertifikate wurden um rund 2,7 Mrd EUR netto abgebaut (Grafik 9).

Die Nachfrage nach Lebensversicherungen und Pensionskassenansprüchen ist relativ stark gesunken. In den vier Quartalen seit Beginn der Finanzkrise ist die Neubildung von Lebensversicherungen um 36% und die von Pensionskassenansprüchen sogar um 45% (gegenüber den vier Quartalen davor) gesunken.

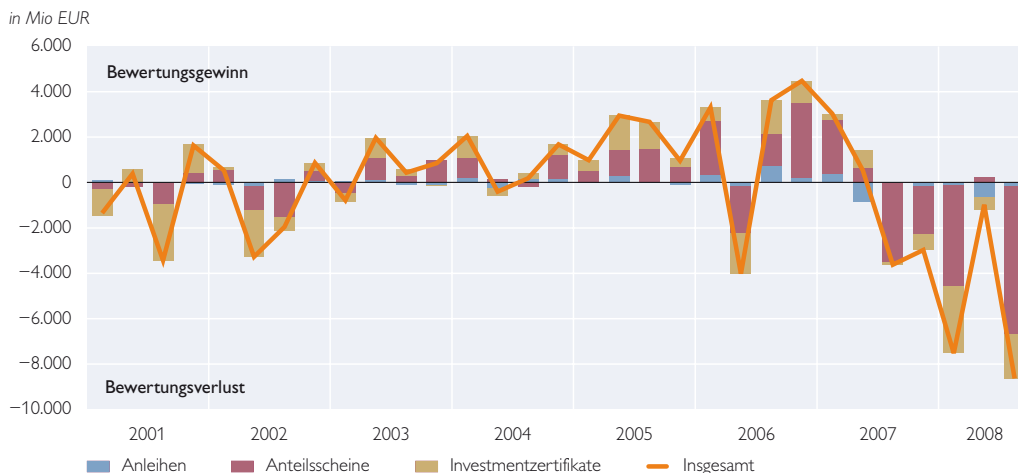
Die Struktur der Geldvermögensbildung im zweiten Quartal 2008 sah demnach folgendermaßen aus: Einlagen hatten den größten Anteil an der Geldvermögensbildung mit 59,3%, danach kamen Kapitalmarktinstrumente (Anleihen, Aktien, Investmentzertifikate) mit 25,7% und Lebensversicherungen mit 6,7%. Pensionskassenansprüche hatten einen Anteil von 3,9% an der Geldvermögensbildung.

Hohe Bewertungsverluste im Geldvermögen

Während vor dem Ausbruch der Finanzkrise die Bewertungsgewinne im Geldvermögen des Haushaltssektors die Bewertungsverluste noch eindeutig übertrafen, hat sich das Bild seit dem dritten Quartal 2007 geändert. Seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2007 bis zum zweiten Quartal 2008 musste der Haushaltssektor bei seinem Wertpapierportfolio (Aktien, Anleihen, Investmentzertifikate) Kursverluste im Ausmaß von 23,7 Mrd EUR hinnehmen; das entsprach 19,5% des Mitte 2007 in diesen Instrumenten veranlagten Vermögens. Besonders gravierend war diese Entwicklung bei den direkt gehaltenen börsennotierten Aktien, die Bewertungsverluste in Höhe von 47,8% hinnehmen mussten.⁵ Insbesondere bei Immobilienaktien fanden zwischen 2007 und 2008 starke Kursverluste statt. Während Ende März 2007 Immobilienaktien einen Anteil

⁵ Bezogen auf das Gesamtvermögen des Haushaltssektors betrug der Anteil 3,64%.

Bewertungsgewinne und -verluste im Geldvermögen des Haushaltssektors



von knapp 30 % im Aktienportfolio der österreichischen Privatanleger erreichen, verringerte sich bis Ende Jänner 2008 der Vermögensbestand vor allem aufgrund stark sinkender Aktienkurse in diesem Segment auf rund 3,3 Mrd EUR (rund 20 % des Aktienportfolios).⁶

Bei den Investmentzertifikaten beliefen sich die Bewertungsverluste auf 12,2 %. Auch der Anleihebestand des Haushaltssektors erfuhr seit Mitte 2007 leichte Kursverluste (-3,2 %), die im Wesentlichen die Ausweitung der Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen widerspiegeln.⁷

Leichter Rückgang der Exponierung gegenüber Kursrisiken

In den letzten Jahren vor der Finanzkrise ist der Anteil von Kapitalmarktinstrumenten in den Finanzaktiva des Haushaltssektors deutlich gestiegen. Im zweiten Quartal 2008 unterlag fast ein Viertel der Geldvermögensbestände

Kursrisiken, gegenüber rund 20 % fünf Jahre zuvor. Ein wesentlicher Motor der gestiegenen Kapitalmarktexponierung des österreichischen Haushaltssektors war die gestiegene Bedeutung der kapitalgedeckten Altersvorsorge in Österreich. Mitte 2008 wurde 3,5 % des Geldvermögens des Haushaltssektors für Pensionskassen angelegt. Betriebliche Vorsorgekassen und prämienebegünstigte Zukunftsvorsorge hatten nur einen kleinen Anteil am Geldvermögen, nämlich jeweils 0,4 % und 0,6 % im Jahr 2007.

In den zwölf Monaten bis Mitte 2008 hat sich aber der Anteil der Kapitalmarktinstrumente am Geldvermögen des Haushaltssektors um 3 Prozentpunkte reduziert, was zum einen auf Portfolioumschichtungen und zum anderen auf Kursverluste zurückzuführen war. Ende des ersten Halbjahres 2008 waren 19,9 % des Geldvermögens des Haushaltssektors Bewertungsrisiken aufgrund von Zinsänderungen

⁶ Siehe dazu Sedlacek, G. 2008. Die Entwicklung von Immobilienaktien im Aktienportefeuille österreichischer privater Haushalte von 1999 bis 2007. In: Statistiken Q2/08. OeNB. 48–52.

⁷ Bezogen auf das Gesamtvermögen des Haushaltssektors betragen die Bewertungsverluste bei Investmentzertifikaten 1,41 % und bei Anleihen 0,26 %.

und 8,8 % Bewertungsrisiken aufgrund von Aktienkursänderungen unterworfen. Spiegelbildlich dazu hat sich der Anteil des Zinsrisikos in der Veranlagung des Haushaltssektors verringert. Mitte 2008 waren rund 40 % des Geldvermögens des Haushaltssektors einem kurzfristigen (Zinsbindung bis zu einem Jahr) und 25 % einem langfristigen Zinsrisiko ausgesetzt, was eine Steigerung des kurz- und langfristigen Zinsrisikoanteils von 2,7 Prozentpunkten gegenüber Mitte 2007 bedeutet.

Negative Performance der kapitalgedeckten Pensionsvorsorge

Die starken Kursrückgänge auf den Aktienmärkten haben die Instrumente der kapitalgedeckten Altersvorsorge deutlich in Mitleidenschaft gezogen. Laut Oesterreichischer Kontrollbank betrug die Performance der gesamten Pensionskassen seit Ausbruch der Finanzkrise im dritten Quartal 2007 bis September 2008 $-9,33\%$. Für Pensionisten, die derzeit bereits Zusatzpensionen aus Pensionskassen beziehen (im Jahr 2007 waren es 58.471 Betroffene), bedeutet das eine Kürzung ihrer laufenden Pensionen. Für Anwartschaftsberechtigte (484.359 Personen im Jahr 2007) gibt es zwar keine unmittelbaren Auswirkungen, allerdings sind je nach Dauer bis zum Pensionsantritt Effekte auf die zukünftige Pensionshöhe ziemlich wahrscheinlich.

Auch bei den betrieblichen Vorsorgekassen (2,7 Millionen Anwartschaftsberechtigte im Jahr 2007) sind Einbußen bei der Performance zu erwarten. Bereits im Jahr 2007 war diese mit Werten zwischen 0,2 % und 3,1 % sehr niedrig. Eine gesetzliche Kapitalgarantie stellt hier sicher, dass zumindest das eingezahlte Kapital gesichert ist.

Besonders hoch dürften die Auswirkungen bei der prämienbegünstig-

ten Zukunftsvorsorge sein (bis Juni 2008 wurden etwa 1,2 Millionen Verträge abgeschlossen), da hier der Aktienanteil besonders hoch ist, der sich zudem auf kleine Kapitalmärkte, die von der Krise besonders stark betroffen sind, konzentriert. Mindestens 40 % müssen in Aktien von Börsen aus dem EWR, deren Marktkapitalisierung höchstens 40 % beträgt, veranlagt werden. Allerdings ist auch hier eine gesetzliche Kapitalgarantie gegeben.

Auch Lebensversicherungen und Investmentfonds dienen der privaten Altersvorsorge. Zwar kommt bei Lebensversicherungen der Garantiezinssatz zum Tragen, der derzeit 2,25 % beträgt. Allerdings dürfte die – darüber hinausgehende – Gewinnbeteiligung durch die Aktienkursrückgänge deutlich beeinträchtigt worden sein.

Steigende Kreditzinsen

Die Richtlinien der Banken für die Gewährung von Wohnbau- und Konsumkrediten an private Haushalte haben sich heuer – laut Angaben des Bank Lending Survey – leicht verschärft. Die Zinsmargen für Kredite an private Haushalte – sowohl für Wohnbau- als auch für Konsumzwecke – wurden in den ersten drei Quartalen 2008 angehoben, und zwar für Kredite mit durchschnittlichen Risiken und für risikoreichere Kredite gleichermaßen.

Die Nominalzinssätze stiegen im ersten Halbjahr für Wohnbaukredite auf 5,34 % (ein Anstieg von 0,50 Prozentpunkten gegenüber September 2007) und für Konsumkredite auf 7,09 % (ein Anstieg von 0,67 Prozentpunkten gegenüber September 2007). Diese Anstiege sind hauptsächlich aufgrund der durch die Liquiditätsknappheit auf dem Geldmarkt entstandenen Anstiege der Interbankenzinssätze.

Weiterer Preisanstieg von Immobilien

Nach einer langen Phase der Stagnation sind die Preise für Wohnimmobilien in Österreich seit rund drei Jahren im Steigen begriffen. Besonders ausgeprägt war der Anstieg in Wien, wo sich vor allem die Preise für Einfamilienhäuser und für Baugrundstücke deutlich erhöht haben. Insgesamt stieg der Immobilienpreisindex in Wien zwischen Anfang 2005 und dem zweiten Quartal 2008 nominell um rund 23%. Inflationbereinigt betrug die Preissteigerung in diesem Zeitraum rund 14%. In Relation zum verfügbaren Einkommen haben die Immobilienpreise zuletzt wieder das Niveau von 2000 erreicht (Grafik 11, linke Abbildung). Real haben sich die Immobilienpreise in den letzten drei Jahren nur wenig verändert.

Die Entwicklung von Immobilienpreisen hat einen großen Einfluss auf die Konsum- und Investitionsentschei-

dungen bzw. die Verschuldungssituation der privaten Haushalte, da Immobilien oft als Vermögens- und Besicherungsform von Krediten verwendet werden.

Geringe Neuverschuldung

Das Wachstum der Kredite für den Haushaltssektor hat sich seit dem Jahr 2005 kontinuierlich abgeschwächt und lag im September 2008 bei 3,8%. Dies bedeutet eine unterdurchschnittliche Entwicklung des Kreditwachstums, langsamer als es das Niveau des BIPs, der langfristigen Zinsen und der Inflation in einem ökonomischen Gleichgewicht zulassen würde.⁸ Sowohl das Wachstum der Wohnbaukredite als auch das der Konsumkredite hat sich vermindert. Diese Werte berücksichtigen aber noch nicht die Beeinträchtigungen in den Refinanzierungsbedingungen der Banken im Oktober 2008, die die Kreditvergabe der Banken merklich beeinträchtigt hat.

Grafik 11

Immobilienpreisindex

Wien



Österreich ohne Wien



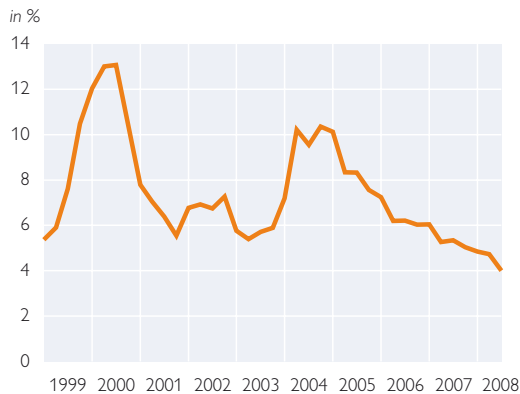
Quelle: OeNB, Statistik Austria, TU-Wien.

⁸ Siehe dazu die Studie von Friedrich Fritzer und Lukas Reiss „Die Entwicklung der Kredite an den Haushaltssektor in Österreich – eine Analyse“ im vorliegenden Heft.

Grafik 12

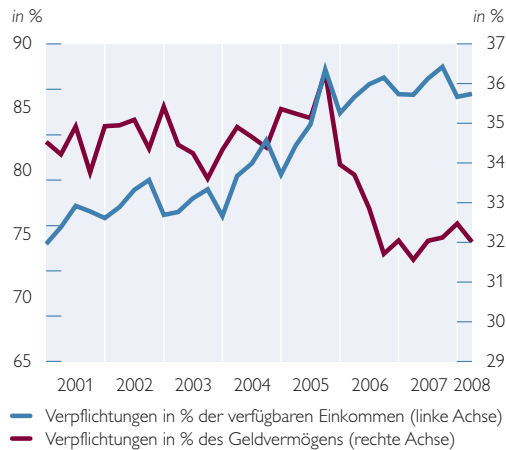
MFI-Kredite an private Haushalte

Veränderung zum Vorjahr



Quelle: OeNB.

Verpflichtungen in Relation zu Geldvermögen und verfügbarem Einkommen



Die gesamten Verpflichtungen des Haushaltssektors (im Wesentlichen Kreditaufnahmen) betragen Mitte 2008 gemäß GFR 32 % seines Geldvermögens bzw. 86 % seines verfügbaren Einkommens. Sowohl im Verhältnis zum Geldvermögen als auch zum verfügbaren Einkommen ist die Verschuldung seit dem zweiten Halbjahr 2007 stabil geblieben. Auch im internationalen Vergleich war die Haushaltsverschuldung von 53,4 % des BIP (gegenüber 59,1 % im Euroraum) Ende 2007 eher gering.

Weiterer Anstieg des Zinsaufwands

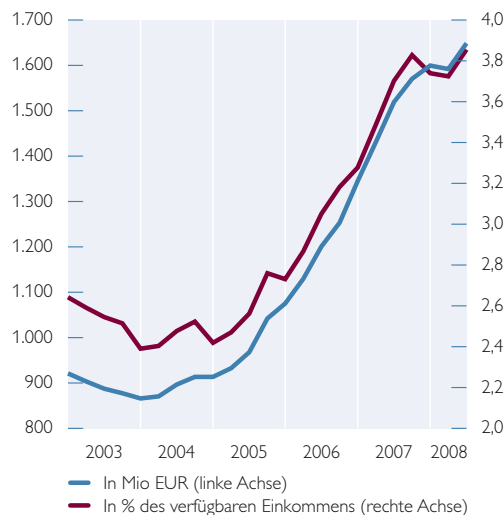
Der Anteil der variabel verzinsten Euro-Kredite an den gesamten an den Haushaltssektor neu vergebenen Krediten sank im ersten Halbjahr 2008 auf 54 % (gegenüber 62 % im vierten Quartal 2007), ist aber immer noch relativ groß. Fremdwährungskredite sind üblicherweise variabel verzinst. Angesichts des hohen Anteils variabel verzinsten Kredite wirken sich Änderungen der Marktzinsen relativ rasch auf die Bestandszinsen aus.

Der seit Anfang 2004 zu beobachtende Anstieg des Zinsaufwands für Privatkredite war – nach einem kurzen Stillstand im ersten Halbjahr 2008 – im dritten Quartal 2008 erneut im Steigen begriffen. Ende des dritten Quartals 2008 lag der Zinsaufwand für Privatkredite bei 3,9 % der verfügbaren Einkommen des Haushaltssektors und damit um 0,2 Prozentpunkte höher als im Vorquartal. Grund dafür waren die stark gestiegenen Kreditzinsen.

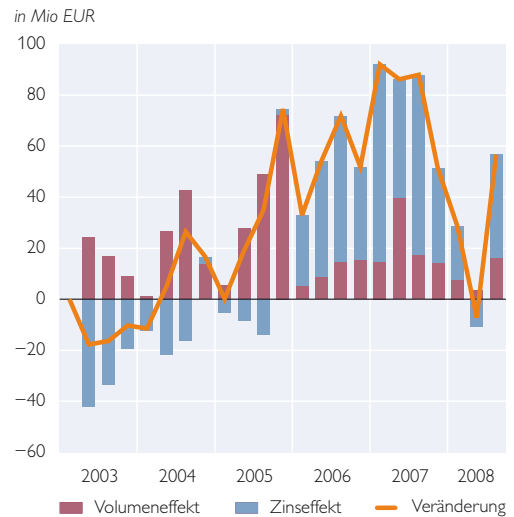
Den höheren Zinsaufwendungen stehen auch gestiegene Zinseinnahmen des Haushaltssektors gegenüber. Diese waren im dritten Quartal 2008 um 24 % höher als ein Jahr davor. Dieser Anstieg war zu etwa 84 % auf die gestiegenen Zinsen und zu etwa 16 % auf die Zunahme der Einlagen zurückzuführen. Nicht enthalten sind hier die Zinserträge aus festverzinslichen Wertpapieren (direkt gehalten und indirekt via Investmentfonds, Lebensversicherungen etc.). Per Saldo dürfte der Haushaltssektor angesichts seiner Nettogläubigerposition positive Nettozinseinkünfte aufweisen.

Zinsaufwand für Privatkredite

Zinsaufwand für Privatkredite



Veränderung des Zinsaufwands



Quelle: OeNB.

Fremdwährungskredite durch Krise stark getroffen

Von der aktuellen Finanzmarktkrise sind auch die Fremdwährungskredite des Haushaltssektors massiv betroffen. Der Anteil der Fremdwährungskredite an den inländischen Ausleihungen des Haushaltssektors war per drittem Quartal 2008 mit rund 30% um 2,5 Prozentpunkte höher als Ende 2007. In diesem Anstieg reflektierten sich im Wesentlichen Wechselkursbewegungen. Der Schweizer Franken hatte einen Anteil von etwa 95% an dem Volumen der Fremdwährungskredite der Haushalte, auf den japanischen Yen entfielen 4%.

Die Finanzmarkturbulenzen beeinflussten die mit den Fremdwährungskrediten verbundenen Risiken in zweierlei Richtung. Zum einen wurde heuer das mit den Fremdwährungskrediten einhergehende Wechselkursrisiko schlagend: Aufgrund der Aufwertung des Schweizer Franken entstanden im ersten Quartal 2008 (buchmäßige) Bewertungsverluste im

Ausmaß von über 5,6% des Fremdwährungskreditvolumens. Im zweiten Quartal 2008 konnte zwar der Haushaltssektor wieder Bewertungsgewinne von rund 2,8% verbuchen, schließlich entstanden jedoch im dritten Quartal 2008 erneut Bewertungsverluste von etwa 1,6%.

Zum anderen traf die Krise die zur Rückzahlung von Fremdwährungskrediten angesparten Tilgungsträger. Abhängig vom Aktienanteil in den jeweiligen Tilgungsträgern war die Performance der Lebensversicherungen und Investmentfonds, die als Tilgungsträger dienen, infolge der Kursverluste auf den Aktienmärkten negativ. Eine weitere Determinante ist die jährliche Wertsteigerungsrate, die bei Abschluss des Fremdwährungskredits für den Tilgungsträger angenommen wurde. Je höher dieser Faktor, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass in den letzten Jahren erzielte Gewinne zur Kompensation der aktuellen Verluste nicht ausreichen.

Mitte 2008 waren rund zwei Drittel der Fremdwährungskredite (gemessen am Volumen der Kredite) mit Tilgungsträgern unterlegt. Auch wenn die meisten der Fremdwährungskredite lange Laufzeiten haben (80% der Fremdwährungskredite mit Tilgungsträger hatten Mitte 2008 eine Restlaufzeit von 10 Jahren oder mehr, rund ein

Drittel sogar mehr als 20 Jahre), hatte diese Entwicklung unmittelbare Auswirkungen, da die aus den Kursverlusten resultierenden Unterdeckungen vielfach Nachzahlungen, höhere monatliche Einzahlungen oder eine Verlängerung der Laufzeit notwendig machen dürften.

Kasten 1

Erhebung des Eurosystems zu Finanzen und zum Konsum privater Haushalte (HFCS¹)

Das Eurosystem plant in den nächsten Jahren auf regelmäßiger Basis – wenigstens alle drei Jahre – eine weitreichende Datenerhebung zu Finanzen und zu Ausgaben privater Haushalte durchzuführen. Das Projekt soll dezentral und teilweise in Zusammenarbeit mit den nationalen statistischen Instituten durchgeführt werden.

Solche Informationen gab es bislang nicht, und ökonomische Forscher waren vielfach auf makroökonomische Daten (GFR) und/oder nationale Erhebungen mit eingeschränktem Schwerpunkt (EU-SILC², Konsumerhebung) angewiesen.

Der HFCS wird nun neben dem SCF in den USA eine der wenigen Erhebungen weltweit sein, die Einkommens-, Ausgaben-, Vermögens- und Verschuldungsdaten zusammen darbieten. Damit wird eine Vielzahl wichtiger Forschungsfragen zu beantworten sein. Insbesondere werden die Ergebnisse aus einer Notenbankperspektive auf Finanzmarktstabilität wichtig sein. Im Folgenden sind dazu zwei Beispiele angeführt:

- Welche Risiken birgt die stark angestiegene Verschuldung der privaten Haushalte? Im Ländervergleich gibt es im Euroraum große Unterschiede. Mit harmonisierten Daten wird ein internationaler Vergleich möglich sein, der die Determinanten und Konsequenzen von Verschuldung bzw. den Einfluss von Institutionen erkennbar macht.
- Welche Vermögenseffekte ergeben sich auf den Konsum? Private Haushalte reagieren jedenfalls stärker auf Vermögensverluste als auf -gewinne. Immobilienvermögenseffekte sind stärker als jene beim Finanzvermögen. Vermögenseffekte unterscheiden sich aber zudem beträchtlich nach Haushaltskategorien und dies impliziert unterschiedliche Transmissionskanäle.

Die OeNB plant die Durchführung des österreichischen Survey im Herbst 2009 in enger Kooperation mit der Deutschen Bundesbank. Als Überblick zu den **Herausforderungen der Vermögensforschung im Euroraum** wird im Heft Statistiken Q4/08 ein Beitrag von Pirmin Fessler, Peter Mooslechner und Martin Schürz erscheinen.

¹ HFCS: Household Finance and Consumption Survey.

² SILC: Statistics on Income and Living Conditions.

Fazit: Verschlechterung der Risikoposition des Haushaltssektors im Jahr 2008

Infolge der Finanzmarktkrise hat sich die Position des Haushaltssektors seit Mitte 2007 merklich verschlechtert. Aktivseitig führten die Kursrückgänge zu hohen Bewertungsverlusten im Geld-

vermögen des Haushaltssektors, die sich auch negativ auf die kapitalgedeckte Pensionsvorsorge und auf die Tilgungsträger, die zur Rückzahlung von endfälligen Krediten vor allem in Fremdwährung angespart werden, auswirkten. Der Haushaltssektor reagierte mit Umschichtungen seines Portfolios von Ka-

pitalmarktinstrumenten zu Einlagen. Bei der Pensionsvorsorge und bei Tilgungsträgern für Fremdwährungskredite sind kurzfristige Umschichtungen schwerer möglich.

Passivseitig hat die Finanzmarktkrise die Kreditkonditionen leicht ansteigen lassen. Auch wenn die Neuverschuldung des Haushaltssektors im internationalen Vergleich relativ gering ist, so weist sie doch einige Risikomerkmale auf, wie den hohen Anteil

variabel verzinsten Kredite, der sich rasch in einem höheren Zinsaufwand widerspiegelt, und die hohen Währungsrisiken (abgesehen von den Tilgungsträgerrisiken der Fremdwährungskredite).

Schließlich dürfte die Konjunkturabschwächung die Einkommensentwicklung des Haushaltssektors dämpfen und die Sparquote angesichts der hohen Unsicherheiten ansteigen.