



STRUKTUR UND RISIKEN  
VON FREMDWÄHRUNGS-  
KREDITEN IN ÖSTERREICH

MICHAEL BOSS

OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

WIEN, IM APRIL 2003

# **Struktur und Risiken von Fremdwährungskrediten in Österreich**

Michael Boss\*

Oesterreichische Nationalbank  
Abteilung für Finanzmarktanalyse

April, 2003

## **Zusammenfassung**

Finanzierungen in Schweizer Franken und in japanischen Yen haben in Österreich in den letzten Jahren sowohl für die privaten Haushalte als auch für die Unternehmen große Bedeutung erlangt. Ziel dieser Studie ist es, diese Entwicklung unter dem Aspekt der mit den Fremdwährungskrediten verbundenen Risiken zu analysieren. Nach einer Darstellung der Entwicklung und Struktur der Fremdwährungskredite in Österreich werden die mit Fremdwährungskrediten einhergehenden Risiken eingehend beleuchtet. Dabei werden einerseits die Risiken, die die Fremdwährungskreditnehmer tragen, anhand von Beispielen beschrieben. Insbesondere wird in diesem Zusammenhang gezeigt, dass es sich bei Fremdwährungskrediten um eine besondere Form der Währungsspekulation handelt, die mit einer Reihe zusätzlicher Risiken behaftet ist. Andererseits werden aber auch die Risiken, die im Zusammenhang mit Fremdwährungskrediten für die Banken entstehen, dargestellt und primär unter dem Aspekt der Finanzmarktstabilität diskutiert. Dabei zeigt sich, dass insbesondere das mit Fremdwährungskrediten einhergehende Klumpenrisiko ein durchaus beträchtliches Risikopotenzial zumindest für die regionale Bankenstabilität in den westlichen Bundesländern birgt, in denen es eine beträchtliche Zahl von Banken gibt, die einen besonders hohen Anteil von Fremdwährungskrediten an ihrem gesamten Kreditvolumen aufweisen.

---

\* Ich möchte mich an dieser Stelle bei Gerald Krenn, Franz Pauer, Konrad Pesendorfer, Vanessa Redak, Walter Waschiczek und Michael Würz für wertvolle Anmerkungen und anregende Diskussionen bedanken. Mein besonderer Dank gilt aber Rudolf Mallek, der an Teilen der Arbeit mitgearbeitet hat. Darüber hinaus hat er durch sein reichhaltiges Wissen aus der Praxis des Bankengeschäfts wesentlich zum Gelingen der vorliegenden Arbeit beigetragen.

# 1 Einleitung

Seit Mitte der Neunzigerjahre haben Fremdwährungskredite in Österreich als Finanzierungsform für Unternehmen und private Haushalte zunehmend an Bedeutung gewonnen. Während sich der Anteil der Fremdwährungskredite am insgesamt ausstehenden Volumen der Unternehmenskredite seit Anfang des Jahres 2001 bei knapp einem Fünftel stabilisiert hat, gewinnen Finanzierungen in Fremdwährungen für die privaten Haushalte weiter an Bedeutung. Anfang des Jahres 2003 lautet bereits ein Viertel aller ausstehenden Forderungen an die privaten Haushalte auf Schweizer Franken (CHF) oder japanische Yen (JPY), wobei im vergangenen Jahr mehr als die Hälfte aller neuen Kredite in Fremdwährung vergeben wurden. Ein wesentlicher Teil dieser Kredite steht in Zusammenhang mit der Beschaffung und dem Erhalt von Wohnraum. Insgesamt gibt es Anfang des Jahres 2003 rund 300.000 Fremdwährungskredite, wobei ein Großteil auf private Haushalte sowie kleine und mittlere Unternehmen entfallen dürfte. Regional betrachtet ist ein deutliches West-Ost-Gefälle festzustellen. In Tirol liegt der Anteil von Fremdwährungskrediten am Gesamtvolumen der Forderungen an private Haushalte bereits über 50%, in Vorarlberg sogar über 60%. In diesen Bundesländern gibt es kleine bis mittlere Regionalbanken, die einen Fremdwährungsanteil von über 60% des gesamten ausstehenden Kreditvolumens bzw. bis zu 50% der Bilanzsumme aufweisen.

Die Finanzierungsform der Fremdwährungskredite in Österreich ist in diesem Ausmaß ein innerhalb der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) einzigartiges Phänomen. Der Anteil Österreichs am gesamten Kreditvolumen der WWU beträgt rund 3,2%. Der entsprechende Anteil an Krediten in CHF allerdings ein gutes Drittel, jener in JPY sogar fast die Hälfte<sup>1</sup>. Der Anreiz für eine Verschuldung in Fremdwährung liegt vorwiegend in den gegenüber einer Euro-Finanzierung günstigeren Zinssätzen. Die Entwicklung der Volumina in den einzelnen Währungen variiert im Zeitablauf in Abhängigkeit von Wechselkurs- und Zinsentwicklungen bzw. entsprechenden günstigen Einstiegsszenarien. Während in den letzten Jahren Finanzierungen in JPY stark zunahm, geht der Trend aktuell wieder in Richtung einer Verschuldung in CHF.

Angesichts der Bedeutung, die diese Finanzierungsform in Österreich – insbesondere im Bereich der privaten Haushalte – erlangt hat, erscheint es notwendig, deren wesentliche Merkmale darzustellen und auf die damit verbundenen Risiken hinzuweisen. In dieser Studie soll erläutert werden, warum Fremdwährungsfinanzierungen unter Berücksichtigung der damit verbundenen Risiken in vielen Fällen nicht kostengünstiger sind als Euro-Kredite, sondern vielmehr eine besondere Form der Währungsspekulation darstellen, die zusätzlich mit Zinsrisiken behaftet ist. Im Fall der vielfach verwendeten Tilgungsträgermodelle<sup>2</sup>, kommen weitere – je nach Wahl des Tilgungsträgers zum Teil beträchtliche – Risiken hinzu, die unter dem Begriff Tilgungsträgerrisiko zusammengefasst werden. Deshalb handelt es sich bei Fremdwährungskrediten letztlich

---

<sup>1</sup> Die jeweiligen Anteile wurden ohne Berücksichtigung von Luxemburg und Griechenland errechnet. Im Detail siehe Fußnote 14.

<sup>2</sup> Das sind endfällige Fremdwährungskredite, bei denen die Kapitalrückzahlung während der Laufzeit in Form eines so genannten Tilgungsträgers (Lebensversicherung, Investmentfonds etc.) angespart wird. Im Detail siehe dazu Abschnitt 3.

um Spekulationsgeschäfte mit durchaus hohen Gewinn- aber ebenso hohen Verlustchancen. Ziel dieser Studie ist es, die mit den Fremdwährungskrediten verbundenen Risiken aufzuzeigen und zu einer entsprechenden Bewusstseinsbildung beizutragen.

Dabei soll aufgezeigt werden, dass Fremdwährungsfinanzierungen nicht nur für den Kreditnehmer, sondern auch für die Banken mit einer Reihe von Risiken behaftet sind. Zwar entstehen bei einer währungs- und fristenkongruenten Refinanzierung in der Bankbilanz weder ein Wechselkurs- noch ein Zinsänderungsrisiko, allerdings sind Fremdwährungskredite auf Grund der vielfältigen Risiken, die die Kreditnehmer tragen, für die Kreditinstitute mit einem erhöhten Ausfallrisiko verbunden. Da die Ausfallwahrscheinlichkeit aller Kreditnehmer gleichermaßen von Wechselkurs- und Zinsentwicklungen sowie bei ähnlichen oder gleichen Tilgungsträgern zusätzlich von deren Wertentwicklung abhängt, besteht für Banken mit besonders hohem Fremdwährungskreditanteil zudem ein Klumpenrisiko in Bezug auf das erhöhte Ausfallrisiko. Selbst wenn die Fremdwährungskredite ausreichend besichert sind, bleibt zumindest hinsichtlich der Verwertung der Sicherheiten ein Klumpenrisiko bestehen, da diese insbesondere bei privaten Kreditnehmern eine gewisse Homogenität aufweisen dürften. Darüber hinaus tragen die Banken das Risiko steigender Refinanzierungskosten, da der Aufschlag auf den Geldmarktzinssatz in der entsprechenden Fremdwährung, der dem Kunden verrechnet wird, zumeist vertraglich fixiert ist. Steigende Refinanzierungskosten (z. B. in Folge einer Verschlechterung der Bonität) verringern deshalb die Zinsspanne der Banken und damit ihre Erträge aus den Fremdwährungskrediten. Da sich die Zinsspanne auf die jeweilige Fremdwährung bezieht, unterliegen die Erträge zudem einem Wechselkursrisiko. In manchen Fällen geht zudem ein erhöhtes operationales Risiko mit den Fremdwährungskrediten einher. Letztlich besteht für die Kreditinstitute auch ein Reputations- sowie ein Rechtsrisiko, sollten die vielfältigen Risiken der Fremdwährungskreditnehmer schlagend werden.

Insbesondere in Tirol und Vorarlberg gibt es eine Reihe kleiner und mittlerer Regionalbanken, bei denen zum Teil mehr als die Hälfte aller ausstehenden Forderungen auf Fremdwährungen lautet. Für diese Kreditinstitute könnte das genannte Klumpenrisiko im Falle einer Realisierung durchaus stabilitätsgefährdende Auswirkungen haben. Eine Destabilisierung mehrerer Banken in diesen Bundesländern brächte zumindest eine Gefährdung der regionalen Bankenstabilität mit sich. Allerdings könnten sich auch für das gesamte österreichische Bankensystem entsprechende negative Auswirkungen ergeben, da es sich bei diesen Banken in erster Linie um Kreditinstitute handelt, die in einem Sektorverbund stehen. Einerseits ist innerhalb des Sektorverbunds eine gewisse Risikostreuung hinsichtlich des Klumpenrisikos gegeben, wodurch das Risikopotenzial für die gesamte Finanzmarktstabilität gemindert wird. Andererseits könnten sich innerhalb eines Sektors auch Ansteckungseffekte ergeben, und somit besteht im Zusammenhang mit dem Klumpenrisiko auch ein gewisses Gefährdungspotenzial für die Stabilität des gesamten Bankensystems. Neben dem Klumpenrisiko birgt auch das Risiko steigender Refinanzierungskosten, das im Falle einer Realisierung zu Ertragseinbußen führt, ein systemisches Element in sich, wenngleich in diesem Fall eine weit geringere Realisierungswahrscheinlichkeit angenommen werden kann. Jedenfalls erscheint eine

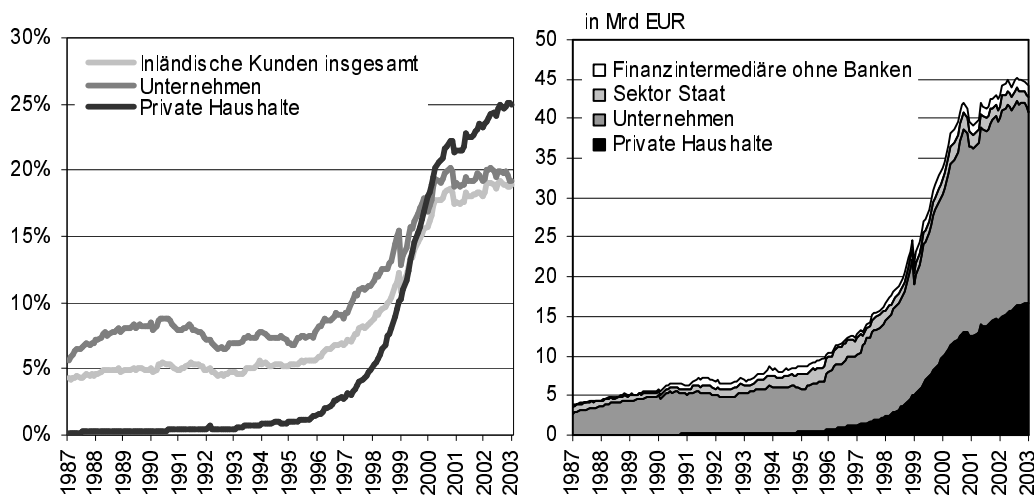
weitere Ausweitung der Fremdwährungskredite aus Sicht der Finanzmarktstabilität auf Grund der damit verbundenen systemischen Risiken nicht wünschenswert.

Die vorliegende Studie gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 werden die Entwicklung und die Struktur der Fremdwährungskredite seit Mitte der Neunzigerjahre dargestellt. In Abschnitt 3 werden die typische Ausgestaltung, der in Österreich angebotenen Fremdwährungskredite, und die mit ihnen verbundenen Kosten beschrieben. Abschnitt 4 beschreibt die mit Fremdwährungsfinanzierungen verbundenen Risiken, wobei zunächst die von den Kreditnehmern zu tragenden Risiken anhand von Beispielen und in der Folge jene der Banken im Detail beschrieben werden. Der letzte Abschnitt enthält Schlussfolgerungen, die sich insbesondere aus Sicht der Finanzmarktstabilität ergeben.

## 2 Entwicklung und Struktur der Fremdwährungskredite in Österreich

Bis Mitte der Neunzigerjahre lag der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten ausstehenden Volumen der Forderungen österreichischer Kreditinstitute an inländische Kunden relativ konstant bei rund 5%, wobei Finanzierungen in Fremdwährungen fast ausschließlich von Unternehmen in Anspruch genommen wurden und in erster Linie im Zusammenhang mit entsprechenden Außenhandelstransaktionen gestanden sein dürften.

Grafik 1: Fremdwährungsanteil und Volumen in Fremdwährung der ausstehenden Kredite an inländische Kunden



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Als Fremdwährungen gelten bis Ende 1998 alle Währungen außer dem österreichischen Schilling (ATS), danach alle außer dem Euro (EUR). Bis Ende 1998 werden im Fremdwährungsanteil also auch Forderungen in jenen Währungen berücksichtigt, die mit Start der WWU im EUR aufgegangen sind, weshalb der Fremdwährungsanteil bei den meisten Kreditnehmergruppen von 1998 auf 1999 sprunghaft zurückgeht. Die Kreditnehmergruppe „Inländische Kunden insgesamt“ in der linken Grafik bezieht sich auf die Summe aller Kreditnehmergruppen aus der rechten Grafik. Der Sektor Staat enthält Kredite an den Staat, die Länder, Gemeinden und andere öffentliche Institutionen. Auf Grund unterschiedlicher Meldebestimmungen sind in der Kategorie „Finanzintermediäre ohne Banken“ bis Dezember 1995 auch andere Kreditnehmergruppen enthalten.

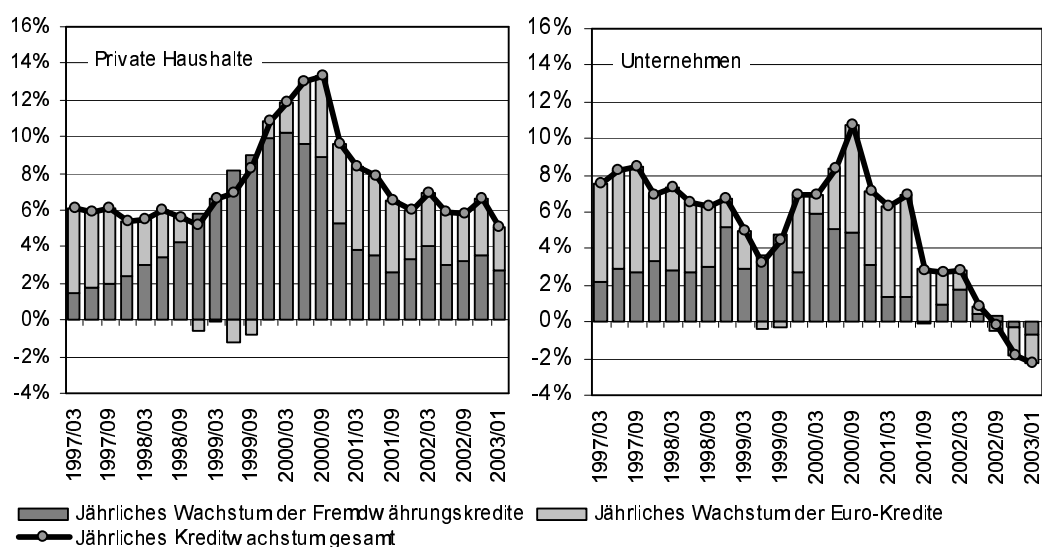
Wie aus Grafik 1 ersichtlich ist, gewinnen Fremdwährungsfinanzierungen etwa ab dem Jahr 1995 sowohl für die Unternehmen als auch für private Haushalte zunehmend an Bedeutung, wobei zunächst vorwiegend Kredite in CHF, später auch in JPY

aufgenommen wurden.<sup>3</sup> In der Folge nimmt der Fremdwährungskreditanteil sowohl bei den Unternehmen als auch bei den privaten Haushalten mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14% (Unternehmen) bzw. 55% (private Haushalte) rapide zu. Grundsätzlich ist bei der Entwicklung der Volumina der ausstehenden Fremdwährungskredite zu berücksichtigen, dass sich diese nicht nur auf Grund des Kreditwachstums, sondern auch infolge von Wechselkurschwankungen in den entsprechenden Fremdwährungen ändern können.

### Stabilisierung der Fremdwährungskredite im Unternehmenssektor

Bis zum dritten Quartal 2000 steigt der Fremdwährungskreditanteil bei den Unternehmen auf knapp über 20%, wobei in einzelnen Quartalen mehr als 100% des jährlichen Kreditwachstums auf Fremdwährungsfinanzierungen zurückzuführen war (siehe Grafik 2). In der aggregierten Betrachtung kam es in diesen Perioden also zu einer Umschichtung von Euro-Krediten in Fremdwährungsfinanzierungen. In der Folge stagniert der Fremdwährungskreditanteil der Unternehmen auf bzw. knapp unter dem Niveau von 20%. Im Jänner 2003 betrug er 19,1%, was einem ausstehenden Volumen von 24,3 Mrd EUR entspricht (siehe Grafik 1). Seit dem vierten Quartal 2002 ist das Volumen der Fremdwährungskredite im Unternehmenssektor sogar leicht rückläufig, was jedoch auf das konjunkturell bedingte negative Wachstum der gesamten Unternehmenskredite zurückzuführen ist.

Grafik 2: Wachstum der Fremdwährungs- und Euro-Kredite



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Siehe Anmerkungen zu Grafik 1.

<sup>3</sup> Siehe dazu Grafik 5, die auf der EZB-Monetärstatistik (EZB-Monstat) beruht und erst ab 1998 verfügbar ist. Eine Aufgliederung der ausstehenden Fremdwährungskredite nach Währungen ist auf Basis des Monatsausweises der österreichischen Kreditinstitute (MAUS) nicht möglich. Die EZB-Monstat erlaubt allerdings keine Aufgliederung der Fremdwährungskredite nach Währungen und Kreditnehmergruppen. Bezüglich der Vergleichbarkeit von MAUS und EZB-Monstat siehe Anmerkungen zu Grafik 5.

## **Fremdwährungskredite gewinnen weiter an Bedeutung für private Haushalte**

Bei den privaten Haushalten hält die Wachstumsdynamik seit Mitte der Neunzigerjahre unverändert an. Zwar ist das Wachstum des Fremdwährungskreditanteils seit 1999, als der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten jährlichen Kreditwachstum in einzelnen Quartale wie bei den Unternehmen über 100% lag, auch im Sektor der privaten Haushalte zurückgegangen. Allerdings liegt der Fremdwährungskreditanteil am gesamten jährlichen Kreditwachstum der privaten Haushalte auch während des Jahres 2002 und im Jänner 2003 deutlich über 50%. Das bedeutet, dass derzeit netto mehr Kredite an private Haushalte in Fremdwährung als in EUR vergeben werden.

Im Jänner 2003 betrug der Fremdwährungsanteil an den insgesamt ausstehenden Forderungen an private Haushalte bereits 25%, was einem ausstehenden Volumen von 16,6 Mrd EUR entspricht. Insgesamt belaufen sich die Forderungen der österreichischen Kreditinstitute an inländische Kunden im Jänner 2003 gemäß Grafik 1 auf 44,2 Mrd EUR (knapp 19% des Gesamtvolumens), wobei abgesehen von den bereits erwähnten Sektoren 1,5 Mrd EUR auf die Finanzintermediäre ohne Banken und 1,8 Mrd EUR auf den Sektor Staat entfallen.

## **Fremdwährungskreditanteil bei der Bundesschuld liegt Ende 2002 bei rund 13%**

Hinsichtlich des Fremdwährungsvolumens des staatlichen Sektors muss angemerkt werden, dass in Grafik 1 nur Direktkredite, also keine in Fremdwährung denominierten Schuldverschreibungen beispielsweise des Bundes berücksichtigt werden. Unter Berücksichtigung der titrierten Kredite beläuft sich der Fremdwährungsanteil des Bundes zum Jahresultimo 2002 auf rund 13% der Gesamtschuld bzw. knapp 16 Mrd EUR.<sup>4</sup> Die mit einem Fremdwährungskreditanteil dieser Größenordnung einhergehenden Risiken wären durchaus auch für private Haushalte oder für Unternehmen vertretbar. Bei einem Vergleich der Fremdwährungsfinanzierungen des privaten Sektors mit jenen des Bundes muss allerdings bedacht werden, dass letzterer die Möglichkeit besitzt, seine Schuld über mehrere Währungen zu diversifizieren und somit das Wechselkursrisiko zu minimieren. Diese Möglichkeit steht dem privaten Kreditnehmer in der Regel nicht offen.<sup>5</sup> An dieser Stelle sei allerdings darauf hingewiesen, dass der Anteil der Fremdwährungskredite an den ausstehenden Forderungen der österreichischen Kreditinstitute an die Gemeinden seit Anfang 2000 von rund 2% auf 10% (entspricht 1,3 Mrd EUR) im Jänner 2003 angestiegen ist. Man kann davon ausgehen, dass dieser Anstieg weniger auf eine gleichmäßige Erhöhung der Fremdwährungsfinanzierungen bei allen Gemeinden, sondern eher auf einzelne Gemeinden zurückzuführen ist, bei denen Fremdwährungskredite einen sehr großen Anteil ihrer Gesamtschuld ausmachen.

## **Bereits 300.000 Fremdwährungskredite in Österreich**

Fast noch deutlicher als am ausstehenden Volumen, lässt sich die zunehmende Bedeutung der Fremdwährungsfinanzierung an der Anzahl der ausstehenden Fremdwährungskredite

---

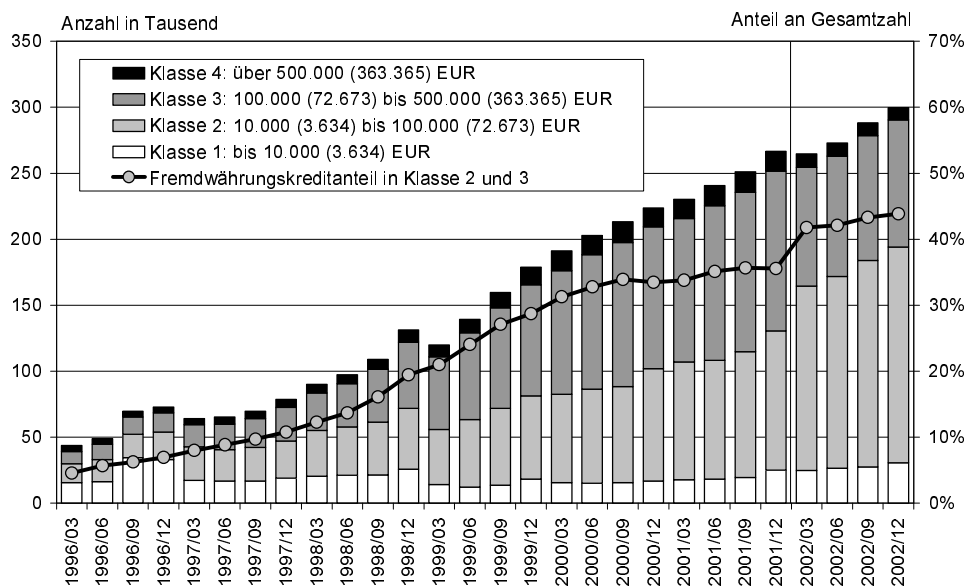
<sup>4</sup> Gemäß Österreichischer Bundesfinanzierungsagentur (ÖBFA).

<sup>5</sup> Zur Fremdwährungsfinanzierung der öffentlichen Hand siehe beispielsweise Brandner (1996) oder Hauth und Kocher (2001).

erkennen. Diese hat sich von knapp 50.000 Anfang 1996 bis zum vierten Quartal 2002 auf fast 300.000 versechsfacht (siehe Grafik 3), wobei allein seit dem dritten Quartal 2001 50.000 Fremdwährungskredite hinzugekommen sind

Aus meldetechnischen Gründen ist es nicht möglich, die Anzahl der Fremdwährungskredite nach Kreditnehmergruppen zu trennen, weshalb in dieser Zahl auch Fremdwährungskredite an ausländische Kreditnehmer sowie an alle inländischen Kreditnehmergruppen<sup>6</sup> enthalten sind. Geht man davon aus, dass ausländische Kreditnehmer sowie die öffentliche Hand und die Finanzintermediäre ohne Banken tendenziell größere Kreditvolumina aufnehmen, so kann man annehmen, dass der überwiegende Teil der Kredite mit einem Volumen zwischen 10.000 EUR und 500.000 EUR (Klasse 2 und 3 in Grafik 3) auf kleine und mittlere Unternehmen sowie private Haushalte zurückzuführen ist. Zum Jahresende 2002 waren rund 260.000 Kredite dieser Größenordnung ausständig. Das sind fast 45% aller Kredite dieser beiden Kategorien. Bei den Krediten mit einem Volumen von weniger als 10.000 EUR (Klasse 1) dürfte es sich im Allgemeinen nicht um Fremdwährungskredite im eigentlichen Sinn handeln, sondern eher um Konten, die in Fremdwährung geführt werden und einen negativen Saldo (Überziehungsrahmen) aufweisen. Jedenfalls liegt die Zahl der „Kredite“ in dieser Klasse seit Ende 1996 relativ konstant zwischen 20.000 und 30.000.<sup>7</sup>

**Grafik 3: Anzahl der Fremdwährungskredite**



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Mit der Bargeldeinführung des EUR Anfang des Jahres 2002 wurde eine neue Klasseneinteilung für die Meldung der Anzahl der Kredite nach Kredithöhe eingeführt, die nur bedingt mit der alten Klasseneinteilung vergleichbar ist. Die in Klammer angegebenen Werte beziehen sich auf die alten Ober bzw. Untergrenzen. Die teilweise markanten Änderungen zwischen 2001 und 2002 sind auf die neue Klasseneinteilung zurückzuführen. Siehe Anmerkung zu Grafik 1.

Berücksichtigt man den Umstand, dass manche Kreditnehmer mehrere Fremdwährungskredite aufgenommen haben, kann man abschätzen, dass es Ende des

<sup>6</sup> Bezüglich der inländischen Kreditnehmergruppen siehe Grafik 1 sowie die entsprechenden Anmerkungen.

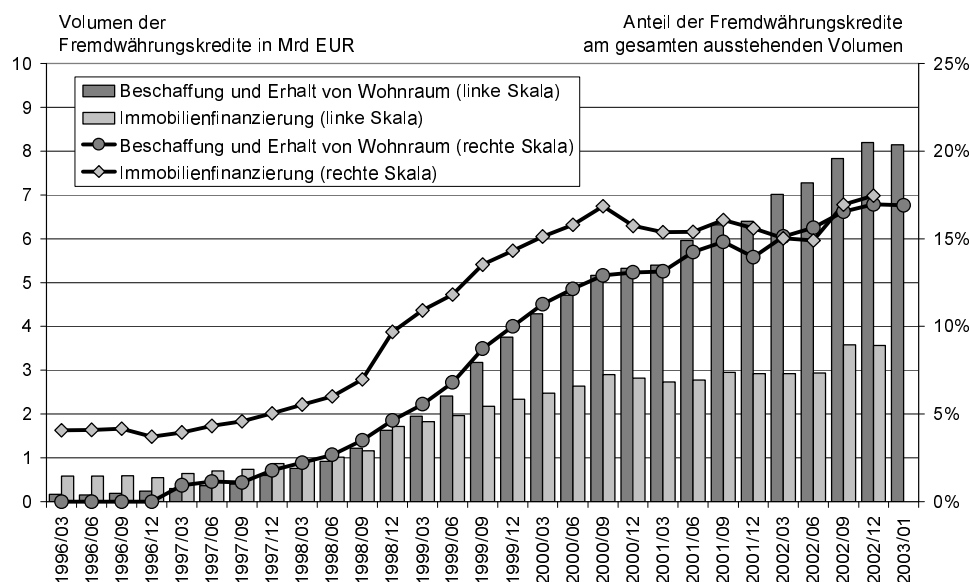
<sup>7</sup> Dabei muss allerdings bedacht werden, dass die Obergrenze dieser Klasse bis Ende 2001 nur ATS 50.000 bzw. 3.634 EUR betrug. Seither ist sehr wohl eine leicht steigende Tendenz zu beobachten, die durch tatsächliche Fremdwährungskredite mit geringem Volumen begründet sein dürfte.

Jahres 2002 rund eine Viertel Million Fremdwährungskreditnehmer gab, wobei davon rund zwei Drittel (Kredite der Klasse 2) eher den privaten Haushalten und rund ein Drittel (Kredite der Klasse 3) kleinen und mittleren Unternehmen zuzurechnen sind. Die 9.000 Großkredite über 500.000 EUR in Fremdwährung – immerhin fast 20% aller Kredite dieser Größenordnung – dürften in erster Linie auf Großunternehmen sowie die restlichen Kreditnehmergruppen entfallen.

### Private Wohnbaufinanzierung zunehmend in Fremdwährung

Ein wesentlicher Teil der Fremdwährungskredite an private Haushalte steht in Zusammenhang mit der Beschaffung und dem Erhalt von Wohnraum. Die entsprechende Meldeposition kann zwar nicht nach unterschiedlichen Kreditnehmergruppen differenziert werden, man kann aber annehmen, dass Kredite dieser Kategorie fast ausschließlich von privaten Haushalten aufgenommen werden.

Grafik 4: Entwicklung der Fremdwährungskredite in der Wohnbaufinanzierung



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Die Meldeposition „Beschaffung und Erhalt von Wohnraum“ bezieht sich im Wesentlichen auf die private, die Meldeposition „Immobilienfinanzierung“ auf die gewerbliche Baufinanzierung. Die Volumina für die Beschaffung und den Erhalt von Wohnraum vor November 2001 mussten aus meldetechnischen Gründen teilweise geschätzt werden. Die Meldeposition „Immobilienfinanzierung“ wird nur vierteljährlich gemeldet und ist deshalb nur bis Dezember 2002 verfügbar. Siehe Anmerkung zu Grafik 1.

Wie aus Grafik 4 ersichtlich ist, ist der Anteil der Fremdwährungskredite für die Beschaffung und den Erhalt von Wohnraum am gesamten Volumen der privaten Wohnbaukredite seit 1996 deutlich angestiegen und liegt im Jänner 2003 bei knapp 17%, was einem ausstehenden Volumen von 8,1 Mrd EUR entspricht. Der Anteil der Fremdwährungskredite am jährlichen Wachstum der ausstehenden privaten Wohnbaukredite in Fremdwährung lag in diesem Monat allerdings bei fast 65%. In der Gesamtbetrachtung der privaten Wohnbaufinanzierung wurden in dieser Periode also – ebenso wie bei den privaten Haushalten insgesamt – mehr Kredite in Fremdwährung als in Euro vergeben. Im Bereich der privaten Haushalte und bei der Finanzierung der Beschaffung und des Erhalts von Wohnraum hält die Wachstumsdynamik der Fremdwährungskredite also auch Anfang des Jahres 2003 unvermindert an. Allerdings

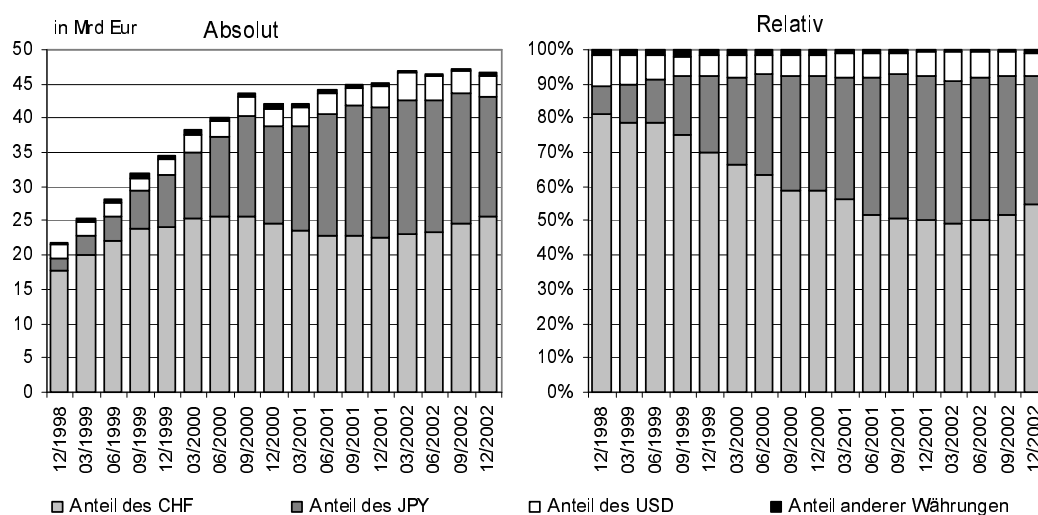
dürfte ein guter Teil der Fremdwährungskredite an private Haushalte auf Konsumkredite zurückzuführen sein, da der Anteil der Fremdwährungskredite an die privaten Haushalte insgesamt um einige Prozentpunkte höher liegt als der entsprechende Anteil an den Krediten für die Beschaffung und den Erhalt von Wohnraum.

Bei der Immobilienfinanzierung, die im Wesentlichen auf die gewerbliche Baufinanzierung zurückzuführen ist, zeigt sich ein ähnliches Bild, wie bei den Unternehmenskrediten im Allgemeinen. Nachdem der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten Volumen der Immobilienfinanzierung seit Mitte der Neunzigerjahre bis zum Jahr 2000 deutlich angestiegen ist, hat er sich in der Folge stabilisiert bzw. war sogar leicht rückläufig. In den letzten drei Quartalen ist er zwar wieder um rund 2,5 Prozentpunkte gestiegen und lag zum Jahresende 2002 bei 17,5%, was einem ausstehenden Volumen von 3,6 Mrd EUR entspricht. Der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten Wachstum der Immobilienfinanzierung lag während der letzten zwei Jahre allerdings stets deutlich unter 50%.

### Kredite im CHF wieder im Aufwind

Wie eingangs erwähnt, werden Fremdwährungskredite in erster Linie in CHF und JPY aufgenommen. Ausleihungen in CHF stellen Ende 2002 mit 55% bzw. 25,7 Mrd EUR den Großteil der ausstehenden Fremdwährungskredite, gefolgt von Krediten in JPY mit einem Anteil von 37% bzw. 17,4 Mrd EUR. Die Entwicklung der Volumina in den einzelnen Währungen variiert im Zeitablauf in Abhängigkeit von Wechselkurs- und Zinsentwicklungen.

Grafik 5: Währungsstruktur der in Österreich ausstehenden Fremdwährungskredite



Quelle: OeNB, EZB-Monstat.

Anmerkung: Die dargestellten Fremdwährungskreditanteile beziehen sich auf Forderungen der österreichischen Monetären Finanzinstitute (MFI) gemäß EZB-Definition an Nicht-MFIs innerhalb des Gebiets der WWU. Da sich die Definition eines Kreditinstituts gemäß BWG von der eines MFI unterscheidet und hier auch ausländische Kreditnehmer innerhalb des Gebiets der WWU berücksichtigt werden, ist ein Vergleich mit der MAUS-Position „Forderungen der Kreditinstitute gegenüber inländischen Kunden“ nur bedingt möglich. Darüber hinaus lässt die EZB-Monstat keine Aufgliederung der Kredite nach Währungen und Kreditnehmern zu, weshalb hier Kredite an alle Kreditnehmergruppen dargestellt werden.

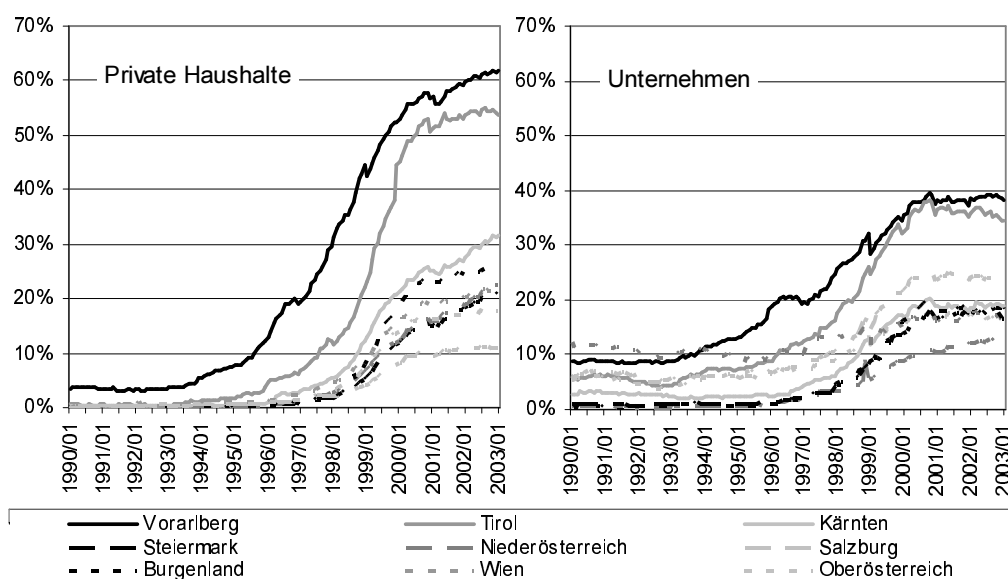
Aus Grafik 5 ist ersichtlich, dass die relative Bedeutung der Fremdwährungskredite in JPY von Mitte 1999 bis Mitte 2002 stark gestiegen ist. In diesen Jahren betrug der

Abstand der Zinsen in EUR zu jenen in JPY zeitweise über vier Prozentpunkte, während die Zinsdifferenz des EUR zum CHF nur knapp über einem Prozentpunkt lag (siehe Grafik 13). Ende der Neunzigerjahre wurden beim ausstehenden Volumen der Kredite in JPY Wachstumsraten bis zu 400% verzeichnet. Ab Mitte 2002 hat sich der Zinsvorteil im JPY jedoch deutlich verringert, während jener im CHF auf über zwei Prozentpunkte gestiegen ist. Seither ist auch wieder ein Wachstum beim Anteil der Kredite in CHF zu verzeichnen, während der Anteil der Yen-Kredite rückläufig ist. Auch in absoluten Zahlen hat das Volumen der Schweizer-Franken-Kredite Ende 2002 gegenüber dem Vorjahr um 13% zugenommen, während das Volumen der Kredite in JPY um 9% zurückgegangen ist. Dieser Rückgang der Yen-Kredite dürfte sich allerdings nicht nur auf eine verminderte Kreditvergabe begründen, sondern zum Teil auch durch die deutliche Abwertung des JPY während der vergangenen Monate begründet sein (siehe Grafik 11).

### Deutliches West-Ost-Gefälle beim Anteil der Fremdwährungskredite

Innerhalb Österreichs ist ein deutliches West-Ost-Gefälle sowohl hinsichtlich der zeitlichen Entwicklung als auch in Bezug auf die aktuelle Verbreitung von Fremdwährungsfinanzierungen zu beobachten.

**Grafik 6: Fremdwährungskreditanteil der privaten Haushalte und Unternehmen nach Bundesländern**



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Siehe Fußnote 8 sowie Anmerkungen zu Grafik 1.

Grafik 6 zeigt die Entwicklung des Fremdwährungskreditanteils für die privaten Haushalte und den Unternehmenssektor in den österreichischen Bundesländern.<sup>8</sup> Schon Anfang der Neunzigerjahre hatte Vorarlberg – sowohl bei den Unternehmenskrediten als auch bei den Krediten an private Haushalte – einen zum Teil wesentlich höheren Anteil

<sup>8</sup> Bei der Betrachtung der Entwicklung der Fremdwährungskredite nach Bundesländern ist zu beachten, dass die Meldungen der Banken grundsätzlich nach dem jeweiligen Hauptsitz erfolgen. Kreditgeschäfte, die in den Bundesländerfilialen der Wiener Großbanken abgeschlossen werden, werden deshalb dem Bundesland Wien zugerechnet. Dadurch wird das absolute Kreditvolumen in den Bundesländern tendenziell unterschätzt. Es können aber auch Verzerrungen beim Fremdwährungskreditanteil in den Bundesländern entstehen.

an Fremdwährungskrediten als fast<sup>9</sup> alle anderen Bundesländer. In Bezug auf die Unternehmenskredite liegt die Ursache hierfür in der starken wirtschaftlichen Verflechtung der Vorarlberger Unternehmen mit der Schweiz und mit Liechtenstein. Hinsichtlich der privaten Haushalte, bei denen Vorarlberg bis etwa 1995 als einziges Bundesland überhaupt einen signifikanten Fremdwährungskreditanteil hatte, dürfte dies auf die Grenzgänger zurückzuführen sein. Diese leben in Vorarlberg und arbeiten in der Schweiz oder in Liechtenstein, weshalb sie ihr Einkommen in CHF beziehen. Aus diesem Grund besteht bei einem Kredit in CHF für Grenzgänger auch kein Wechselkursrisiko. Der überdurchschnittlich hohe Anteil an Fremdwährungskrediten in Vorarlberg Anfang der Neunzigerjahre kann also durchaus ökonomisch begründet werden.<sup>10</sup>

Etwa ab dem Jahr 1994 entstand in Vorarlberg ein Trend zu Aufnahmen von Fremdwährungskrediten, der zunächst auf Tirol überging und sich gegen Ende der Neunzigerjahre zu einem regelrechten Boom ausweitete, der sich letztlich über ganz Österreich ausbreitete. In Vorarlberg betrug der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten ausstehenden Volumen der privaten Haushalte im Jänner 2003 bereits 62%, gefolgt von Tirol mit 54%. Auch der Fremdwährungsanteil an den Unternehmenskrediten ist in diesen beiden Bundesländern mit 38 bzw. 35% signifikant höher als im restlichen Österreich. In den westlichen Bundesländern werden neue Kredite zum überwiegenden Teil in Fremdwährung vergeben: Im Jänner 2003 lag der Fremdwährungsanteil beim Kreditwachstum der privaten Haushalte in Vorarlberg bei 88% (Tirol: 57%), im ersten Quartal 2002 sogar bei 117% (Tirol: 82%).

### **Marktanteile im Fremdwährungskreditgeschäft**

Als Kreditgeber der Fremdwährungskredite treten in erster Linie Sparkassen, Aktienbanken sowie Raiffeisenbanken auf, die zusammen einen Marktanteil von über 80% der ausstehenden Fremdwährungsforderungen an inländische Kunden halten (siehe Grafik 7).<sup>11</sup> Der Rest entfällt im Wesentlichen auf die Landes-Hypotheken- und Volksbanken. Die Sonderbanken vergeben kaum und die Bausparkassen überhaupt keine Fremdwährungskredite. Letztere sind gemäß Bausparkassengesetz (BSpG) zur Vermeidung von Währungsrisiken angehalten und dürfen die Euro-Einlagen der Bausparer nicht in Fremdwährungen anlegen, weshalb sie keine Fremdwährungskredite refinanzieren können.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Die Ausnahme bildet hier Wien, was darauf zurückzuführen sein dürfte, dass Unternehmen Großkredite in der Regel bei den Großbanken mit Hauptsitz in Wien aufnehmen. Dies führt dazu, dass die entsprechenden Volumina unabhängig vom Sitz des Unternehmens dem Bundesland Wien zugerechnet werden (siehe Fußnote 8).

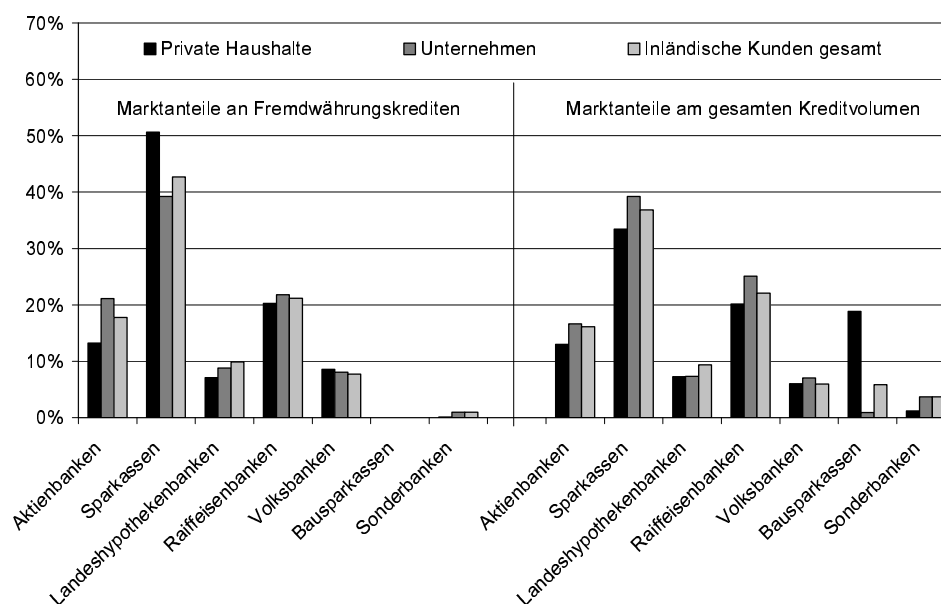
<sup>10</sup> Laut Auskunft des Arbeitmarktservices (AMS) Vorarlberg arbeiteten Ende 2001 rund 7.000 Vorarlberger als Grenzgänger in der Schweiz und mehr als 6.000 in Liechtenstein. Das entspricht rund 10% der unselbstständig Beschäftigten in Vorarlberg. Zitiert nach Waschiczek (2002).

<sup>11</sup> Beim Vergleich der im Folgenden angegebenen Marktanteile mit älteren Daten ist zu berücksichtigen, dass das entsprechende Volumen der Creditanstalt seit der endgültigen Fusion mit der Bank Austria zur BA-CA im August 2002 dem Sparkassensektor zugerechnet wird, während es zuvor dem Aktienbanksektor zugerechnet wurde. Der Marktanteil des Aktienbanksektors hat sich folglich mit dem Meldestichtag 31.8.2002 beträchtlich verringert, während jener des Sparkassensektors entsprechend gestiegen ist.

<sup>12</sup> Eine Bausparkasse hat gemäß § 9 BSpG „im Rahmen ihrer Sorgfaltspflicht Maßnahmen zu treffen, um Währungsrisiken aus ihrer Geschäftstätigkeit zu vermeiden. Insbesondere sind für Bausparverträge, die nicht in EUR abgeschlossen werden, jeweils getrennte Zuteilungsmassen zu bilden, und es ist für eine währungskongruente Verwendung der Zuteilungsmittel und der verfügbaren Gelder zu sorgen.“

Abgesehen von den Sparkassen, die über 50% der ausstehenden Fremdwährungskredite an die privaten Haushalte vergeben haben, und vom Aktienbankensektor, der einen überproportionalen Anteil an Unternehmenskrediten in Fremdwährung ausständig hat, sind die Marktanteile der Bankensektoren bei den Fremdwährungskrediten mehr oder weniger gleich auf die beiden Kreditnehmergruppen verteilt. Im Großen und Ganzen entsprechen diese Marktanteile auch jenen am gesamten Kreditgeschäft. Abgesehen von den Bausparkassen, die am gesamten Kreditgeschäft mit den privaten Haushalten einen Marktanteil von knapp 20% halten, aber keine Fremdwährungskredite vergeben, haben die Sparkassen bei den Fremdwährungskrediten an private Haushalte einen um rund 15 Prozentpunkte höheren Marktanteil als am gesamten Kreditgeschäft.

**Grafik 7: Marktanteile am Kreditgeschäft nach Sektoren im Jänner 2003**



Quelle: OeNB, MAUS.

Der Anteil der Fremdwährungskredite gemessen an der Sektorbilanzsumme liegt in den einzelnen Sektoren zwischen 7 und 11%. Betrachtet man jedoch die einzelnen Kreditinstitute, so sind im Jänner 2003 Fremdwährungskreditvolumina bis zu 72% des Gesamtkreditvolumens, 48% der Bilanzsumme bzw. fast 750% des anrechenbaren Eigenkapitals festzustellen.<sup>13</sup>

### Österreich im europäischen Vergleich führend bei Fremdwährungskrediten

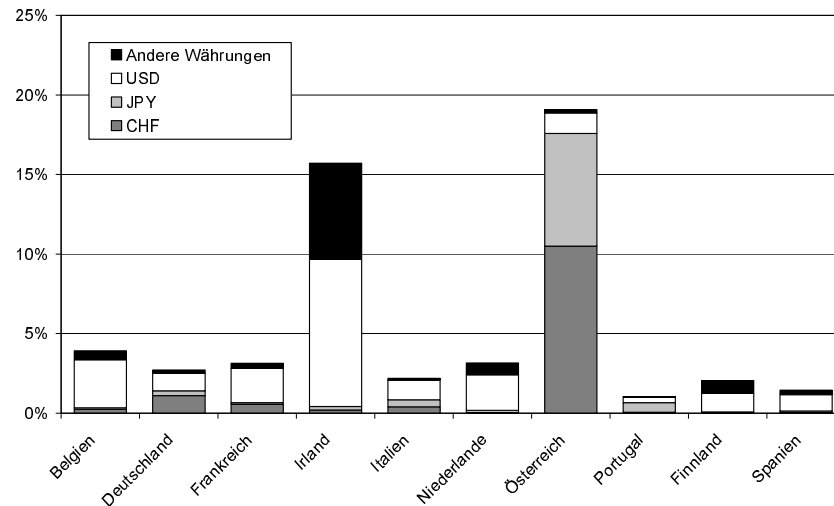
Im Vergleich mit anderen Ländern der WWU nimmt Österreich hinsichtlich seines hohen Fremdwährungskreditanteils eine Sonderstellung ein. Mit Ausnahme Österreichs und Irlands liegt der Fremdwährungskreditanteil in allen anderen Ländern der WWU unter 5%<sup>14</sup> (siehe Grafik 8). Im Falle Irlands handelt es sich dabei vorwiegend um

<sup>13</sup> Bezüglich einer detaillierten Darstellung der Fremdwährungskreditanteile auf Einzelbankebene siehe die Ausführungen zu den Risiken der Banken sowie Grafik 18 und Grafik 19 in Abschnitt 4.

<sup>14</sup> Alle Angaben sowie Grafik 8 und Grafik 9 beziehen sich auf das gesamte in der WWU vergebene Kreditvolumen an Nicht-MFIs ohne Luxemburg und Griechenland. Luxemburg wurde nicht berücksichtigt, da es sich bei den dort ausstehenden Fremdwährungskrediten zu einem großen Teil um Kredite an die Kreditnehmergruppe Nicht-Banken Finanzintermediäre (insbesondere Finanzdienstleistungsunternehmen) handeln dürfte. Für Griechenland sind keine Daten verfügbar.

Fremdwährungskredite in US-Dollar (USD) und in Pfund Sterling (GBP). Auf Grund der engen wirtschaftlichen Verflechtung Irlands mit den USA und dem Vereinigten Königreich erscheint der im europäischen Vergleich überdurchschnittlich hohe Anteil an Krediten in diesen Währungen ökonomisch begründet.

**Grafik 8: Fremdwährungskreditanteile im europäischen Vergleich im Dezember 2002**

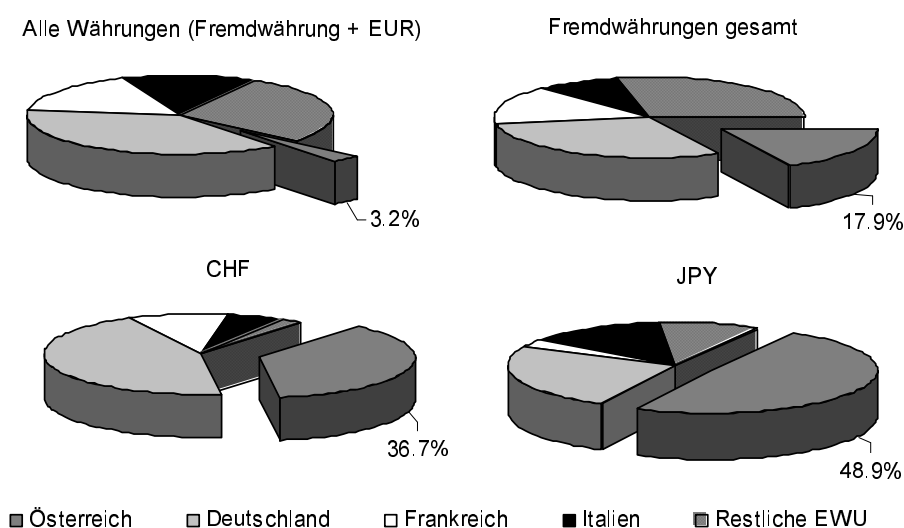


Quelle: OeNB, EZB-Monstat.

Anmerkung: Siehe Anmerkungen zu Grafik 5. Ohne Luxemburg und Griechenland (siehe Fußnote 14).

Grafik 9 macht die Sonderstellung Österreichs im europäischen Vergleich noch deutlicher. Im Dezember 2002 beträgt der Anteil Österreichs am gesamten Kreditvolumen der WWU lediglich 3,2%, der entsprechende Anteil an den Krediten in CHF liegt allerdings bei 36,7%. Somit hat Österreich in der WWU nach Deutschland (knapp 45%) den zweitgrößten Anteil an den Krediten in dieser Währung. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass Deutschland mit rund 37% auch den größten Anteil am gesamten Kreditvolumen der WWU hält. Der Anteil der CHF-Kredite am gesamten Kreditvolumen Deutschlands liegt somit nur knapp über einem Prozent, was durchaus mit entsprechenden Wirtschaftsbeziehungen zur Schweiz erklärt werden kann. Zusammengefasst sind über 80% aller Kredite in CHF deutschen oder österreichischen Ursprungs.

Grafik 9: Länderanteile am Kreditvolumen der WWU nach Währungen im Dezember 2002



Quelle: OeNB, EZB-Monstat.

Anmerkung: Siehe Anmerkungen zu Grafik 5. Ohne Luxemburg und Griechenland (siehe Fußnote 14).

Bei den Yen-Krediten hält Österreich im Dezember 2002 mit knapp der Hälfte bzw. 48,9% des gesamten Kreditvolumens der WWU in dieser Währung den weitaus größten Anteil. In Deutschland, dessen gesamtes Kreditvolumen mehr als zehn Mal so groß ist als jenes Österreichs, sind nur etwa halb so viele Kredite in JPY ausständig. Die österreichischen Anteile an den Fremdwährungskrediten in USD und in anderen Währungen fallen mit 2,5% bzw. 1,6% unterdurchschnittlich aus. In Summe sind im Dezember 2002 dennoch 17,9% aller innerhalb der WWU vergebenen Fremdwährungskredite österreichischen Ursprungs. Damit hat Österreich nach Deutschland mit 29,5% den zweitgrößten Anteil am gesamten Fremdwährungskreditvolumen der WWU, obwohl Österreichs Anteil am Gesamtvolumen der in der WWU ausständigen Kredite nur der siebtgrößte ist.

### Erläuterungsansätze für Österreichs Sonderstellung in der WWU hinsichtlich der Fremdwährungskredite

Angesichts der Tatsache, dass Fremdwährungskredite innerhalb der WWU nur in Österreich eine so bedeutende Rolle für die Finanzierung der privaten Haushalte und der Unternehmen spielen, stellt sich die Frage, warum Österreich in diesem Bereich eine Sonderstellung einnimmt. Grundsätzlich muss man davon ausgehen, dass der hohe Anteil der Fremdwährungskredite in Österreich nur zu einem geringen Teil durch entsprechende realwirtschaftliche Verflechtungen erklärt werden kann. So betrug der Anteil der Schweiz an den gesamten Exporten Österreichs im Mittelwert des Jahres 2002 rund 5,6%, jener Japans nur etwa 1,2%. Bei den Importen betrug die entsprechenden Anteile 3,4% (Schweiz) und 2,2% (Japan). Der Anteil der ausstehenden Kredite in CHF am gesamten Kreditvolumen Österreichs belief sich zum Jahresende 2002 allerdings auf 10,6%, jener der Kredite in JPY auf 7,2%. Der Vergleich mit den USA, die einen entsprechenden Anteil an den Exporten von 5,2% und an den Importen von 4,8% aufweisen, wobei Ende 2002 aber nur 1,3% des gesamten Österreichischen

Kreditvolumens auf USD lautete,<sup>15</sup> macht deutlich, dass die ausstehenden Schweizer-Franken-Kredite nur zu einem geringen und die Yen-Kredite fast überhaupt nicht auf einen realwirtschaftlichen Hintergrund zurückgeführt werden können. Dies ist noch weniger möglich, wenn man bedenkt, dass der Anteil der Importe und Exporte, die auch tatsächlich in der jeweiligen Fremdwährung fakturiert werden, im Fall der USA ungleich größer sein dürfte als in jenem der Schweiz oder Japans.

Waschiczek (2002) versucht die Frage nach der Ursache für die österreichische Sonderstellung hinsichtlich der Fremdwährungskredite innerhalb der WWU mit der Theorie des rationalen Herdenverhaltens, die dem Behavioral-Finance-Ansatz<sup>16</sup> folgt, zu beantworten. Diese Theorie zielt darauf ab, dass es bei unvollständiger Information für eine Person rational sein kann, für eine bestimmte Entscheidung relevante Informationen außer Acht zu lassen, und stattdessen die Entscheidungen Anderer zu imitieren. Dabei wird angenommen, dass sich eine so genannte Informationskaskade bildet. Diese entsteht, wenn eine Person die Entscheidung (zumindest) zweier anderer Personen beobachtet und imitiert, weil sie aus der Beobachtung schließt, dass die beiden Personen über bessere Informationen verfügen als sie selbst, obwohl die eigenen Informationen zu einer anderen Entscheidung führen würden.<sup>17</sup> Dieser Prozess setzt sich in der Folge bezüglich weiterer Akteure fort, und es entsteht die genannte Informationskaskade, wobei ein sequenzielles Handeln der beteiligten Personen unterstellt wird. Von entscheidender Bedeutung in diesem Prozess ist die jeweilige Ausgangssituation bzw. die Entscheidung der ersten Akteure.

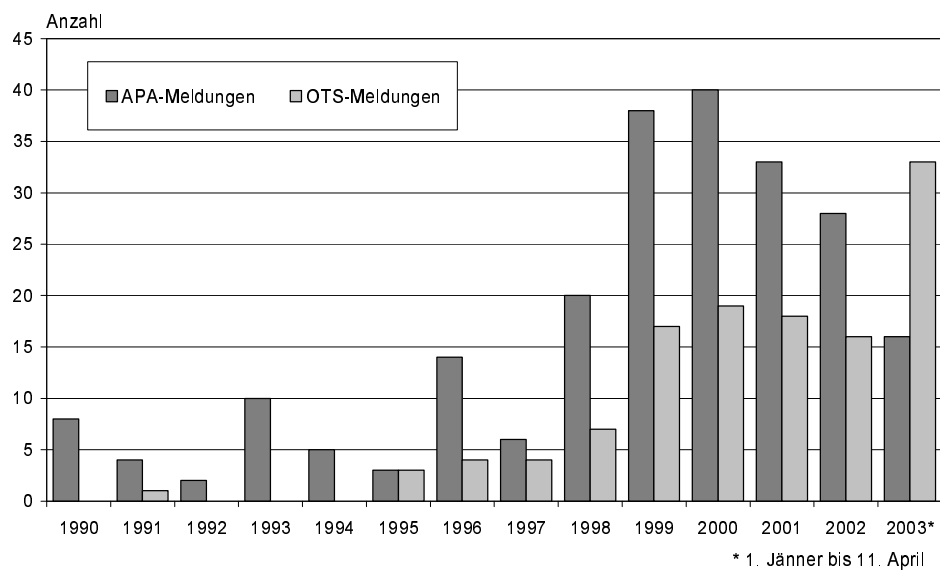
---

<sup>15</sup> Die Anteile der Länder an den Importen und Exporten wurden auf Basis der Österreichischen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistik Austria) berechnet, die Währungsanteile auf Basis der EZB-Monstat. Siehe dazu Anmerkungen zu Grafik 5. Berechnet man die Anteile der entsprechenden Länder an den Credit- und Debet-Positionen der österreichischen Leistungsbilanz auf Basis der Zahlungsbilanzstatistik der OeNB, so ergibt dies qualitativ dasselbe Bild wie bei den Import- und Exportanteilen.

<sup>16</sup> Behavioral Finance ist eine relativ neue Richtung der Kapitalmarktforschung, die ihr Augenmerk auf die psychologische Komponente bei der Bildung von Anlageentscheidungen richtet und in den letzten Jahren zunehmend an Beachtung gewinnt. Für eine einführende Darstellung siehe z. B. Montier (2002).

<sup>17</sup> Formal zeigen Bikhchandani et al. (1992), dass ein derartiges Handeln rational sein kann.

Grafik 10: Anzahl der APA-Meldungen über Fremdwährungskredite



Quelle: Austria Presse Agentur (APA).

Anmerkung: Die Grafik zeigt die Anzahl der Meldungen in der Datenbank der APA, die das Stichwort „Fremdwährungskredit“ enthalten. APA-Meldungen beziehen sich auf Meldungen, die von der APA selbst verfasst wurden. OTS-Meldungen beziehen sich auf Presseaussendungen, die von Printmedien, Institutionen, Unternehmen etc. über das kostenpflichtige Originaltext-Service der APA verbreitet werden.

Auf die Entwicklung der Fremdwährungskredite in Österreich angewandt, bestand zunächst in Vorarlberg mit seinem traditionell hohen Fremdwährungskreditanteil, der auf Grund der wirtschaftlichen Verflechtung Vorarlbergs mit der Schweiz und mit Liechtenstein durchaus realwirtschaftlich begründet werden kann, eine entsprechende Ausgangsbedingung. Diese hat das Entstehen einer Informationskaskade in Bezug auf die Fremdwährungskredite ermöglicht und sich in der Folge sukzessive (also sequenziell) über ganz Österreich ausgebreitet. Eine wesentliche Rolle bei der Entstehung der Informationskaskade hatte gemäß Waschiczek (2002) die Medienberichterstattung über Fremdwährungskredite. Wie aus Grafik 10 hervorgeht, ist diese – zumindest gemessen an den APA-Meldungen über Fremdwährungskredite – seit Mitte der Neunzigerjahre deutlich angestiegen. Darüber hinaus hat während der letzten Jahre auch die Anzahl der OTS-Meldungen<sup>18</sup> zum Thema Fremdwährungskredite deutlich zugenommen, was auf ein zunehmendes öffentliches Interesse an diesem Thema hinweist.

Eine vollständige Erklärung des Phänomens der Fremdwährungskredite in Österreich auf Basis der Theorie des rationalen Herdenverhaltens wird allerdings auch von Waschiczek (2002) nicht behauptet. Aus theoretischer Sicht steht einer Anwendung dieser Theorie entgegen, dass die Entscheidungen der Akteure irreversibel sein müssen. Fremdwährungskredite können allerdings in der Regel zumindest zu den Rollover-Terminen in Euro-Kredite konvertiert werden. Darüber hinaus stellt sich die Frage, warum eine Informationskaskade bezüglich Fremdwährungsfinanzierungen in CHF und/oder JPY nicht auch in anderen Teilen der WWU mit einer entsprechenden Ausgangsbedingung entstanden ist. Beispielsweise besteht eine solche wahrscheinlich auch im Südwesten Deutschlands, da dort ebenfalls eine enge wirtschaftliche Verflechtung mit

<sup>18</sup> Siehe Anmerkungen zu Grafik 10.

der Schweiz gegeben ist. Zudem ist nicht klar, warum die Informationskaskade an den Grenzen Österreichs halt macht und nicht auf andere Länder übergreift. Zwar dürfte die Medienberichterstattung zum Thema Fremdwährungskredite in anderen Ländern deutlich geringer als in Österreich sein. Allerdings stellt sich in diesem Zusammenhang auch die Frage, inwieweit das gestiegene Medieninteresse an Fremdwährungskrediten in Österreich Ursache oder Wirkung der gestiegenen Bedeutung von Fremdwährungsfinanzierungen ist.

Neben der Medienberichterstattung dürften die Kreditvermittler, denen in Österreich vermutlich eine größere Bedeutung als in den meisten vergleichbaren Ländern zukommt, eine wesentliche Rolle bei der Verbreitung der Fremdwährungskredite gehabt haben. Darüber hinaus stellt sicherlich auch die Tatsache, dass die vielfältigen Risiken, die mit Fremdwährungskrediten einhergehen, bisher noch nicht schlagend wurden, eine weitere Begründung für die Bedeutung der Fremdwährungsfinanzierungen in Österreich dar. Allerdings gilt auch dies für die meisten anderen Länder der WWU.

Letztlich kann die Frage, warum Fremdwährungsfinanzierungen gerade in Österreich eine so bedeutende Rolle gewonnen haben, derzeit nicht zur Gänze befriedigend beantwortet werden, wenngleich die genannten Gründe alle mehr oder weniger dazu beigetragen haben dürften. Die Theorie des rationalen Herdenverhaltens bietet dabei zumindest teilweise einen theoretischen Erklärungsansatz.

### **3 Ausgestaltung und Kosten von Fremdwährungskrediten**

Fremdwährungskredite sind Finanzierungen, die dem Kreditnehmer in fremder Währung zur Verfügung gestellt werden. Dies bedeutet, dass der Kreditbetrag bei Krediteinräumung von der Fremdwährung in EUR gewechselt (konvertiert) wird und umgekehrt sämtliche Zins- und Tilgungszahlungen von EUR in die Fremdwährung gewechselt werden müssen.

#### **Typische Ausgestaltung von Fremdwährungskrediten**

- **Verzinsung:** Die Abrechnung und Zahlung der Zinsen erfolgt meistens in Drei-Monats-Perioden (Rollover-Perioden – auch sechs oder zwölf Monate möglich), wobei der Kreditzinssatz nach Ablauf jeder Periode – zu den Rollover-Stichtagen – an den aktuellen Marktzinssatz in der Fremdwährung angepasst wird. Als Marktzinssatz kommt der so genannte LIBOR (London Interbank Offered Rate) zur Anwendung. Dies ist ein Zinssatz, der im Interbankenverkehr in der jeweiligen Währung (CHF, JPY etc.) für die jeweilige Fristigkeit (drei, sechs oder zwölf Monate) Gültigkeit besitzt. Dieser Zinssatz dient als Basis für den Kreditzinssatz, wobei die Banken den Kunden einen Aufschlag, der sich zwischen 0,5 und 2% (in der Regel 1,5%) bewegt, verrechnen.
- **Währungsumstieg:** In der Regel ist eine vorzeitige Rückzahlung oder ein Umstieg auf EUR oder eine andere Währung zu den Rollover-Terminen möglich. In einigen Fällen ist auch eine Konvertierung zwischen den Rollover-Terminen möglich, diese ist aber jedenfalls mit zusätzlichen Kosten verbunden. Vielfach behält sich

die Bank auch das Recht einer Zwangskonvertierung vor, das eine Konvertierung des Kredits in EUR auch ohne Zustimmung des Schuldners vorsieht.

- **Laufzeit:** Fremdwährungskredite werden zumeist mit einer Laufzeit von 15 bis 25 Jahren abgeschlossen. Kürzere Laufzeiten sind ebenfalls möglich.
- **Tilgungsmodalitäten:** Obwohl Fremdwährungskredite ebenso wie Euro-Kredite mit regelmäßigen Tilgungszahlungen ausgestattet sein können, werden in vielen Fällen während der Laufzeit nur die Zinsen bezahlt, und die Rückzahlung des aufgenommenen Kreditbetrags bzw. die Kapitaltilgung erfolgt zur Gänze am Ende der Laufzeit. Der Grund für diese Ausgestaltung als endfällige Kredite liegt in der Entwicklung so genannter Tilgungsträgermodelle, die sich auf dem Markt besonderer Beliebtheit erfreuen.

Unter einem Tilgungsträgermodell versteht man einen endfälligen Fremdwährungskredit (grundsätzlich auch Euro-Kredit möglich) in Kombination mit einer langfristigen Veranlagung. Hierbei wird der Kreditbetrag am Ende der Kreditlaufzeit durch den Verkaufserlös aus einer – während der Kreditlaufzeit angesparten – langfristigen Veranlagung (Tilgungsträger) getilgt. Auf den Tilgungsträger – meist Lebensversicherungen oder Investmentfonds – werden während der Kreditlaufzeit anstatt der eigentlichen Kreditraten entsprechende Ansparsummen eingezahlt. Durch die im Vergleich zum Kreditzinssatz höhere erwartete Rendite der Veranlagung soll die Ratenbelastung nochmals gesenkt werden. Beträgt beispielsweise die Renditeerwartung der Veranlagung 6%, der Kreditzinssatz jedoch nur 3% so kann theoretisch durch die höhere Rendite der Veranlagung mit weniger Kapitaleinsatz (geringeren Tilgungsraten) das zur Kredittilgung notwendige Kapital aufgebaut werden.

### **Kosten eines Fremdwährungskredits**

Zusätzlich zu den Kosten, die bei einem Euro-Kredit anfallen wie z. B. Kreditvertragsgebühr (0,8%), Krediteinräumungsgebühr, fallen bei einem Fremdwährungskredit noch Kosten an, die bei einem Vergleich berücksichtigt werden müssen:

- Eine **Devisenkommission** in Höhe von 0,25% des zu konvertierenden Betrags fällt bei jedem Währungstausch an, also bei der Krediteinräumung (Fremdwährung in EUR) und den Zins- und Tilgungszahlungen (EUR in Fremdwährung).
- **Doppelte Kontoführungsgebühren**, da sowohl ein Konto in EUR als auch ein Konto in der jeweiligen Fremdwährung geführt werden müssen.
- **Konvertierungskosten:** Der Fremdwährungskreditbetrag wird von der Bank in EUR ausbezahlt und auch die Bedienung der Zins- und Tilgungszahlung(en) erfolgt zumeist in EUR. Somit fallen Konvertierungskosten an, die sich aus den unterschiedlichen An- und Verkaufskursen der Fremdwährung ergeben (Differenz Geldkurs/Briefkurs).

### Beispiel 1:

Beispielsweise betrug der Devisenverkaufskurs (Geldkurs) zum Stichtag 21.3.2003 laut Kursblatt einer österreichischen Großbank 0,67471 EUR/CHF. Nimmt man zu diesem Stichtag einen Kredit in CHF in der Höhe von 100.000 EUR auf, so berechnet sich das Kreditvolumen in CHF auf Basis dieses Verkaufskurses und ergibt 148.212 CHF. Wollte man den Fremdwährungskredit noch am selben Tag in einen Euro-Kredit umwandeln, so müsste man diesen Schweizer-Franken-Betrag zum Devisenankaufskurs kaufen, der zum Stichtag 0,68059 EUR/CHF betrug, und somit einen Betrag von 100.872 EUR bezahlen.

Bei einem Kredit in JPY hätte man für die Rückzahlung desselben Kredits am 21.3.2003 sogar um 988 EUR – also fast ein 1% – mehr als das ursprünglich aufgenommene Kreditvolumen aufwenden müssen.

### Rechnung zu Beispiel 1

	Betrag in EUR	Kurs EUR/CHF	Betrag in CHF
Kreditaufnahme zum Geldkurs am 21.3.2003	100,000	0.67471	148,212
Rückzahlung zum Briefkurs am 21.3.2003	100,872	0.68059	148,212
Kosten	872		

	in EUR	EUR/100 JPY	in JPY
Kreditaufnahme zum Geldkurs am 21.3.2003	100,000	0.77913	12,834,829
Rückzahlung zum Briefkurs am 21.3.2003	100,988	0.78683	12,834,829
Kosten	988		

- Bei Hypothekarkrediten erhöht sich die Gebühr für die Eintragung des Pfandrechts in das Grundbuch, da die Banken für Fremdwährungskredite im Vergleich zu Euro-Krediten nicht nur höhere Sicherheiten, sondern auch **höhere Sicherheitenaufschläge** verlangen. Die Einverleibungsgebühr für ein Pfandrecht in Höhe von 1,2% berechnet sich somit von einer höheren Basis. In der Regel verlangen die Banken bei Fremdwährungskrediten eine Hypothekenspanne von 30% des Kreditbetrags. Beispielsweise würde bei einem Kreditvolumen von 100.000 EUR ein Pfandrecht von 130.000 EUR in das Grundbuch eingetragen und somit eine Eintragungsgebühr von 360 EUR anfallen.
- **Eventuelle Spekulationssteuer:** Gemäß dem Einkommensteuerprotokoll 2001 sowie dem § 30 EStG 1988 stellen (realisierte) Kursgewinne in EUR, die durch Fremdwährungsausleihungen binnen Jahresfrist erzielt wurden, steuerpflichtige Spekulationsgewinne dar.
- **Eventuelle Kosten für die Absicherung** gegen Wechselkurs- und Zinsänderungsrisiken. Grundsätzlich besteht für den Fremdwährungskreditnehmer die Möglichkeit, sich mit Hilfe von Devisen- bzw. Zinstermingeschäften (Derivaten wie Optionen und Futures) gegen das Wechselkursrisiko bzw. das Zins- und/oder Spreadrisiko abzusichern. Dabei muss allerdings beachtet werden, dass derartige

Termingeschäfte in der Regel nur auf relativ kurze Sicht (einige Monate) abgeschlossen werden können und stets mit Kosten verbunden sind, durch die ein eventueller Zinsvorteil schnell verloren gehen kann. Je länger dabei der Zeitraum gewählt wird, über den man sich gegen Wechselkurs- und/oder Zinsschwankungen absichern will, umso höher sind die damit verbundenen Kosten. In der Praxis sichern sich Fremdwährungskreditnehmer nur in Ausnahmefällen mit derartigen Termingeschäften gegen die Risiken eines Fremdwährungskredits ab.

## 4 Risiken von Fremdwährungskrediten

Bezüglich der mit den Fremdwährungskrediten verbundenen Risiken stellen sich zwei grundlegende Fragen: Welche Risiken gehen mit den Fremdwährungsfinanzierungen einher und wer trägt sie? Im Folgenden werden diese beiden Fragen in Form einer Auflistung beantwortet. Daran anschließend werden die mit den Fremdwährungskrediten einhergehenden Risiken im Detail und anhand von Beispielen erläutert.

### Von den Fremdwährungskreditnehmern zu tragende Risiken

- Das **Wechselkursrisiko** bezüglich der Kapitalrückzahlung und der Zinszahlungen ist das grundlegende Risiko eines Fremdwährungskredits. Es besteht darin, dass auf Grund einer Aufwertung der Fremdwährung sowohl Zinszahlungen als auch die Kapitalrückzahlung in EUR steigen können. Das Wechselkursrisiko wird grundsätzlich vom Kunden getragen, da er den Kredit in Fremdwährung bedienen muss.
- Das **Zinsänderungsrisiko** bezeichnet das Risiko, dass sich die Zinszahlungen auf Grund steigender Zinsen in der Fremdwährung erhöhen. Da die Zinsen der meisten Fremdwährungskredite in regelmäßigen Abständen – zu den Rollover-Terminen – an den Geldmarktzinssatz in der entsprechenden Fremdwährung angepasst werden, wird das Zinsänderungsrisiko vom Kunden getragen. Dies gilt allerdings auch für variabel verzinsten Euro-Kredite.
- Eng mit dem Zinsänderungsrisiko in Verbindung steht das **Spreadrisiko**, das ebenfalls vom Kreditnehmer getragen wird, aber nur bei Fremdwährungskrediten besteht. Dies ist das Risiko, dass sich der Zinsvorteil der Fremdwährungsfinanzierung im Vergleich zu einer entsprechenden Euro-Finanzierung verringert oder sich in einen Zinsnachteil umkehrt. Wegen der zusätzlichen Kosten eines Fremdwährungskredits kann das selbst bei einem tatsächlich gegebenen Zinsvorteil in der Fremdwährung dazu führen, dass sich ein Fremdwährungskredit insgesamt als kostspieliger erweist als ein variabel verzinsten Euro-Kredit.
- Fremdwährungskredite, die als Tilgungsträgermodelle konstruiert sind, unterliegen zudem einem so genannten **Tilgungsträgerrisiko**. Unter diesem Begriff werden alle Risiken subsumiert, die sich auf die Wertentwicklung des Tilgungsträgers beziehen und dazu führen können, dass der Wert des Tilgungsträgers zum Zeitpunkt der Fälligkeit nicht zur Kapitalrückzahlung ausreicht. Je nach Wahl des Tilgungsträgers (Lebensversicherung, Renten- oder Aktienfonds etc.) ist das

Tilgungsträgerisiko unterschiedlich groß und enthält Risiken unterschiedlicher Kategorien (Zinsänderungs-, Aktienkurs-, Wechselkursrisiko). Das Tilgungsträgerisiko wird ebenfalls vom Kreditnehmer getragen. Reicht der Wert des Tilgungsträgers zur Rückzahlung des Kredits nicht aus, so muss er für die entsprechende Differenz aufkommen.

Die genannten vom Fremdwährungskreditnehmer zu tragenden Risiken – insbesondere das Wechselkurs- und das Tilgungsträgerisiko – können je nach Wahl der Fremdwährung und des Tilgungsträgers variieren und im Falle einer Realisierung zu einer erheblichen Mehrbelastung im Vergleich zu einer Euro-Finanzierung führen. Zudem muss bedacht werden, dass die genannten Risiken auch kumulativ auftreten können. Im schlimmsten Falle würde dies bedeuten, dass es bei steigenden Zinsen in der Fremdwährung zu einer Aufwertung derselben kommt und darüber hinaus auch noch die Wertentwicklung des Tilgungsträgers unter den Erwartungen bleibt. Aus diesem Grund handelt es sich bei Fremdwährungskrediten letztlich um nichts anderes als um eine besondere Form der Währungsspekulation, die zusätzlich Zinsrisiken unterliegt und im Fall der Tilgungsträgermodelle von den Risiken der jeweiligen Veranlagungsinstrumente abhängig ist.

### **Von den Banken zu tragende Risiken**

Im Falle einer fristen- und währungskongruenten Refinanzierung der Fremdwährungskredite durch die Kreditinstitute entstehen in der Bankbilanz kein Wechselkurs- und kein Zinsrisiko. Dennoch ist die Vergabe von Fremdwährungskrediten auch für die Banken mit einer Reihe von Risiken verbunden.

- Auf Grund der vielfachen Risiken, die die Fremdwährungskreditnehmer tragen, besteht für die Banken bei Fremdwährungskrediten ein **erhöhtes Ausfallrisiko**. Insbesondere steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Fremdwährungskreditnehmers bei einer Aufwertung der Fremdwährung, bei einem Anstieg des Zinsniveaus in der Fremdwährung und im Fall der Tilgungsträgermodelle auch bei einer unter den Erwartungen liegenden Wertentwicklung des Tilgungsträgers. In der Regel sichern sich die Banken allerdings gegen das erhöhte Ausfallrisiko ab, indem sie die Bereitstellung höherer Sicherheiten fordern.
- Darüber hinaus sind Fremdwährungsfinanzierungen für Banken mit einem überdurchschnittlich hohen Anteil an ausstehenden Fremdwährungskrediten mit einem **Klumpenrisiko** behaftet. Dieser Begriff bezeichnet ein Risiko, das im Falle einer Realisierung einen großen Teil des Kreditvolumens betrifft. Es entsteht dadurch, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Fremdwährungskreditnehmer nicht voneinander unabhängig sind, sondern alle gleichermaßen von der Wechselkurs- und Zinsentwicklung (und im Falle gleicher oder ähnlicher Tilgungsträgermodelle auch von der Wertentwicklung des Tilgungsträgers) abhängig und somit korreliert sind. Durch eine ausreichende Besicherung der Fremdwährungskredite kann zwar das Klumpenrisiko hinsichtlich des erhöhten Ausfallrisikos begrenzt werden. In Bezug auf die Verwertung der Sicherheiten bleibt es aber bestehen, wenn diese eine gewisse Homogenität aufweisen.

- Weiters bestehen für die Banken im Zusammenhang mit der Refinanzierung der Fremdwährungskredite besondere Risiken, die hier unter dem Begriff **Refinanzierungsrisiko** zusammengefasst werden. In diesem Zusammenhang ist insbesondere das Risiko steigender Refinanzierungskosten zu nennen. Die Fremdwährungskreditnehmer bezahlen zumeist einen fixen, vertraglich vereinbarten Aufschlag auf den Geldmarktzinssatz in der jeweiligen Fremdwährung. Deshalb können steigende Refinanzierungskosten – im Sinne eines Aufschlags auf den Geldmarktzinssatz in der Fremdwährung, der typischerweise in Folge einer Bonitätsverschlechterung zu bezahlen ist – nicht an die Kunden weitergegeben werden und verschlechtern somit die Ertragslage. Bei Euro-Krediten ist dies nicht zwingend der Fall, da diese weitgehend durch die Einlagen der Sparer refinanziert werden können.
- **Wechselkursrisiken** entstehen für die Bank jedenfalls dann, wenn der Fremdwährungskreditnehmer ausfällt, da dadurch eine offene Devisenposition entsteht, die mit einem Wechselkurs- und einem Zinsrisiko behaftet ist. Darüber hinaus trägt die Bank natürlich ein Wechselkursrisiko, wenn die Refinanzierung nicht bzw. nicht zur Gänze währungskongruent erfolgt. In jedem Fall besteht aber ein Wechselkursrisiko bezüglich der Euro-Erträge aus den Fremdwährungskrediten, da die Banken die Erträge aus den Fremdwährungskrediten mit der Spanne zwischen Kreditzinssatz und Refinanzierungszinssatz erzielen und sich diese Zinsspanne auf die entsprechende Fremdwährung bezieht.
- Weiters sind Fremdwährungskredite in vielen Fällen mit einem **erhöhten operationalen Risiko** behaftet, da sie – insbesondere hinsichtlich der Verwaltung der Tilgungsträger – einen verstärkten manuellen Bearbeitungsaufwand erforderlich machen.
- Letztlich tragen die Banken im Zusammenhang mit den Fremdwährungskrediten ein nicht zu vernachlässigendes **Reputationsrisiko** sowie ein **Rechtsrisiko**, da sich die Kreditnehmer im Falle einer Realisierung der vielfältigen Risiken der Fremdwährungskreditnehmer darauf berufen könnten, von den Banken über die tatsächlichen Risiken nicht ausreichend informiert worden zu sein, und entsprechende Schadenersatzforderungen stellen könnten.

Fremdwährungskredite sind also nicht nur für die Kreditnehmer, sondern auch für die Banken mit einer Reihe von Risiken verbunden. Aus Sicht der Finanzmarktstabilität birgt in erster Linie das Klumpenrisiko, aber auch das Refinanzierungsrisiko ein nicht zu unterschätzendes Risikopotenzial, wenngleich anzunehmen ist, dass letzteres eine weitaus geringere Realisierungswahrscheinlichkeit besitzt. Das Klumpenrisiko könnte insbesondere für kleine und mittlere Banken in den westlichen Bundesländern mit besonders hohem Fremdwährungsanteil schlagend werden. Hinsichtlich der mit den Fremdwährungskrediten für die Banken einhergehenden Risiken ist natürlich ebenfalls zu beachten, dass diese auch kumulativ und/oder in Kombination mit anderen, von den Fremdwährungskrediten unabhängigen Bankrisiken auftreten können und zum Teil auch Risikogleichläufe bestehen.

## Wechselkurse sind nicht prognostizierbar

Der wesentliche Grund, warum Fremdwährungskredite letztlich nichts Anderes als eine besondere Form der Währungsspekulation darstellen, liegt in der Tatsache, dass Wechselkursentwicklungen nicht prognostiziert werden können. Bevor auf die mit den Fremdwährungskrediten verbundenen Risiken im Detail eingegangen wird, sollen deshalb zunächst kurz die wesentlichen wissenschaftlichen Erkenntnisse hinsichtlich der Erklärung und Prognose von Wechselkursentwicklungen zusammenfassend dargestellt werden.

Die ökonomische Theorie kennt zwei grundlegende Hypothesen bezüglich der Erklärung von Wechselkursentwicklung, von denen jeweils im Detail unterschiedliche Varianten existieren, die in entsprechenden ökonomischen Modellen formuliert wurden.<sup>19</sup> Die eine ist die Hypothese der Kaufkraftparität (englisch: „purchasing power parity“, PPP), die das Gütermarktgleichgewicht zwischen zwei Währungsgebieten beschreibt, und die andere die Hypothese der ungedeckten Zinsparität (englisch: „uncovered interest rate parity“), die sich auf das Kapitalmarktgleichgewicht bezieht. Die Hypothese der (relativen) Kaufkraftparität besagt, dass bei integrierten Gütermärkten die relative Veränderung des Wechselkurses der Differenz zwischen in- und ausländischer Inflationsrate entsprechen muss. Die Hypothese der ungedeckten Zinsparität besagt, dass die erwartete Wechselkursänderung auf integrierten Kapitalmärkten gleich der Differenz aus dem inländischen und dem ausländischen Nominalzinssatz – im Falle risikoaverser Investoren ergänzt um eine Risikoprämie für die Auslandsveranlagung – sein muss. Anders ausgedrückt muss im Gleichgewicht ein gegenüber dem inländischen niedrigerer ausländischer Zinssatz durch entsprechende Abwertungserwartungen der eigenen oder Aufwertungserwartungen der ausländischen Währung ausgeglichen werden

Nachdem man davon ausgehen kann, dass heute zumindest die Kapitalmärkte der industrialisierten Länder weitestgehend integriert sind, und man auf Grund der Tatsache, dass über 95% aller Devisentransaktionen auf Kapitaltransaktionen zurückzuführen sind, zudem annehmen kann, dass Devisenkurse vornehmlich durch die Kapitalmärkte bestimmt werden, sollte zumindest die Hypothese der ungedeckten Zinsparität empirisch untermauert werden können. Gemäß Streissler (1997) sind die beiden genannten Hypothesen für jeden Ökonomen sogar so einleuchtend, ja geradezu paradigmatisch, so dass es „wissenschaftlich katastrophal wäre, wenn sie nicht gelten sollten“. Dem fügt er allerdings selbst hinzu: „Diese wissenschaftliche Katastrophe ist aber voll und ganz eingetreten. Sie haben in ‚befriedigender‘ Weise nie gegolten und gelten nach 1973<sup>[20]</sup> noch weniger als in früheren Zeiten flexibler Wechselkurse“. <sup>21</sup> De Vries (1994) formuliert es nicht weniger drastisch, wenn er von „uncovered interest rate disparity“ und „no purchasing power parity“ spricht und dies zu den empirisch belegten Tatsachen über Wechselkursentwicklungen zählt. Diese Aussagen beruhen auf dem Aufsehen erregenden Artikel von Meese und Rogoff (1983) sowie einer Reihe von Folgestudien, die alle zu dem Schluss kamen, dass Wechselkurse auf der Basis von makroökonomischen

---

<sup>19</sup> Siehe z. B. Dornbusch (1976), Frenkel (1976) oder Hooper und Morton (1982) für einige der bekanntesten Ansätze.

<sup>20</sup> Dies ist das Jahr, in dem das Bretton-Woods-System mit seiner weit gehenden Fixierung der Wechselkurse zusammenbrach.

<sup>21</sup> Streissler (1997) bietet einen guten Überblick über mögliche Erklärungen dieses Theorieversagens.

Fundamentaldaten, wie Inflationsraten, Zinssätzen etc., – die ja auch den beiden genannten Hypothesen zu Grunde liegen – jedenfalls kurzfristig nicht prognostiziert werden können. Seit dieser mittlerweile klassischen Studie gilt – zumindest für einen Prognosehorizont bis zu einem Jahr – die so genannte Random-Walk-Hypothese als weitgehend gesichertes Erkenntnis, die besagt, dass die beste Prognose des zukünftigen Wechselkurses der heutige Wechselkurs ist.

Neuere Studien<sup>22</sup> kommen allerdings zum Schluss, dass es zumindest über längere Zeithorizonte dennoch möglich ist, die Random-Walk-Prognose zu schlagen. Die Modelle, die diesen Studien zu Grunde liegen, beruhen auf der Idee, explizit den Anpassungsprozess des Wechselkurses an das ökonomische Gleichgewicht, das durch die Kaufkraftparität und die ungedeckte Zinsparität definiert wird, zu modellieren. Dabei muss allerdings bedacht werden, dass dieser Anpassungsprozess sehr langsam vor sich geht. Gemäß MacDonald und Taylor (1994) werden Kaufkraftparitätsunterschiede erst über 20 bis 30 Jahre nahezu vollständig (bis auf 5%) abgebaut, Kapitalmarktunterschiede innerhalb von rund 10 Jahren. Dies bedeutet allerdings auch, dass sich die Fundamentalfaktoren längst wieder geändert haben, bis ein Gleichgewicht auf den betrachteten Märkten erreicht wird, und mit jeder Änderung der Fundamentalfaktoren ein neuer Anpassungsprozess in Richtung des Gleichgewichts in Gang gesetzt wird.

Letztlich folgt daraus, dass ökonomische Modelle, die den Wechselkurs auf der Basis wirtschaftlicher Fundamentalfaktoren erklären, lediglich eine Aussage darüber treffen können, zu welchem Wechselkurs sich die Kapital- und/oder Gütermärkte zweier Währungsgebiete im Gleichgewicht befinden. Da die Entwicklung des Wechselkurses nicht nur von ökonomischen Fundamentaldaten abhängt, sondern in zunehmendem Maß auch von psychologischen Faktoren beeinflusst wird, kann diese letztlich weder kurz- noch langfristig prognostiziert werden.

### **Fremdwährungskredite als eine Sonderform der Währungsspekulation**

Unter den Risiken, die der Fremdwährungskreditnehmer trägt, ist an erster Stelle das Wechselkursrisiko zu nennen. Das Wechselkursrisiko bezeichnet das Risiko, dass durch Aufwertung der Fremdwährung sowohl die Zins- als auch die Kapitalrückzahlung (bzw. die Pauschalraten) in EUR steigen können. Es entsteht durch den Umstand, dass die Zins- und Kapitalrückzahlung eines Fremdwährungskredits nicht in EUR, sondern eben in der entsprechenden Fremdwährung geleistet werden müssen. Da der Fremdwährungskreditnehmer in der Regel sein Einkommen in EUR bezieht, muss er die Fremdwährung bei Fälligkeit der Zins- und Kapitalzahlungen zum dann aktuellen Tageskurs kaufen.

Es sei an dieser Stelle ausdrücklich darauf hingewiesen, dass *kein* Wechselkursrisiko bei einem Fremdwährungskredit besteht, wenn der Kreditnehmer sein Einkommen in der entsprechenden Fremdwährung bezieht, wie dies beispielsweise bei den Vorarlberger Grenzgängern der Fall ist, die in Liechtenstein oder in der Schweiz arbeiten, aber in Vorarlberg leben. Im Falle der Grenzgänger ist sogar das Gegenteil der Fall: Da sie ihr

---

<sup>22</sup> Siehe beispielsweise MacDonald und Taylor (1994), van Aarle et al. (2000).

Einkommen in CHF beziehen, wäre für sie ein Euro-Kredit mit einem Wechselkursrisiko verbunden.

### Beispiel 2:

Seit Beginn des Booms der Fremdwährungskredite Mitte der Neunzigerjahre schwankte der Wechselkurs des CHF zwischen 0,5847 und 0,6914 EUR/CHF, wobei vor der Währungsunion 1999 der in EUR umgerechnete Kurs des ATS gegenüber dem CHF zu Grunde gelegt wurde. Im ungünstigsten Fall ergibt dies folgendes Szenario: Nimmt man einen Kredit in der Höhe von 100.000 EUR zum Kurs von 0,5847 EUR/CHF auf, so beträgt die Schuld 171.028 CHF. Dieser Betrag – und nicht die 100.000 EUR – ist bei Fälligkeit des Kredits zurückzuzahlen. Steigt nun der Kurs während der Kreditlaufzeit auf 0,6914 EUR/CHF, so sind statt der aufgenommenen 100.000 EUR nunmehr 118.249 EUR, also um fast 20% mehr, zurückzuzahlen.

Noch deutlicher waren in der Vergangenheit die Schwankungen des JPY. Seit Mitte der Neunzigerjahre schwankte der Kurs des JPY zwischen 0,6201 und 1,1198 EUR/100 JPY. Hat man zum Kurs von 0,6201 einen Kredit in der Höhe von 100.000 EUR aufgenommen, so sind zum Kurs von 1,1198 beinahe doppelt so viel, nämlich 180.594 EUR, zurückzuzahlen.

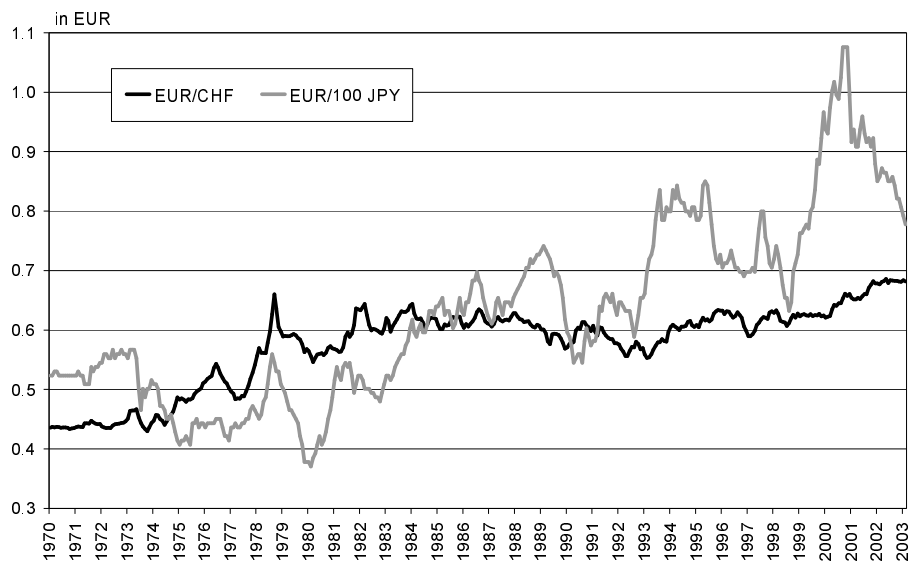
### Rechnung zu Beispiel 2:

	Betrag in EUR	Kurs EUR/CHF	Betrag in CHF
Kreditaufnahme zum Tiefstkurs seit 1995	100,000	0.5847	171,028
Rückzahlung zum Höchstkurs seit 1995	118,249	0.6914	171,028
	in EUR	EUR/100JPY	in JPY
Kreditaufnahme zum Tiefstkurs seit 1995	100,000	0.6201	16,126,431
Rückzahlung zum Höchstkurs seit 1995	180,584	1.1198	16,126,431

Anmerkung: In diesem Beispiel bleiben Zinszahlungen sowie sonstige Kosten aus dem Kreditgeschäft unberücksichtigt.

Dass die im Beispiel 2 verwendeten Wechselkursschwankungen insbesondere in Bezug auf den JPY nichts Außergewöhnliches sind, verdeutlicht Grafik 11, die die Wechselkursentwicklung des CHF und des JPY gegenüber dem EUR im langfristigen Vergleich darstellt.

**Grafik 11: Langfristige Entwicklung der Wechselkurse des CHF und des JPY gegenüber dem EUR**



Quelle: WSR, BIZ, Datstream Thomson Financial.

Anmerkung: Vor 1999 werden die Wechselkurse des CHF und des JPY gegenüber dem ATS (zum Kurs von 13,7603) in EUR umgerechnet dargestellt.

In Beispiel 2 wurde gezeigt, dass sich die Kapitalrückzahlung infolge von Wechselkursschwankungen erhöhen kann. Allerdings unterliegen nicht nur die Kapitalrückzahlungen einem Wechselkursrisiko, auch die Zinszahlungen schwanken – selbst bei gleich bleibendem Zinssatz – in Abhängigkeit vom jeweiligen Wechselkurs.

### **Beispiel 3:**

Zum Stichtag 1.1.1999 betrug der Wechselkurs des JPY 0,7393 EUR/100 JPY. Bei einem Kreditvolumen von 100.000 EUR (entspricht 13.526.309 JPY) und einem Zinssatz von 2% pro Jahr ergibt dies eine jährliche Zinsbelastung von 2.000 EUR bzw. 270.526 JPY pro Jahr. Der Einfachheit halber sei angenommen, es wurden jährliche Zinszahlungen vereinbart. Die erste Zinszahlung ist dann zum Stichtag 1.1.2000 fällig. Zu diesem Stichtag betrug der Kurs des JPY 0,9732 EUR/100 JPY. Um die Zinszahlung in der Höhe von 270.526 JPY bedienen zu können, müssen nun 2.633 EUR aufgebracht werden. Wäre zu diesem Stichtag auch die Kapitalrückzahlung fällig, so wären insgesamt 131.638 EUR zu zahlen. Dies entspräche einem effektiven Zinssatz eines entsprechenden Euro-Kredits von fast 30% pro Jahr! Der zunächst billig erscheinende Kredit in JPY hat sich in diesem Fall also als weit teurer als jeder vergleichbare Euro-Kredit erwiesen.

Bei einem entsprechenden Kredit in CHF wären am 1.1.2000 hingegen tatsächlich nur 2.000 EUR bzw. sogar etwas weniger an Zinsen zu bezahlen gewesen, da sich der Kurs des CHF seit dem 1.1.1999 kaum verändert hat bzw. geringfügig gesunken ist, womit auch der Schuldenstand zum 1.1.2000 auf 99.648 EUR gesunken ist.

### Rechnung zu Beispiel 3:

	Betrag in EUR	Kurs EUR/CHF	Betrag in CHF
Kreditaufnahme am 1.1.1999	100,000	0.6255	159,872
Zinszahlung 2% am 1.1.2000	1,993	0.6233	3,197
Schuldenstand am 1.1.2000	99,648	0.6233	159,872

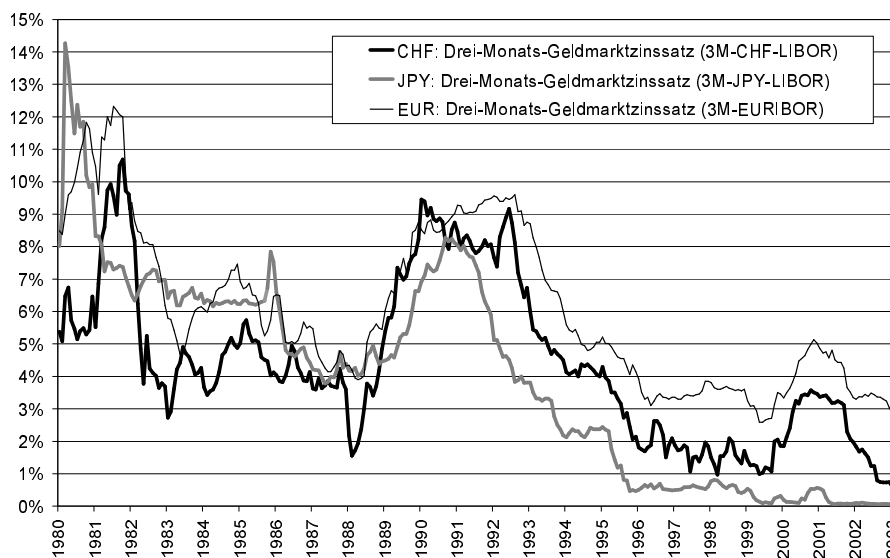
  

	in EUR	EUR/100 JPY	in JPY
Kreditaufnahme am 1.1.1999	100,000	0.7393	13,526,309
Zinszahlung 2% am 1.1.2000	2,633	0.9732	270,526
Schuldenstand am 1.1.2000	131,638	0.9732	13,526,309

Anmerkung: Die Kosten aus dem Kreditgeschäft werden in diesem Beispiel nicht berücksichtigt.

Neben dem Wechselkursrisiko unterliegen Fremdwährungskredite auch einem so genannten Zinsänderungsrisiko, das das Risiko bezeichnet, dass die Zinszahlungen in Folge von Zinserhöhungen in der Fremdwährung steigen können. Auf Grund der üblicherweise in den Fremdwährungskreditverträgen festgelegten Zinsgleitklauseln, wonach der Kreditzinssatz zu den Rollover-Terminen an das jeweils aktuelle Zinsniveau in der entsprechenden Fremdwährung angepasst wird, wird das Zinsänderungsrisiko vom Kreditnehmer getragen. Steigt der Zinssatz in der Fremdwährung beispielsweise von 2,5 auf 5%, so verdoppelt sich damit die Zinsbelastung für den Kreditnehmer unabhängig von der Entwicklung des Wechselkurses.

Grafik 12: Drei-Monats-Geldmarktzinssatz im langfristigen Vergleich



Quelle: BIZ, Datastream Thomson Financial.

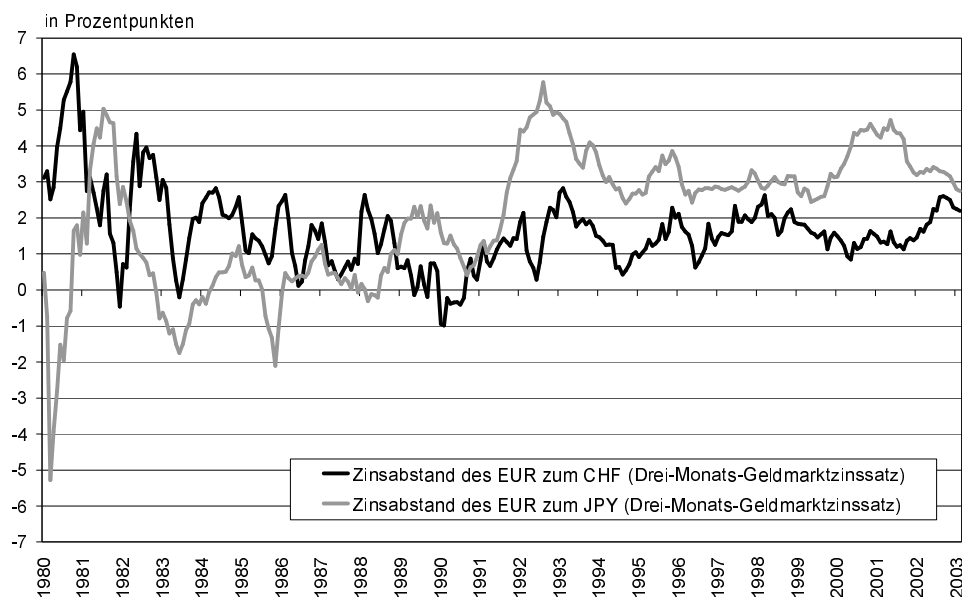
Anmerkung: Vor 1999 wird der Drei-Monats-Geldmarktzinssatz in ATS dargestellt.

Grundsätzlich besteht das Zinsänderungsrisiko auch bei einem variabel verzinsten Euro-Kredit. Diesbezüglich ist allerdings anzumerken, dass in den letzten 20 Jahren die Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze und somit das Zinsänderungsrisiko im CHF

und im JPY höher waren als im EUR bzw. im ATS,<sup>23</sup> weshalb das Zinsänderungsrisiko in diesen Fremdwährungen größer als im EUR ist. Darüber hinaus sind variabel verzinsten Euro-Kredite häufig nicht an den Geldmarktzinssatz gebunden, sondern an einen anderen Referenzzinssatz (z. B. die Sekundärmarktrendite), der zumeist geringeren Schwankungen unterworfen ist als der Geldmarktzinssatz, womit diese Kredite ein geringeres Zinsänderungsrisiko aufweisen. Kein Zinsänderungsrisiko weisen lediglich Kredite mit einer fixen Verzinsung auf. Derartige Kredite werden allerdings fast ausschließlich in EUR vergeben. Grafik 12 zeigt, dass Zinssätze im langfristigen Vergleich durchaus großen Schwankungen unterworfen sind. Noch Anfang der Neunzigerjahre lagen die Zinsen im ATS, aber auch im CHF und sogar im JPY über 8%. Es ist also keinesfalls garantiert, dass die Zinsen in den beiden letztgenannten Währungen auch in Zukunft auf dem derzeitigen niedrigen Niveau bleiben werden.

Ein weiteres Risiko der Fremdwährungskredite, das mit dem Zinsänderungsrisiko eng verbunden ist, ergibt sich aus der Tatsache, dass die Zinsänderungen in EUR und in der Fremdwährung unterschiedlich sein können. Dadurch entsteht das Risiko, dass der Zinsabstand (Zinsspread) in EUR zu jenem in der Fremdwährung kleiner oder sogar negativ wird. Dieses Risiko wird als Spreadrisiko bezeichnet. Wegen der höheren Kosten, die mit einem Fremdwährungskredit verbunden sind, kann sich ein Fremdwährungskredit selbst bei einem positiven Zinsabstand als teurer erweisen als ein Euro-Kredit.

**Grafik 13: Zinsabstand des EUR zum CHF und zum JPY im langfristigen Vergleich**



Quelle: BIZ, Datastream Thomson Financial.

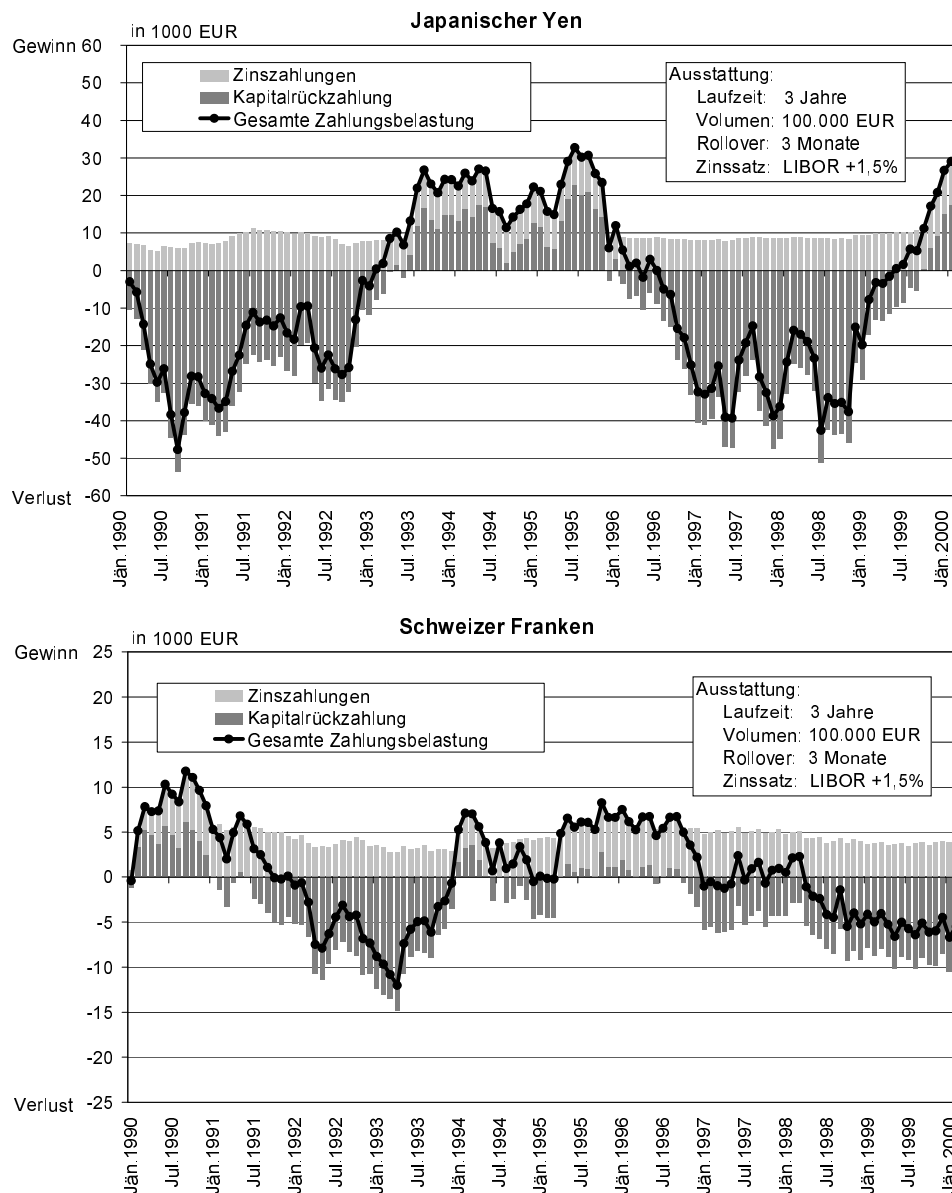
Anmerkung: Vor 1999 wird die Zinsdifferenz zum Drei-Monats-Geldmarktzinssatz in ATS dargestellt.

Grafik 13 zeigt den Zinsabstand des EUR zum CHF und zum JPY seit 1980. Der langfristige Vergleich macht deutlich, dass die Zinsen in den Fremdwährungen nicht immer unter jenen in EUR bzw. in ATS lagen. In den Achtzigerjahren gab es mehrfach Perioden, in denen der Zinssatz sowohl im CHF als auch im JPY zum Teil deutlich über

<sup>23</sup> Die durchschnittliche Schwankungsbreite (Standardabweichung) zwischen 1980 und Anfang 2003 der relativen Änderung der Drei-Monats-Geldmarktzinsen innerhalb eines Jahres betrug beim EUR bzw. ATS 25,8%, beim CHF 57,8% und beim JPY 46,7%.

jenem im ATS lag. In Grafik 13 ergibt sich für diese Perioden ein negativer Zinsabstand. Angesichts der zumeist langen Laufzeiten von Fremdwährungskrediten, stellt deshalb auch das Spreadrisiko ein nicht zu vernachlässigendes Risiko dar.

**Grafik 14: Gewinn und Verlust von Fremdwährungskrediten gegenüber entsprechenden Euro-Krediten zu unterschiedlichen Aufnahmezeitpunkten (von 1990 bis 2000).**



Quelle: Datastream Thomson Financial, eigene Berechnungen.

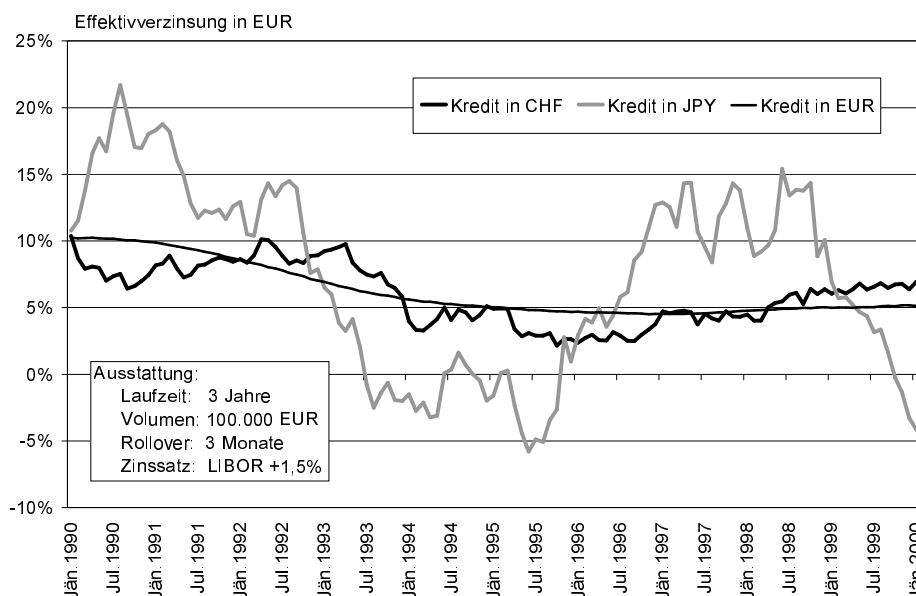
Anmerkung: Die Grafik stellt die Gewinne und Verluste von Fremdwährungskrediten mit der beschriebenen Ausstattung gegenüber entsprechenden Euro-Krediten dar, die zum jeweils angegebenen Zeitpunkt aufgenommen wurden. Gewinne und Verluste ergeben sich aus der tatsächlichen Marktentwicklung von Anfang 1990 bis Anfang 2003. Die mit einem Fremdwährungskredit verbundenen höheren Kosten im Vergleich zu einem Euro-Kredit wurden nicht berücksichtigt.

Auf Grund ungünstiger Wechselkurs- und/oder Zinsänderungen kann der Zinsvorteil eines Fremdwährungskredits schnell verloren gehen, womit dieser letztlich – in manchen Fällen sogar erheblich – teurer ist als ein entsprechender Euro-Kredit. Allerdings müssen sich Wechselkurse und Zinssätze nicht in jedem Fall zu Ungunsten des Fremdwährungskreditnehmers entwickeln. Im Falle einer Abwertung der jeweiligen Fremdwährung verringern sich sowohl die Kapitalrückzahlung als auch die Zinszahlungen

in EUR. Ob sich ein Fremdwährungskredit im Vergleich zu einem Euro-Kredit letztlich als günstiger oder als kostspieliger erweist, hängt von der Entwicklung des Wechselkurses und des Zinsabstands zwischen den Zinsen in EUR und jenen in der jeweiligen Fremdwährung ab. Die Problematik liegt dabei darin, dass Wechselkurse nicht und Zinsentwicklungen allenfalls kurzfristig prognostiziert werden können. Angesichts der langen Laufzeiten der meisten Fremdwährungskredite, die derzeit in Österreich ausständig sind, können die endgültigen Kosten dieser Kredite heute nicht angegeben werden.

In einer Ex-Post-Betrachtung ist eine Berechnung von Gewinnen und Verlusten von Fremdwährungskrediten im Vergleich zu Euro-Krediten anhand der tatsächlichen Marktbewegungen aber sehr wohl möglich. In Grafik 14 werden die Gewinne oder Verluste von dreijährigen Fremdwährungskrediten mit einem Volumen von 100.000 EUR gegenüber entsprechenden Euro-Krediten für den Zeitraum von Anfang 1990 bis Anfang 2000 dargestellt. Die dargestellten Gewinne bzw. Verluste ergeben sich aus der Entwicklung der EUR/CHF- und EUR/JPY-Wechselkurse sowie der Drei-Monats-Geldmarktzinssätze im EUR und in den Fremdwährungen im Zeitraum Jänner 1990 bis Jänner 2003. Für die Fremdwährungs- und die Euro-Kredite wurden vierteljährliche Zinsanpassungen und -zahlungen sowie ein Aufschlag von jeweils 1,5% auf den Geldmarktzinssatz zu Grunde gelegt. In den Beispielen 4 und 5 wird die Berechnung der Gewinne bzw. Verluste für einen Kredit in CHF und einen in JPY, jeweils mit Aufnahmezeitpunkt 1.1.2000, im Detail erläutert. Grafik 15 stellt die jährliche Effektivverzinsung dieser Kredite dar. Die Effektivverzinsung bezieht sich dabei auf die in EUR zu leistenden Zinszahlungen sowie die Tilgung der Kredite in EUR.

**Grafik 15: Vergleich der jährlichen Effektivverzinsung in EUR von Fremdwährungs- und Euro-Krediten zu unterschiedlichen Aufnahmezeitpunkten (von 1990 bis 2000).**



Quelle: Datastream Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafik stellt die jährliche Effektivverzinsung in EUR von Fremdwährungskrediten mit der beschriebenen Ausstattung und entsprechender Euro-Kredite dar, die zum jeweils angegebenen Zeitpunkt aufgenommen wurden. Gewinne und Verluste ergeben sich aus der tatsächlichen Marktentwicklung von Anfang 1990 bis Anfang 2003. Die mit einem Fremdwährungskredit verbundenen höheren Kosten im Vergleich zu einem Euro-Kredit wurden nicht berücksichtigt.

#### Beispiel 4:

Für einen Euro-Kredit mit einer dreijährigen Laufzeit und einem Kreditvolumen von 100.000 EUR, der zum Stichtag 1.1.2000 aufgenommen wurde, ergibt sich eine Gesamtzinsbelastung von 16.432 EUR. Inklusiv der Kapitalrückzahlung in der Höhe von 100.000 EUR zum Stichtag 1.1.2003 beträgt die gesamte Zahlungsbelastung für diesen Kredit also 116.432 EUR. Dies entspricht einer jährlichen Effektivverzinsung von 5,13%. Für einen Kredit, der zu denselben Zeitpunkten in CHF aufgenommen und getilgt wurde, betragen die gesamten Zinszahlungen nur 12.601 EUR. Zwar hat der CHF während der Laufzeit des Kredits aufgewertet, gleichzeitig hat sich aber auch der Abstand der Zinsen im EUR zu jenen im CHF von rund einem Prozentpunkt auf knapp über zwei Prozentpunkte vergrößert, wodurch die gesamten Zinsbelastung des Schweizer-Franken-Kredits geringer ausfällt als jene des Euro-Kredits. Im Vergleich zum Euro-Kredit entspricht dies einem Gewinn bezüglich der Zinszahlungen von 3.831 EUR, was in Grafik 14 aus dem hellgrauen Balken für den Jänner 2000 ersichtlich ist. Allerdings führt die Aufwertung des CHF auch dazu, dass die Kapitalrückzahlung zum 1.1.2003 statt den ursprünglich aufgenommenen 100.000 EUR 110.514 EUR ausmacht. Die gesamte Zahlungsbelastung für den Kredit in CHF beträgt somit 123.115 EUR. Der Fremdwährungskredit in CHF hat also in diesem Fall gegenüber einem Euro-Kredit einen Verlust von 6.683 EUR ergeben. Die gesamte Zahlungsbelastung dieses Schweizer-Franken-Kredits entspricht einer Effektivverzinsung in EUR von 6,94%, also um 1,81 Prozentpunkte mehr als jene des Euro-Kredits (Grafik 15).

#### Rechnung zu Beispiel 4:

	EUR-Kredit			CHF-Kredit			
	Datum	Betrag in EUR	Zinssatz in EUR	Betrag in EUR	Zinssatz in CHF	Kurs EUR/CHF	Betrag in CHF
Kreditaufnahme	01.01.2000	100.000		100.000		0,6230	160.514
Zinszahlung	01.04.2000	1.210	4,84%	845	3,35%	0,6287	1.344
Zinszahlung	01.07.2000	1.333	5,33%	1.124	4,36%	0,6420	1.750
Zinszahlung	01.10.2000	1.513	6,05%	1.290	4,90%	0,6562	1.966
Zinszahlung	01.01.2001	1.625	6,50%	1.341	5,09%	0,6565	2.043
Zinszahlung	01.04.2001	1.590	6,36%	1.279	4,87%	0,6548	1.954
Zinszahlung	01.07.2001	1.515	6,06%	1.273	4,83%	0,6567	1.938
Zinszahlung	01.10.2001	1.485	5,94%	1.285	4,74%	0,6757	1.902
Zinszahlung	01.01.2002	1.290	5,16%	1.026	3,79%	0,6744	1.521
Zinszahlung	01.04.2002	1.198	4,79%	913	3,34%	0,6817	1.340
Zinszahlung	01.07.2002	1.238	4,95%	857	3,14%	0,6803	1.260
Zinszahlung	01.10.2002	1.235	4,94%	752	2,73%	0,6862	1.096
Zinszahlung	01.01.2003	1.200	4,80%	616	2,23%	0,6885	895
Kapitalrückzahlung	01.01.2003	100.000		110.514		0,6885	160.514
						<u>Gewinn/Verlust</u>	
Gesamte Zahlungsbelastung		116.432		123.115		-6.683	
hievon Zinszahlungen		16.432		12.601		3.831	
hievon Kapitalrückzahlung		100.000		110.514		-10.514	
Effektivverzinsung in EUR		5,13%		6,94%		-1,81 Pp	

Anmerkungen: Die Differenz der Effektivverzinsungen in EUR der beiden Kredite wird in Prozentpunkten (Pp) angegeben. Der Zinssatz zu einem bestimmten Zahlungstermin ergibt sich jeweils auf Grund des Geldmarktzinssatzes zum vorherigen Zahlungstermin zuzüglich einem Aufschlag von 1,5%. Die Zinszahlung pro Quartal ergibt sich aus Nominale mal ein Viertel des jährlichen Zinssatzes. Die Kosten aus den Kreditgeschäften wurden nicht berücksichtigt.

### Beispiel 5:

Für einen Yen-Kredit in der Höhe von 100.000 EUR, der zum Stichtag 1.1.2000 aufgenommen und zum 1.1.2003 getilgt wurde, zeigt sich ein umgekehrtes Bild. Bei einem Zinsabstand zwischen rund 3 und 4,5 Prozentpunkten hat der JPY während der Laufzeit des Kredits deutlich abgewertet. Die gesamte Zinsbelastung für diesen Yen-Kredit beläuft sich deshalb auf nur 4.772 EUR, also lediglich etwas mehr als ein Drittel der Zinsbelastung für einen entsprechenden Euro-Kredit. Auf Grund der Abwertung des JPY während der Laufzeit des Kredits müssen für die im Jänner 2000 aufgenommenen 100.000 EUR im Jänner 2003 zudem nur 82.587 EUR zurückbezahlt werden. Die gesamte Zahlungsbelastung dieses Kredits beläuft sich somit auf 87.359 EUR, also deutlich weniger als die ursprünglich aufgenommenen 100.000 EUR. Das entspricht einem Gewinn gegenüber dem entsprechenden Euro-Kredit von 29.073 EUR (Grafik 14) bzw. fast 30% des aufgenommenen Kreditvolumens. Da die gesamte Zahlungsbelastung des Kredits in EUR geringer ist als das aufgenommene Kreditvolumen, ergibt sich eine negative Effektivverzinsung in EUR von minus 4,14% (Grafik 15).

### Rechnung zu Beispiel 5:

	Datum	EUR-Kredit		JPY-Kredit			Betrag in JPY
		Betrag in EUR	Zinssatz in EUR	Betrag in EUR	Zinssatz in JPY	Kurs EUR/100 JPY	
Kreditaufnahme	01.01.2000	100.000		100.000		0,9734	10.273.269
Zinszahlung	01.04.2000	1.210	4,84%	441	1,69%	1,0149	43.405
Zinszahlung	01.07.2000	1.333	5,33%	414	1,62%	0,9943	41.607
Zinszahlung	01.10.2000	1.513	6,05%	471	1,74%	1,0533	44.689
Zinszahlung	01.01.2001	1.625	6,50%	490	2,04%	0,9353	52.394
Zinszahlung	01.04.2001	1.590	6,36%	475	2,05%	0,9030	52.651
Zinszahlung	01.07.2001	1.515	6,06%	397	1,63%	0,9490	41.864
Zinszahlung	01.10.2001	1.485	5,94%	372	1,58%	0,9158	40.579
Zinszahlung	01.01.2002	1.290	5,16%	354	1,59%	0,8671	40.836
Zinszahlung	01.04.2002	1.198	4,79%	356	1,60%	0,8657	41.093
Zinszahlung	01.07.2002	1.238	4,95%	344	1,59%	0,8423	40.836
Zinszahlung	01.10.2002	1.235	4,94%	334	1,57%	0,8287	40.323
Zinszahlung	01.01.2003	1.200	4,80%	324	1,57%	0,8039	40.323
Kapitalrückzahlung	01.01.2003	100.000		82.587		0,8039	10.273.269
						Gewinn/Verlust	
Gesamte Zahlungsbelastung		116.432		87.359		29.073	
hievon Zinszahlungen		16.432		4.772		11.660	
hievon Kapitalrückzahlung		100.000		82.587		17.413	
Effektivverzinsung in EUR		5,13%		-4,14%		9,26 Pp	

Anmerkungen: Siehe Anmerkungen zu Beispiel 4.

Vergleicht man die Gewinne bzw. Verluste von Fremdwährungskrediten gegenüber Euro-Krediten über einen längeren Zeitraum, so zeigen sich je nach Währung und Zeitpunkt der Aufnahme der Fremdwährungskredite beträchtliche Schwankungen. Bei den dreijährigen Schweizer-Franken-Krediten ergeben sich für die Aufnahmezeitpunkte zwischen 1990 und 2000 Gewinne und Verluste bis rund 10% des aufgenommenen Kreditvolumens (Grafik 14). Die Effektivverzinsung in EUR dieser Kredite beträgt zwischen 2,2 und 10,4% (Grafik 15), was im Vergleich zur Effektivverzinsung der Euro-Kredite einem Zinsvorteil von 3,6 Prozentpunkten bzw. einem Zinsnachteil von 3,3 Prozentpunkten entspricht. Bei den Yen-Krediten ergeben sich im Vergleich zu entsprechenden Euro-Finanzierungen sogar Gewinne bis zu 30%, aber auch Verluste bis

zu 50% des Kreditvolumens. Die Effektivverzinsung in EUR schwankt von minus 5,8% bis plus 21,7%, was gegenüber entsprechenden Euro-Krediten einem Zinsvorteil von 11,3 Prozentpunkten bzw. einem Zinsnachteil von 14,2 Prozentpunkten entspricht. Der Vergleich des Risikos, dem Yen- und Schweizer-Franken-Kredite unterliegen, bestätigt dabei ein altbekanntes Gesetz der Finanzmärkte: Höheren Ertragschancen (höhere Gewinne gegenüber Euro-Krediten) stehen auch höhere Risiken (höhere Verluste gegenüber Euro-Krediten) gegenüber.

Weniger für einen Kredit zurückzubezahlen als ursprünglich aufgenommen wurde, wie es in Beispiel 5 der Fall ist, erscheint auf den ersten Blick sehr reizvoll. Dabei muss allerdings beachtet werden, dass die negative Effektivverzinsung in diesem Beispiel in erster Linie auf die günstige Entwicklung des Wechselkurses des EUR gegenüber dem JPY zurückzuführen ist. Die Wechselkursentwicklung kann allerdings nicht vorhergesehen werden. Hätte man denselben Yen-Kredit nicht im Jänner 2000, sondern zum Stichtag 1.6.1998 aufgenommen, so hätte man für diesen Kredit um fast 43.000 EUR, also knapp 43% des Kreditvolumens, mehr bezahlt als für einen entsprechenden Euro-Kredit. Auf Grund der ungünstigen Wechselkursentwicklung während der Laufzeit dieses Kredits, liegt dessen Effektivverzinsung trotz der günstigen Zinsen im JPY bei über 15%. Der „Zinsvorteil“ bezogen auf die Effektivverzinsung in EUR entwickelte sich in diesem Fall zu einem Nachteil, der etwa zehn Prozentpunkte beträgt.

### **Längere Laufzeit bedeutet höheres Wechselkursrisiko**

Der Umstand, dass Fremdwährungskredite zumeist endfällige Kredite sind, führt dazu, dass der größte Teil des Wechselkursrisikos erst bei Fälligkeit schlagend wird. Dies geht deutlich aus Grafik 14 hervor. Sowohl bei den Schweizer-Franken- als auch bei den Yen-Krediten sind die Zinszahlungen unabhängig von der jeweiligen Wechselkursentwicklung zu allen Aufnahmezeitpunkten zwischen 1990 und 2000 geringer als jene der entsprechenden Euro-Kredite. Dennoch ist die gesamte Zahlungsverlastung der Fremdwährungskredite in vielen Fällen höher als jene entsprechender Euro-Kredite, da die infolge einer Aufwertung der Fremdwährung gestiegene Kapitalrückzahlung die Ersparnis bei den Zinszahlungen mehr als aufwiegt. Da die Zinszahlungen im Vergleich zur Kapitalrückzahlung relativ gering sind, wird der größte Teil des Wechselkursrisikos erst bei Fälligkeit schlagend. Endfällige Fremdwährungskredite beinhalten also in zeitlicher Hinsicht ein so genanntes Klumpenrisiko.

Die in den Beispielen verwendete, im Vergleich zu den in der Praxis vergebenen Fremdwährungskrediten relativ kurze Laufzeit von drei Jahren wurde gewählt, um die Gewinne oder Verluste aus den Fremdwährungskrediten anhand der tatsächlichen Marktentwicklung berechnen zu können. Die in der Praxis vergebenen Fremdwährungskredite haben in der Regel eine Laufzeit zwischen 15 und 25 Jahren. Da der wesentliche Teil des Wechselkursrisikos bei endfälligen Fremdwährungskrediten erst zum Tilgungszeitpunkt schlagend wird, ist das Wechselkursrisiko dieser langfristigen Fremdwährungskredite sogar noch höher als jenes der kurzfristigen, da die Schwankungsbreite (Volatilität) des Wechselkurses mit dem Zeithorizont zunimmt. Dies geht deutlich aus Tabelle 1 hervor, die die durchschnittliche Schwankungsbreite (Standardabweichung) der relativen Wechselkursänderungen sowie maximale und

minimale Änderungen für unterschiedliche Zeithorizonte für den Zeitraum von 1960 bis 2003 zeigt. Aus der Tabelle ist auch deutlich abzulesen, dass die Schwankungsbreite des JPY etwa zwei bis drei Mal so hoch ist als jene des CHF. Dies bedeutet, dass das Wechselkursrisiko eines Yen-Kredits zwei- bis dreimal höher ist, als jenes eines Schweizer-Franken-Kredits.

**Tabelle 1: Statistiken der relativen Wechselkursänderungen für unterschiedliche Zeithorizonte**

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
Durchschnittliche Schwankungsbreite (Standardabweichung)							
CHF	1,1%	2,3%	3,3%	4,7%	9,3%	14,6%	12,6%
JPY	2,4%	4,8%	7,4%	11,3%	17,8%	25,7%	38,1%
Maximum (Maximale Aufwertung)							
CHF	5,3%	14,2%	17,5%	30,3%	52,4%	51,1%	48,9%
JPY	8,9%	15,6%	29,8%	45,1%	74,5%	88,0%	155,8%
Minimum (Maximale Abwertung)							
CHF	-4,9%	-9,5%	-10,7%	-11,5%	-11,2%	-12,5%	-6,0%
JPY	-9,2%	-17,9%	-19,4%	-28,8%	-24,3%	-29,2%	-29,2%

Quelle: WSR, BIZ, Datastream Thomson Financial, eigene Berechnungen.

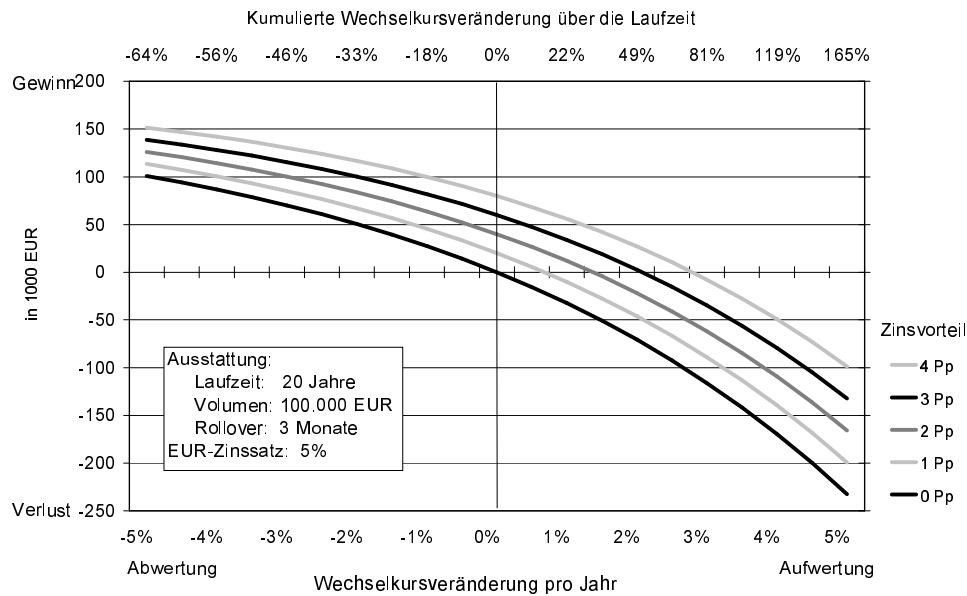
Anmerkung: Die Werte wurden auf Basis der beobachteten relativen Wechselkursänderungen zwischen 1960 und 2003 berechnet.

Grafik 16 zeigt die hypothetischen Gewinne und Verluste aus der gesamten Zahlungsbelastung von Fremdwährungskrediten mit einem Volumen von 100.000 EUR und einer Laufzeit von 20 Jahren für unterschiedliche Entwicklungen des Wechselkurses und verschiedene Zinsdifferenzen im Vergleich zu einer entsprechenden Euro-Finanzierung. Dabei wird von einer Auf- und Abwertung des Wechselkurses bis jeweils 5% jährlich ausgegangen. Diese Annahme mag auf den ersten Blick unrealistisch erscheinen. Betrachtet man jedoch die durchschnittliche Schwankungsbreite der Wechselkurse des JPY und des CHF (Tabelle 1) so sind derartige Entwicklungen im Sinne einer durchschnittlichen Betrachtung über die gesamte Laufzeit sehr wohl möglich. Die maximale Aufwertung des JPY, die seit 1960 innerhalb von 20 Jahren beobachtet wurde, entspricht dabei in etwa einer kontinuierlichen jährlichen Aufwertung von 5%.

Vergleicht man beispielsweise einen Fremdwährungskredit mit einer Laufzeit von 20 Jahren und einem Volumen von 100.000 EUR sowie einem Zinsvorteil von 2 Prozentpunkten mit einem Euro-Kredit, so ist festzustellen, dass bei gleich bleibendem Wechselkurs der Gesamtkostenvorteil einer Fremdwährungsfinanzierung gegenüber einem Euro-Kredit bei rund 40.000 EUR liegt. Dieser Vorteil verringert sich jedoch mit steigendem Wechselkurs. Bei einem Anstieg des Wechselkurses bis zum Tilgungszeitpunkt des Kredits von jährlich rund 1,5% – das entspricht einem über die Kreditlaufzeit kumulierten Anstieg von lediglich 35% – sind die Gesamtkosten der Fremdwährungsfinanzierung gleich denen einer Euro-Finanzierung. Bei darüber hinausgehenden Wechselkurs erhöhungen ist ein Euro-Kredit günstiger als eine Fremdwährungsfinanzierung. Bei einer jährlichen Aufwertung von 3% beträgt der Verlust gegenüber einem Euro-Kredit bereits 60.000 EUR, also über 60% des

Kreditvolumens. Die zusätzlichen Kosten einer Fremdwährungsfinanzierung wurden hierbei noch nicht einmal berücksichtigt.

**Grafik 16: Gewinne und Verluste aus hypothetischen Fremdwährungskrediten gegenüber einem entsprechenden Euro-Kredit**



Quelle: Eigene Berechnungen.

Anmerkungen: Die Grafik zeigt hypothetische Gewinne und Verluste aus Fremdwährungskrediten mit der angegebenen Ausstattung gegenüber einem entsprechenden Euro-Kredit für unterschiedliche Wechselkursentwicklungen und Zinsvorteile in Prozentpunkten (Pp). Für den Euro-Kredit wurde ein Zinssatz von 5% unterstellt. Die zusätzlichen Kosten eines Fremdwährungskredits wurden nicht berücksichtigt.

### **Begrenzung des Wechselkursrisikos durch Währungsumstieg?**

Ein Argument, das häufig für die Aufnahme von Fremdwährungskrediten ins Treffen geführt wird, bezieht sich auf die Möglichkeit, den Fremdwährungskredit während der Laufzeit in einen Euro-Kredit oder auch einen Kredit in einer anderen Währung umzuwandeln. Diese Möglichkeit ist grundsätzlich bei allen Fremdwährungskrediten gegeben, allerdings ist ein Währungsumstieg fallweise nur zu den Zinsanpassungsterminen bzw. Rollover-Stichtagen – typischerweise also alle drei oder sechs Monate – möglich. Grundsätzlich ist es richtig, dass das Wechselkursrisiko eines Fremdwährungskredits dadurch begrenzt wird. Allerdings sind in diesem Zusammenhang einige Punkte zu beachten:

- Zum ersten ist jeder Währungsumstieg mit zusätzlichen Kosten verbunden. In jedem Fall ergeben sich Konvertierungskosten von bis zu einem Prozent des ausstehenden Kreditvolumens, die sich aus den unterschiedlichen Devisenan- und Verkaufskursen der Fremdwährung ergeben (siehe Beispiel 1). Falls eine Konvertierung zwischen den Rollover-Stichtagen überhaupt möglich ist, ist diese zumeist mit zusätzlichen Kosten verbunden, um den damit verbundenen Aufwand für die Bank (Refinanzierungsverluste) abzudecken. Diese zusätzlichen Konvertierungskosten können bis zu einem weiteren Prozent des ausstehenden Kreditvolumens ausmachen. Allein auf Grund der mit einem Währungsumstieg verbundenen Kosten ist ein

beliebig häufiger Umstieg zwischen den Währungen nicht möglich, da jeder Zinsvorteil in der Fremdwährung durch die anfallenden Kosten verloren ginge.

- Ist ein Währungsumstieg nur zu den Rollover-Stichtagen möglich, muss bedacht werden, dass auch die Währungsschwankungen innerhalb kurzer Zeiträume durchaus beträchtlich sein können. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich ist, betrug die durchschnittliche Schwankungsbreite des CHF über einen Zeithorizont von drei Monaten in den vergangenen knapp 25 Jahren 2,1% und jene des JPY 5,5%. Die entsprechende maximale Aufwertung des CHF betrug knapp 8,0% und jene des JPY sogar 15,7%.
- Darüber hinaus muss bedacht werden, dass Währungen – wenn auch nur in seltenen Fällen – innerhalb eines oder weniger Tage extremen Auf- oder auch Abwertungen unterworfen sein können. Insbesondere beim JPY ist die Möglichkeit kurzfristiger extremer Schwankungen durchaus gegeben. Findet eine extreme Aufwertung des JPY innerhalb eines oder weniger Tage statt, so wäre ein Währungsumstieg ohne entsprechende Verluste für private Kreditnehmer selbst dann nur schwer möglich, wenn eine Konvertierung des Fremdwährungskredits in einen Euro-Kredit zwischen den Rollover-Terminen auf Grund der Konditionen möglich wäre, da zwischen einer entsprechenden Erteilung eines Auftrags an die Bank und dessen Durchführung zumindest einige Tage, aber auch bis zu zwei Wochen vergehen könnten.
- Die wesentliche Problematik einer Konvertierung eines Fremdwährungskredits liegt allerdings in der Wahl des Zeitpunkts, zu dem ein Umstieg erfolgen soll. Da die beste Prognose für den zukünftigen Wechselkurs stets der heutige Wechselkurs ist, gibt es ex ante keinen „günstigen“ Zeitpunkt für die Konvertierung des Fremdwährungskredits. Unabhängig davon, wie sich der Wechselkurs in der Vergangenheit entwickelt hat, ist zu jedem Zeitpunkt eine Aufwertung der Fremdwährung gleich wahrscheinlich wie eine Abwertung. Tatsächlich begrenzt wird das Wechselkursrisiko jedenfalls nur dann, wenn man im Vorhinein einen maximalen Wechselkursanstieg (und damit verbundenen Anstieg der Schuld in EUR) festsetzt. Wenn diese Grenze überschritten wird, muss der Fremdwährungskredit auch tatsächlich in einen Euro-Kredit umgewandelt werden. Dadurch wird das Wechselkursrisiko begrenzt, allerdings wird es auch vorzeitig schlagend. Die Begrenzung des Wechselkursrisikos durch Währungsumstieg ist allerdings nur dann möglich, wenn eine Konvertierung des Fremdwährungskredits auch zwischen den Rollover-Terminen möglich ist. Ansonsten besteht das Risiko, dass der Wechselkurs bis zum nächsten Rollover-Termin noch weiter ansteigt und sich damit die Verschuldung in EUR vergrößert.
- In vielen Fällen behält sich auch die Bank das Recht vor, eine Zwangskonvertierung vorzunehmen, wenn der Wechselkurs der Fremdwährung einen bestimmten Kurswert übersteigt. Dadurch wird zwar ebenso wie bei einer freiwilligen Konvertierung das Wechselkursrisiko begrenzt, wie bei dieser wird es dadurch auch vorzeitig schlagend.

## Zusätzliche Risiken bei Tilgungsträgermodellen

Ein weiteres wesentliches Risiko eines Fremdwährungskredits, der als Tilgungsträgermodell konstruiert ist, wird als Tilgungsträgerrisiko bezeichnet. Unter diesem Begriff werden alle Risiken zusammengefasst, die sich auf die Wertentwicklung des Tilgungsträgers beziehen und die dazu führen können, dass der Wert des Tilgungsträgers zum Fälligkeitszeitpunkt zur Rückzahlung des offenen Kreditvolumens nicht ausreicht. Dazu zählen allerdings nicht die bereits beschriebenen Risiken, die auch bei jenen Fremdwährungskrediten bestehen, die nicht als Tilgungsträgermodell konstruiert sind. Je nach Wahl des Tilgungsträgers ist das Tilgungsträgerrisiko unterschiedlich groß und kann auch unterschiedliche Risikokategorien umfassen.

In der Praxis reicht der Bogen der angebotenen Tilgungsträger von konservativen Lebensversicherungen in EUR mit garantierter Mindestrendite bis hin zu hochriskanten Aktienveranlagungen in USD. Grundsätzlich ist dabei anzumerken, dass alle Tilgungsträger, die nicht auf EUR lauten, mit einem Wechselkursrisiko behaftet sind. So kann beispielsweise<sup>24</sup> eine in GBP abgeschlossene Lebensversicherung allein deshalb nicht zur Tilgung des Kredits ausreichen, weil der GBP während der Kreditlaufzeit abgewertet hat. In manchen Fällen werden auch Tilgungsträger in derselben Währung angeboten, auf die der Fremdwährungskredit lautet. Dabei wird argumentiert, dass derartige Tilgungsträger keinem Wechselkursrisiko unterliegen. Dies gilt zwar für die *Auszahlung* des Tilgungsträgers für die Kapitalrückzahlung des Fremdwährungskredits zu dessen Fälligkeitszeitpunkt. Allerdings unterliegen bei diesem Modell die *Einzahlungen* in den Tilgungsträger sehr wohl einem Wechselkursrisiko. Derartige Modelle beseitigen also nicht das Wechselkursrisiko selbst, sondern lediglich dessen zeitliche Konzentration zum Fälligkeitszeitpunkt. Derselbe Effekt könnte allerdings mit einem nicht endfälligen Fremdwährungskredit, der mit Pauschalraten abbezahlt wird, erreicht werden.

Jedenfalls unterliegen auch Tilgungsträger, die auf EUR lauten, in der Regel zusätzlichen Risiken, die je nach gewähltem Modell unterschiedlich groß sind. Investmentfonds, die vorwiegend in Aktien investieren, beinhalten ein Kursrisiko und zählen zu den riskantesten Tilgungsträgermodellen. Aber auch risikoärmere Veranlagungen, die beispielsweise ausschließlich in Anleihen bester Bonität investieren, unterliegen – so wie alle zinssensitiven Finanzinstrumente – zumindest einem Zinsänderungsrisiko. Überhaupt kein Tilgungsträgerrisiko besteht lediglich bei Veranlagungen in EUR, die eine bestimmte Mindestverzinsung garantieren, wie zum Beispiel Lebensversicherungen. Die Rendite derartiger Veranlagungen ist allerdings naturgemäß entsprechend gering.

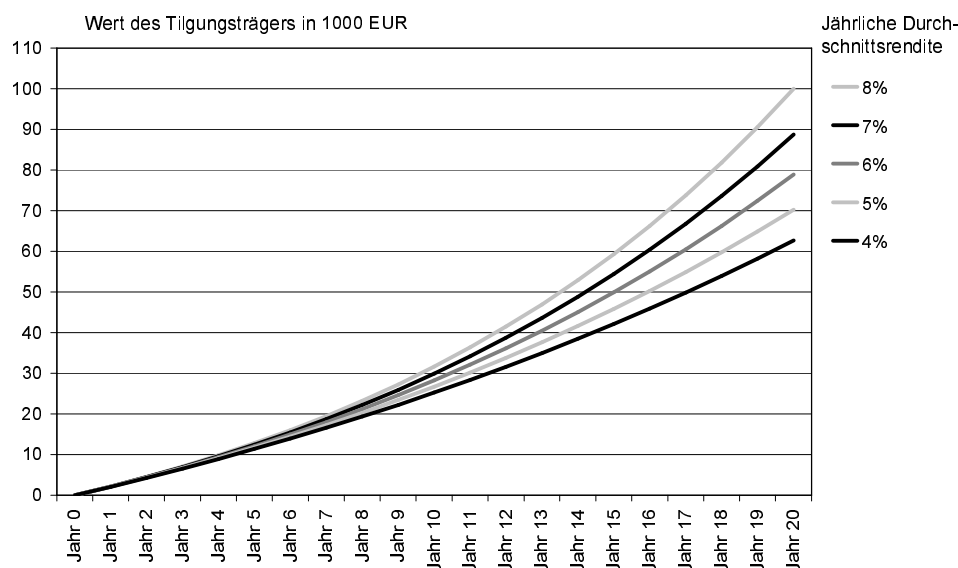
Die Renditeberechnungen von Veranlagungen gehen üblicherweise von einer konstanten Renditeentwicklung aus, wobei die im Durchschnitt über den Veranlagungszeitraum erwartete Rendite zu Grunde gelegt wird. Gibt es im Veranlagungszeitraum jedoch eine oder mehrere Perioden mit einer schwachen oder sogar negativen Renditeentwicklung – beispielsweise infolge einer Börsenkrise –, so hat dies negative Auswirkungen auf das Gesamtkapital am Ende des Veranlagungszeitraums und kann trotz einer über den Erwartungen liegenden Rendite in den restlichen Perioden dazu führen, dass das Kapital am Ende der Laufzeit zur Kreditrückführung nicht ausreicht.

---

<sup>24</sup> Für alle im Folgenden beschriebenen Tilgungsträgermodelle ist zumindest ein Beispiel aus der Praxis bekannt.

Grafik 17 stellt die Wertentwicklung eines Tilgungsträgers mit einer erwarteten Rendite von 8% pro Jahr, der zur Rückführung eines endfälligen Fremdwährungskredits in Höhe von 100.000 EUR und einer Laufzeit von 20 Jahren verwendet wird, beispielhaft dar. Bei einer Rendite von durchschnittlich 8% pro Jahr und jährlichen Einzahlungen von etwas mehr als 2.000 EUR reicht das Gesamtkapital der Veranlagung zum Fälligkeitszeitpunkt aus, um den Fremdwährungskredit in Höhe von 100.000 EUR zu tilgen. Sinkt die Durchschnittsrendite jedoch auf 7%, was der Fall ist, wenn in nur zwei der 20 Jahre eine Nullrendite erreicht wird, so beträgt der Wert des Tilgungsträgers zum Tilgungszeitpunkt bereits weniger als 90.000 EUR. Wird auf Grund mehrerer Jahre mit einer schlechten Rendite lediglich eine Durchschnittsrendite von 4% erreicht, so beläuft sich der Wert des Tilgungsträgers zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Fremdwährungskredits auf lediglich rund 63.000 EUR. Dies ist mehr als ein Drittel weniger, als zur Kredittilgung notwendig wäre.

**Grafik 17: Wertentwicklung eines Tilgungsträgers bei unterschiedlichen Durchschnittsrenditen**



Quelle: Eigene Berechnungen.

Grundsätzlich ist anzumerken, dass die dargestellten Risiken der Tilgungsträgermodelle mit ihren möglichen Auswirkungen auf die Gesamtbelastung einer Fremdwährungsfinanzierung unabhängig von der Kreditlaufzeit bestehen. Neben einer zu geringen Wertentwicklung des Tilgungsträgers kann sich das Tilgungserfordernis, bedingt durch eine Aufwertung der Fremdwährung, in der der Kredit aufgenommen wurde, für den Kredit zusätzlich steigern, sodass sich auch die Deckungslücke weiter ausweitet.

Im Zusammenhang mit der schlechten Entwicklung der Kapitalmärkte wurde bereits im September 2001 die Mindestrendite von Lebensversicherungen von 4% auf 3,25% zurückgenommen und mit Jahresende 2003 ist mit einer weiteren deutlichen Reduktion auf unter 3% zu rechnen. Im Bereich der Aktienveranlagungen waren in den vergangenen Jahren Kursverluste von bis zu 90% keine Seltenheit. Auf Grund dieser Entwicklungen ist zu erwarten, dass in vielen Fällen eine ordnungsgemäße Rückführung der

Fremdwährungskredite aus dem angesparten Kapital nicht mehr möglich sein dürfte, wodurch zusätzliche Aufwendungen für die Kreditnehmer entstehen.

### **Hoher Fremdwährungskreditanteil führt zu Klumpenrisiko für die Banken**

Die vielfachen Risiken (Wechselkurs-, Zins- und Tilgungsträgerrisiko), die der Fremdwährungskreditnehmer eingeht, erhöhen das Ausfallrisiko eines Fremdwährungskredits. Das Ausfallrisiko bezeichnet jenes Risiko, dass der Fremdwährungskreditnehmer seine Zahlungsverpflichtungen nicht oder nicht zeitgerecht erfüllt, und wird naturgemäß von der Bank getragen. Bei Euro-Krediten hängt die Wahrscheinlichkeit, dass ein bestimmter Kreditnehmer ausfällt – abgesehen von konjunkturellen Einflüssen – nur von Faktoren ab, die den individuellen Kreditnehmer betreffen (z. B. dessen Einkommen, Verschuldung etc.). Bei Fremdwährungskrediten von verschiedenen Kreditnehmern in derselben Währung hängt die Ausfallwahrscheinlichkeit zusätzlich von systematischen Komponenten ab, nämlich der Entwicklung des Wechselkurses und der Zinsen in der jeweiligen Fremdwährung. Steigt der Wechselkurs bzw. der Zinssatz, so steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit *aller* Kreditnehmer in dieser Währung. Zudem steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit aller Fremdwährungskreditnehmer, die dasselbe oder ein ähnliches Tilgungsträgermodell verwenden, wenn die Wertentwicklung der verwendeten Veranlagungsinstrumente unter den Erwartungen bleibt. Die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Fremdwährungskreditnehmer sind also nicht voneinander unabhängig, sondern untereinander positiv korreliert. Für Banken, die einen besonders hohen Fremdwährungskreditanteil aufweisen, ergibt sich damit ein Klumpenrisiko hinsichtlich des erhöhten Ausfallrisikos, da infolge steigender Wechselkurse und/oder Fremdwährungszinsen die Wahrscheinlichkeit steigt, dass ein großer Teil des ausstehenden Kreditvolumens ausfällt.

Zu beachten ist dabei, dass dieses Klumpenrisiko auch einen zeitlichen Aspekt beinhaltet, da bei endfälligen Fremdwährungskrediten der größte Teil des von den Kreditnehmern zu tragenden Wechselkursrisikos erst zum Ende der Kreditlaufzeit schlagend wird. Da die meisten Fremdwährungskredite erst seit Mitte der Neunzigerjahre vergeben wurden und eine Laufzeit von 15 bis 25 Jahren haben, konzentriert sich das Klumpenrisiko ungefähr auf den Zeitraum von 2010 bis 2025.

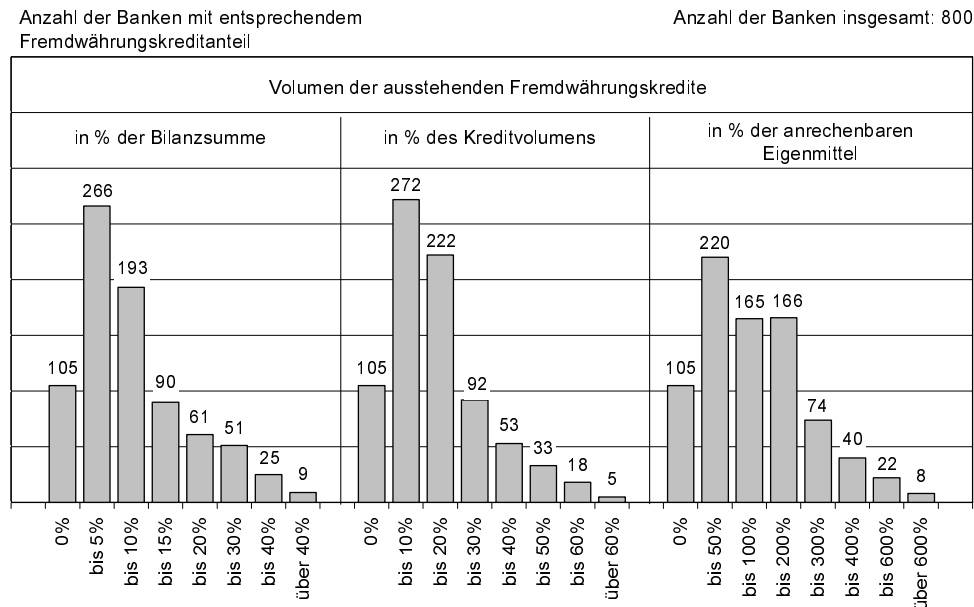
### **Klumpenrisiko der Fremdwährungskredite birgt Risikopotenzial für regionale Bankenstabilität**

Aus Grafik 18 geht hervor, dass die Mehrzahl der österreichischen Banken, die sich im Kreditgeschäft betätigen, nur einen relativ geringen Fremdwährungskreditanteil hat. Allerdings gibt es auch eine beträchtliche Anzahl an Banken mit hohem und einige mit sehr hohem Fremdwährungskreditanteilen. Im Jänner 2003 beträgt der Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten Kreditvolumen bei 109 von insgesamt 800 Banken über 30%, bei immerhin noch 23 Banken sogar über 50%. Das entspricht in etwa Anteilen an der Bilanzsumme von 20 bzw. 40%.

In Einzelfällen beträgt der Fremdwährungskreditanteil bis über 60% des Kreditvolumens bzw. fast 50% der Bilanzsumme. Bei 30 Banken überschreitet das Volumen der

Fremdwährungskredite die anrechenbaren Eigenmittel um mehr als das Vierfache, bei immerhin noch acht sogar um mehr als das Sechsfache. Dies zeigt deutlich, dass es eine nicht zu vernachlässigende Anzahl von Banken gibt, für die das mit den Fremdwährungskrediten einhergehende Klumpenrisiko bezüglich des Ausfallrisikos prinzipiell eine relevante Risikokategorie darstellt.

**Grafik 18: Histogramme des Fremdwährungskreditanteils der österreichischen Banken anhand unterschiedlicher Kennzahlen im Jänner 2003**



Quelle: OeNB, MAUS.

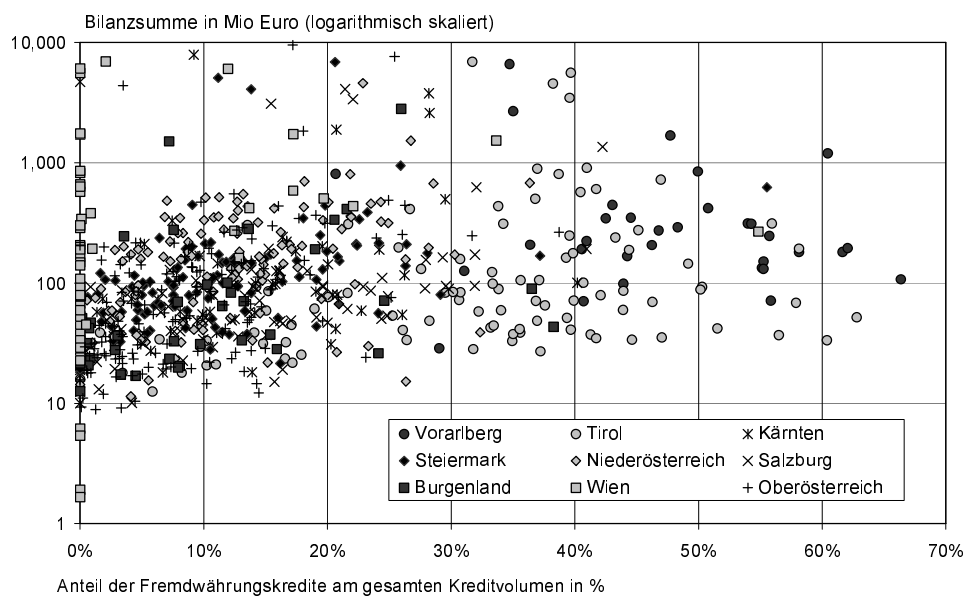
Anmerkung: Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute sowie Banken ohne relevantes Kreditgeschäft (das Volumen der insgesamt ausstehenden Kredite beträgt weniger als 10% der Bilanzsumme) wurden bei der Berechnung der im Text genannten Zahlen und in der Grafik grundsätzlich nicht berücksichtigt.

In der Regel sichern sich die Banken allerdings gegen das erhöhte Ausfallrisiko ab, indem sie von den Kreditnehmern die Bereitstellung höherer Sicherheiten fordern. Wenn eine Bank von allen Fremdwährungskreditnehmern den Risiken entsprechende höhere Sicherheiten verlangt, so ist sie grundsätzlich gegen das erhöhte Ausfallrisiko und das diesbezügliche Klumpenrisiko abgesichert. Man muss aber davon ausgehen, dass insbesondere die von den privaten Haushalten beigebrachten Sicherheiten eine gewisse Homogenität aufweisen. In erster Linie dürfte es sich dabei um Hypotheken auf Liegenschaften handeln, die womöglich – zumindest in Bezug auf eine bestimmte Regionalbank – auch noch eine ähnliche Lage aufweisen. Kommt es in Folge einer Realisierung eines oder mehrerer von den Fremdwährungskreditnehmern zu tragenden Risiken zu einem Ausfall einer größeren Anzahl von privaten Kreditnehmern, so wäre die gleichzeitige und vollständige Verwertung dieser Sicherheiten zu einem angemessenen Preis vermutlich sehr schwierig, wenn nicht gänzlich unmöglich. Damit besteht für die Banken im Zusammenhang mit den Fremdwährungskrediten auch bei ausreichender Besicherung ein Klumpenrisiko hinsichtlich der Verwertung der Sicherheiten.

Wie aus Grafik 19 ersichtlich ist, handelt es sich bei den Banken mit besonders hohem Fremdwährungskreditanteil überwiegend um kleine bis mittlere Regionalbanken in den westlichen Bundesländern. Bis auf zwei Ausnahmen liegen alle Banken mit einem Fremdwährungskreditanteil über 50% in Tirol oder Vorarlberg. Die Bilanzsumme dieser

Banken liegt zwischen 50 Mio und rund 1 Mrd EUR. Auch unter den Banken mit einem Fremdwährungskreditanteil zwischen 30 und 50% ist die Mehrzahl in diesen Bundesländern angesiedelt. Darunter sind auch einige mittlere Banken mit einer Bilanzsumme über 50 Mrd EUR zu finden. Im Falle einer Realisierung des Klumpenrisikos – sei es in Bezug auf das Ausfallrisiko oder bei ausreichender Besicherung der Fremdwährungskredite hinsichtlich der Verwertung der Sicherheiten – könnte sich dieses durchaus stabilitätsgefährdend für diese kleinen und mittleren Regionalbanken auswirken. Aus diesem Grund stellt der hohe Fremdwährungskreditanteil insbesondere in den westlichen Bundesländern ein gewisses Risikopotenzial zumindest für die regionale Bankenstabilität dar.

**Grafik 19: Fremdwährungskreditanteil der österreichischen Banken am gesamten Kreditvolumen nach Bundesländern im Jänner 2003**



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Banken mit einer Bilanzsumme über 10 Mrd EUR werden nicht dargestellt. Der Fremdwährungskreditanteil dieser Banken bewegt sich ungefähr zwischen 5 und 20% des gesamten Kreditvolumens. Darüber hinaus siehe Anmerkungen zu Grafik 18.

Bei den Banken mit besonders hohem Fremdwährungskreditanteil handelt es sich in erster Linie um Kreditinstitute, die in einem Sektorverbund stehen. Diese so genannten Sektorbanken gehen im Falle einer Destabilisierung üblicherweise nicht in Konkurs, sondern werden im Sektorverbund aufgefangen, indem sie entweder mit einer anderen Bank desselben Sektors fusioniert werden oder finanzielle Unterstützung durch das Zentralinstitut des jeweiligen Sektors erhalten. Dadurch wird zwar innerhalb eines Banksektors eine Risikostreuung in Bezug auf das Klumpenrisiko erreicht, wodurch das Risikopotenzial für die Finanzmarktstabilität gemindert wird. Allerdings ist es angesichts der Tatsache, dass es eine durchaus beträchtliche Zahl von Banken mit hohem Fremdwährungskreditanteil gibt, fraglich, ob dies auch dann noch möglich wäre, wenn mehrere Banken eines Sektors in Folge einer Realisierung des mit den Fremdwährungskrediten einhergehenden Klumpenrisikos in finanzielle Schwierigkeiten gerieten. Folglich könnte eine Destabilisierung des regionalen Bankensystems im Zuge von Ansteckungseffekten auch zu entsprechenden negativen Auswirkungen für die gesamte österreichische Finanzmarktstabilität führen.

## **Fremdwährungskredite erhöhen Refinanzierungsrisiko der Banken**

Neben dem Klumpenrisiko besteht für die Banken ein zusätzliches Risiko bei Fremdwährungskrediten, das in Zusammenhang mit deren Refinanzierung steht. Die Refinanzierung der Fremdwährungskredite erfolgt primär durch die Aufnahme internationaler Interbankenkredite, durch die Begebung von in Fremdwährung denominierten Schuldverschreibungen oder entsprechende Währungsswaps, wobei dies im Fall der Sektorbanken in der Regel indirekt über das Spitzeninstitut erfolgt.

Durch Primäreinlagen kann nur ein geringer Teil der Fremdwährungskredite refinanziert werden. Der Fremdwährungsanteil an den gesamten Primäreinlagen der österreichischen Banken beträgt lediglich 6,6%<sup>25</sup>, wobei der überwiegende Teil auf Wiener Großbanken und in Wien ansässige Zweigstellen ausländischer Banken zurückzuführen ist. Differenziert man den Fremdwährungsanteil an den gesamten Primäreinlagen nach Bundesländern, so ist dieser in Wien mit 11,3% am höchsten, gefolgt von Vorarlberg mit 3,6%. In allen anderen Bundesländern liegt er unter 2%. Man kann folglich auch in den westlichen Bundesländern, in denen der Fremdwährungskreditanteil am gesamten Kreditvolumen überdurchschnittlich hoch ist, nicht davon ausgehen, dass ein wesentlicher Teil der Fremdwährungskredite durch Primäreinlagen refinanziert wird.

Im Falle einer vollständigen währungskongruenten Refinanzierung tragen die Banken – zumindest in der Bilanz – kein Wechselkursrisiko. Allerdings ergeben sich aus der Refinanzierung in Fremdwährung für die Banken Risiken, die hier unter dem Begriff Refinanzierungsrisiko zusammengefasst werden. Dabei ist insbesondere das Risiko steigender Refinanzierungskosten zu nennen.

Auf dem Interbankenmarkt refinanzieren sich die Banken in der Regel zum jeweiligen Geldmarktzinssatz plus einem eventuellen Aufschlag, der in erster Linie von der Bonität der jeweiligen Bank abhängt. Je schlechter die Bonität einer bestimmten Bank eingestuft wird, umso höher ist der Aufschlag, den sie auf den Geldmarktzinssatz bezahlen muss. Unter steigenden Refinanzierungskosten wird hier eine Erhöhung des Aufschlags auf den jeweiligen Geldmarktzinssatz verstanden. Da den Fremdwährungskreditnehmern in der Regel ein fixer Aufschlag auf den entsprechenden Geldmarktzinssatz verrechnet wird<sup>26</sup>, können in diesem Sinne steigende Refinanzierungskosten nicht an den Kunden weitergegeben werden, weshalb sich dadurch die Erträge vermindern. Je kleiner dabei die Zinsspanne der Bank ist, umso größer ist das mit steigenden Refinanzierungskosten verbundene Risiko.

Steigen die Refinanzierungskosten beispielsweise infolge einer Bonitätsverschlechterung, so vermindern sich dadurch die Erträge aus den Fremdwährungskrediten. Da die Bonitätsbeurteilung einer Bank und damit ihre Refinanzierungskraft wiederum wesentlich von ihrer Ertragslage abhängen, besteht die Gefahr, dass – zumindest, wenn zusätzlich andere Faktoren zu einer weiteren Bonitätsverschlechterung führen – eine sich selbst verstärkende negative Wechselwirkung zwischen Ertragslage und Refinanzierungskosten in

---

<sup>25</sup> Die Angaben beziehen sich auf die Primäreinlagen (Spar-, Sicht- und Termineinlagen) in- und ausländischer Kunden im Jänner 2003.

<sup>26</sup> Auch wenn die Zinsspanne der Banken nicht vertraglich fixiert wird, ist es allein schon aus Wettbewerbsgründen fraglich, ob steigende Refinanzierungskosten grundsätzlich an die Kunden weitergegeben werden können.

Gang gesetzt wird. Bei Euro-Krediten ist dieser Zusammenhang in der Regel nicht gegeben, da diese nicht über die internationalen Finanzmärkte, sondern durch Primäreinlagen, in erster Linie also die Einlagen der Sparer refinanziert werden, und man davon ausgehen kann, dass die Kunden weit weniger stark auf eine Bonitätsverschlechterung reagieren als die Teilnehmer an den internationalen Finanzmärkten.

Dabei muss allerdings angemerkt werden, dass eine erhebliche Verschlechterung der Bonität der österreichischen Banken notwendig wäre, damit sich der Zusammenhang zwischen Refinanzierungskosten und Erträgen aus Fremdwährungskrediten zu einer wirklich bedrohlichen Risikoquelle für die österreichische Finanzmarktstabilität entwickeln könnte. Zudem stellt das Risiko steigender Refinanzierungskosten unabhängig von den Fremdwährungskrediten ein dem Bankgeschäft inhärentes Risiko dar, wiewohl es durch den hohen Anteil an Fremdwährungskrediten der österreichischen Banken zusätzlich erhöht wird. Man kann deshalb annehmen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Realisierung des Risikos steigender Refinanzierungskosten im Sinne einer stabilitätsgefährdenden Wirkung eher gering ist. Dies gilt jedenfalls im Vergleich zu dem mit den Fremdwährungskrediten verbundenen Klumpenrisiko. Im Falle einer tatsächlichen Realisierung des Risikos steigender Refinanzierungskosten wäre damit allerdings ein echtes Gefährdungspotenzial für die österreichische Finanzmarktstabilität verbunden.

Jedenfalls muss aber festgestellt werden, dass auf Grund des steigenden Fremdwährungskreditanteils „die Kreditvergabe der Banken in zunehmendem Ausmaß aus der inländischen Ersparnisbildung refinanziert und dadurch in steigendem Ausmaß von der Refinanzierungskraft österreichischer Institute auf den internationalen Finanzmärkten beeinflusst“ (Waschiczek, 2002) wird.

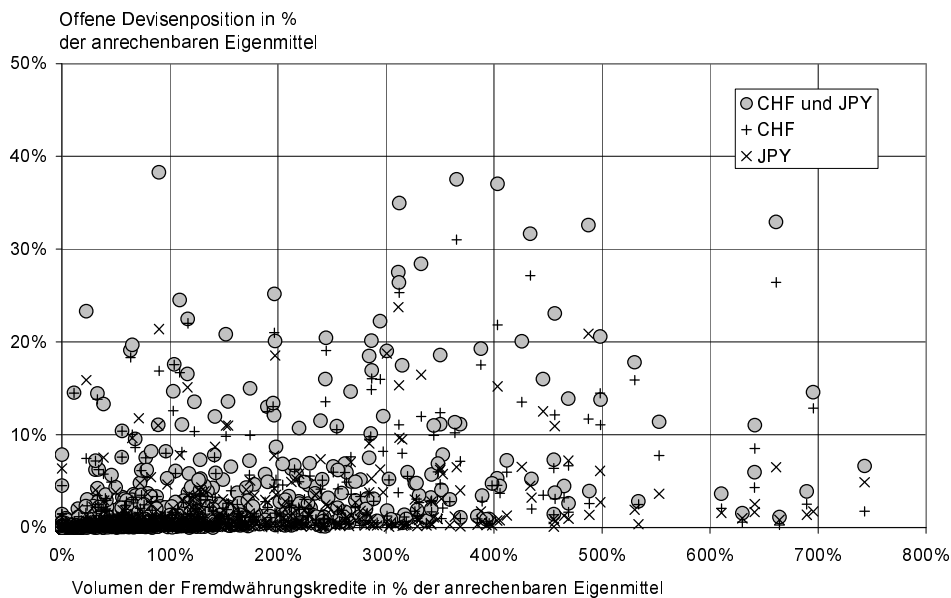
### **Tragen auch die Banken ein Wechselkursrisiko bei Fremdwährungskrediten?**

Für eine Bank besteht ein Wechselkursrisiko in der Bilanz, wenn sie – aktiv- oder passivseitig – eine offene Devisenposition hält. Bei einer vollständigen Refinanzierung eines Fremdwährungskredits in der entsprechenden Währung wird die aktivseitige Fremdwährungsposition (die Forderung gegenüber dem Kunden) durch die passivseitige Refinanzierung in der Fremdwährung (z. B. bei einem Interbankenkredit die Verpflichtung gegenüber einem anderen Kreditinstitut) geschlossen, und es besteht somit kein Wechselkursrisiko. Ein Wechselkursrisiko entsteht jedoch, wenn der Fremdwährungskreditnehmer ausfällt. Dann muss die aktivseitige Forderung gegenüber dem Schuldner aus der Bilanz ausgebucht werden, und es entsteht auf Grund der Refinanzierung in der Fremdwährung eine passivseitige offene Devisenposition, die mit einem Wechselkursrisiko behaftet ist.

Darüber hinaus stellt sich allerdings die Frage, ob eine vollständig währungskongruente Refinanzierung in der Praxis auch tatsächlich Anwendung findet bzw. überhaupt möglich ist. Grafik 20 zeigt die Höchststände der offenen Devisenposition in CHF und JPY und das ausstehende Volumen an Fremdwährungskrediten der österreichischen Banken im Jänner 2003 in Prozent der anrechenbaren Eigenmittel. Gemäß Bankwesengesetz (BWG) dürfen die offenen Devisenpositionen in den einzelnen Währungen täglich bei

Geschäftsschluss 50% der anrechenbaren Eigenmittel nicht überschreiten.<sup>27</sup> Bezüglich der Summe aus den offenen Devisenpositionen im CHF und im JPY wurde diese BWG-Anforderung im Jänner 2003 von allen Kreditinstituten eingehalten.

**Grafik 20: Höchststände der offenen Devisenpositionen und Fremdwährungskredite der österreichischen Banken in Prozent der anrechenbaren Eigenmittel im Jänner 2003**



Quelle: OeNB, MAUS.

Anmerkung: Siehe Anmerkungen zu Grafik 18. Die Tatsache, dass die Meldung sich auf den monatlichen Höchststand der offenen Devisenposition bezieht, beeinflusst das Ergebnis nicht. Die Verwendung des jährlichen Durchschnitts der Höchststände der offenen Devisenpositionen für das Jahr 2002 ergibt qualitativ dasselbe Bild.

Geht man davon aus, dass die Banken die Fremdwährungskredite weitestgehend währungskongruent refinanzieren, sollte die offene Devisenposition in CHF und JPY auch bei Banken mit überdurchschnittlich hohem Fremdwährungsanteil zumindest nicht wesentlich über dem Durchschnitt liegen. Bei über 90% aller Kreditinstitute liegt die offene Devisenposition in Prozent der anrechenbaren Eigenmittel unter 10%, worunter auch viele Banken fallen, die einen überdurchschnittlich bis sehr hohen Fremdwährungsanteil aufweisen. In Bezug auf diese Kreditinstitute kann man also tatsächlich eine weitestgehend währungskongruente Refinanzierung der Fremdwährungskredite annehmen. Insbesondere weisen – von einigen wenigen Ausnahmen abgesehen – die Kreditinstitute, bei denen das Volumen der Fremdwährungskredite die anrechenbaren Eigenmittel um mehr als das Fünffache übersteigt, keine auffallend hohen offenen Devisenpositionen auf. Allerdings gibt es unter den Banken, deren Fremdwährungskreditvolumen die anrechenbaren Eigenmittel um das Zwei- bis Dreifache übersteigen, eine Reihe von Kreditinstituten mit offenen Devisenpositionen im CHF und im JPY bis zu 40% der anrechenbaren Eigenmittel. In

<sup>27</sup> Die Kreditinstitute haben gemäß § 26a BWG die offenen Fristigkeitspositionen zu begrenzen. Insbesondere gilt gemäß § 26a Abs. 2: „Die Summe der Nettobeträge der offenen Fristigkeitspositionen in einzelnen fremden Währungen, die innerhalb eines jeden Kalendervierteljahres bzw. -halbjahres fällig werden, darf täglich bei Geschäftsschluss 50% der anrechenbaren Eigenmittel nicht übersteigen. Ausgenommen davon sind das laufende und die beiden darauf folgenden Kalendervierteljahre bzw. das laufende und das darauf folgende Kalenderhalbjahr.“ Der Höchststand der Summe der Nettobeträge der offenen Fristigkeitspositionen bzw. der offenen Devisenposition innerhalb eines Monats ist für jede Währung im Zuge des MAUS zu melden.

einigen Fällen dürfte die Refinanzierung der Fremdwährungskredite also doch nicht zur Gänze währungskongruent erfolgen und somit für diese Kreditinstitute ein Wechselkursrisiko im Zusammenhang mit der Vergabe von Fremdwährungskrediten bestehen. Dadurch ist es aber in keinem Fall zu einer Verletzung der entsprechenden BWG-Bestimmungen gekommen.

Allerdings besteht auch bei einer fristenkongruenten Refinanzierung ein Wechselkursrisiko hinsichtlich der Erträge, die aus den Fremdwährungskrediten erzielt werden. Da die Banken die Erträge aus den Fremdwährungskrediten mit der Spanne zwischen Kreditzinssatz und Refinanzierungszinssatz erzielen und sich diese Zinsspanne auf die entsprechende Fremdwährung bezieht, unterliegen die Euro-Erträge aus den Fremdwährungskrediten einem Wechselkursrisiko. Je niedriger der Wechselkurs ist, umso niedriger sind die Erträge aus den Fremdwährungskrediten in der entsprechenden Währung. Das Wechselkursrisiko der Bank ist also jenem der Fremdwährungskreditnehmer genau entgegengesetzt. Dadurch entsteht für die Bank eine Gegenläufigkeit hinsichtlich des Wechselkursrisikos in Bezug auf die Euro-Erträge und das Klumpenrisiko. Einerseits steigen (sinken) zwar mit dem Wechselkurs die Euro-Erträge, andererseits erhöht (vermindert) sich damit aber auch das Ausfallrisiko der Fremdwährungskreditnehmer und somit steigt (sinkt) auch das damit verbundene Klumpenrisiko.

Ein Risikogleichlauf besteht dagegen in Bezug auf das oben genannte Risiko steigender Refinanzierungskosten und das Wechselkursrisiko bezüglich der Euro-Erträge. Sollte sich auf Grund eines zunehmenden Fremdwährungsanteils im Kreditgeschäft und in Folge einer Abwertung der entsprechenden Fremdwährungen die Ertragslage der österreichischen Banken verschlechtern, könnte dies – zumindest in Kombination mit anderen Faktoren – zu einer verschlechterten Bonitätseinstufung führen und somit deren Refinanzierungskraft auf den internationalen Finanzmärkten schwächen. Da erhöhte Refinanzierungskosten nicht an die Fremdwährungskreditnehmer weitergegeben werden können, würde dies die Ertragslage weiter verschlechtern. In Kombination mit der Realisierung weiterer Risiken könnte dies die sich selbst verstärkende negative Wechselwirkung zwischen Ertragslage und Refinanzierungskosten in Gang setzen, die im Zusammenhang mit dem Refinanzierungsrisiko beschrieben wurde.

Es muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass die Banken – im Gegensatz zum einfachen privaten Kreditnehmer – das Wechselkursrisiko jedenfalls durch Diversifikation minimieren oder sich unter Verwendung entsprechender Finanzinstrumente (z. B. Futures, Optionen) dagegen absichern können, wobei letzteres allerdings mit entsprechenden Kosten verbunden ist. Wenn dies nicht oder in nicht ausreichendem Maß erfolgt, hängt die Ertragslage der österreichischen Banken jedenfalls mit zunehmendem Fremdwährungskreditanteil von der Entwicklung der Wechselkurse der entsprechenden Fremdwährungen ab.

Grundsätzlich ist bezüglich der Erträge aus Fremdwährungskrediten anzumerken, dass diese im Durchschnitt niedriger sind, als jene aus Euro-Finanzierungen. Betrachtet man

die reinen Zinsspannen<sup>28</sup> im Durchschnitt der einzelnen Sektoren, so liegen diese bei Euro-Finanzierungen zwischen 2 und 4%. Bei den Fremdwährungsfinanzierungen betragen die Zinsspannen dagegen nur zwischen 1,1 und 1,4%. Zwar kann man annehmen, dass die Refinanzierung der Euro-Kredite, die primär durch Spareinlagen erfolgt, mit höheren Verwaltungskosten verbunden ist als die Refinanzierung der Fremdwährungskredite. Während im ersten Fall eine Vielzahl von Kunden betreut werden muss und entsprechende Konten zu verwalten sind, kann die Refinanzierung der Fremdwährungskredite auf Basis weniger Transaktionen mit hohem Volumen durchgeführt werden. Deswegen ist die höhere Zinsspanne bei Euro-Krediten bis zu einem gewissen Grad gerechtfertigt. Darüber hinaus fallen bei Fremdwährungskrediten auch die in Abschnitt 3 beschriebenen Nebenkosten und gegebenenfalls zusätzliche Erträge aus der Veranlagung der Tilgungsträger an. Dennoch bleibt es angesichts des erhöhten Risikos, mit dem Fremdwährungskredite für die Banken verbunden sind, fraglich, ob bei der Vergabe der Fremdwährungskredite eine risikoadäquate Preisgestaltung zur Anwendung kommt.

### **Erhöhtes operationales Risiko**

Zusätzlich zu den bereits beschriebenen Risiken muss man davon ausgehen, dass in vielen Fällen die zunehmende Vergabe von Fremdwährungskrediten mit einem erhöhten operationalen Risiko für die Banken einhergeht. Infolge der raschen Marktentwicklung im Geschäftsfeld der Fremdwährungskredite konnten viele Kreditinstitute ihre Organisationsstrukturen nicht ausreichend an die entsprechenden Erfordernisse anpassen. Auf Grund einer mangelnden Korrespondenz zwischen Kreditverwaltungsprogrammen und Devisenhandelssystemen sowie wegen einer größtenteils – insbesondere bei Fremdprodukten – fehlenden automatischen Verwaltung der Tilgungsträger sind Fremdwährungskredite häufig mit einem verstärkten manuellen Bearbeitungsaufwand verbunden. Folglich ist von einem erhöhten operationalen Risiko auszugehen.

### **Reputationsrisiko**

Mit dem erhöhten Ausfallrisiko der Fremdwährungskredite ist letztlich auch ein nicht zu unterschätzendes Reputationsrisiko für die Kreditinstitute verbunden. Insbesondere im Fall der Fremdwährungskredite an private Haushalte besteht das Risiko, dass sich die Kreditnehmer darauf berufen, von den Banken nicht hinreichend über die tatsächlichen Risiken der Fremdwährungskredite informiert worden zu sein, wenn diese Risiken für sie schlagend werden. Unabhängig davon, ob der Vorwurf haltbar wäre, ginge damit jedenfalls ein nicht zu vernachlässigender Reputationsverlust für die Banken einher.

### **Rechtsrisiko**

Mit dem Reputationsrisiko in engem Zusammenhang steht auch ein Rechtsrisiko, das mit den Fremdwährungskrediten verknüpft ist. Bedingt durch die höheren Risiken von Fremdwährungskrediten und die Komplexität insbesondere von Tilgungsträgermodellen

---

<sup>28</sup> Berechnungsweise: Zinsertrag aus Ausleihungen an Nichtbanken abzüglich Zinsaufwand aus zinstragenden Passiva (Einlagen von Banken, Primäreinlagen, Eigene Emissionen) jeweils in Prozent.

entsteht für die Kreditinstitute ein erhöhter Beratungsaufwand. Dadurch ergeben sich auch verschiedene Problematiken im Hinblick auf die Beraterhaftung. Zwar versuchen die Kreditinstitute durch entsprechende Hinweise in den Kreditverträgen bzw. durch Zusatzvereinbarungen sich gegen dieses Risiko abzusichern, inwieweit die unterschiedlichen Vertragsbestimmungen insbesondere bei Verbrauchern – beispielsweise im Falle einer Realisierung von Kursverlusten für die Kunden im Zuge einer Zwangskonvertierung von Fremdwährungskrediten durch die Bank – jedoch rechtlich standhalten, ist mit einem Restrisiko behaftet, und es bleibt die diesbezügliche Rechtsprechung abzuwarten.

## **5 Schlussfolgerungen**

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Fremdwährungskredite einerseits für den Fremdwährungskreditnehmer mit einer Reihe von Risiken behaftet sind, die im Falle ihrer Realisierung den Zinsvorteil in der Fremdwährungsfinanzierung nicht nur zunichte machen, sondern darüber hinaus zu beträchtlichen Verlusten im Vergleich zu einem Euro-Kredit führen können. Zu diesen Risiken zählen in erster Linie das Wechselkursrisiko sowie im Falle der Tilgungsträgermodelle das Tilgungsträgerisiko. Zusätzlich beinhalten Fremdwährungskredite ein Zinsänderungsrisiko und ein Spreadrisiko, wobei alle genannten Risiken auch kumulativ auftreten können. Letztlich handelt es sich bei Fremdwährungskrediten um eine besondere Form der Währungsspekulation, die – insbesondere bei Tilgungsträgermodellen – mit erheblichen zusätzlichen Risiken behaftet ist. Der Grund für den Spekulationscharakter der Fremdwährungskredite liegt in der Tatsache, dass Wechselkursentwicklungen prinzipiell nicht vorhersehbar und oft weniger auf realwirtschaftliche Gegebenheiten als vielmehr auf psychologische Faktoren zurückzuführen sind. Die genannten Risiken können auch durch eine kurzfristige Konvertierungsmöglichkeit allenfalls begrenzt aber nicht zur Gänze ausgeschlossen werden.

Weiters sind Fremdwährungskredite auch für die Kreditinstitute mit einer Reihe von Risiken behaftet. Grundsätzlich beinhalten Fremdwährungskredite infolge der vielfältigen Risiken der Fremdwährungskreditnehmer ein erhöhtes Ausfallrisiko, das von den Banken getragen wird. Darüber hinaus besteht aber auch ein Klumpenrisiko hinsichtlich des erhöhten Ausfallrisikos, da die individuellen Ausfallwahrscheinlichkeiten der Kreditnehmer nicht voneinander unabhängig sind, sondern gleichermaßen von der Wechselkurs- und Zinsentwicklung in der jeweiligen Fremdwährung abhängen. Im Falle ähnlicher oder derselben Tilgungsträgermodelle wird das Klumpenrisiko zusätzlich erhöht. Selbst bei einer ausreichenden Besicherung der Fremdwährungsrisiken besteht zumindest ein Klumpenrisiko in Bezug auf die Verwertung der Sicherheiten, da man bei den kleinen und mittleren Regionalbanken mit einem besonders hohen Anteil von Fremdwährungskrediten an ihrem gesamten Kreditvolumen annehmen muss, dass diese Sicherheiten jedenfalls hinsichtlich der privaten Kreditnehmer eine gewisse Homogenität aufweisen. Zusätzlich sind Fremdwährungskredite für die Banken mit einem Refinanzierungsrisiko behaftet, da – im Sinne höherer Aufschläge auf die Geldmarktzinsen in der Fremdwährung – steigende Refinanzierungskosten allein auf Grund der zumeist fixen Zinsspanne nicht an die Kunden weitergegeben werden können

und somit die Erträge aus den Fremdwährungskrediten vermindert werden. Das Risiko steigender Refinanzierungskosten erhöht sich zusätzlich, wenn sich die Banken nicht oder nicht ausreichend gegen das Wechselkursrisiko, dem die Zinserträge aus den Fremdwährungskrediten ausgesetzt sind, absichern. In Einzelfällen muss man zudem annehmen, dass die Fremdwährungskredite nicht zur Gänze währungskongruent refinanziert werden, wodurch ein Wechselkursrisiko in der Bankbilanz entsteht. Darüber hinaus besteht in vielen Fällen ein erhöhtes operationales Risiko, da insbesondere die Verwaltung der Tilgungsträger häufig mit einem manuellen Bearbeitungsaufwand verbunden ist. Jedenfalls besteht für die Kreditinstitute aber ein Reputationsrisiko und damit verbunden ein Rechtsrisiko, sollten die vielfältigen Risiken der Fremdwährungskreditnehmer schlagend werden.

Aus Sicht der Finanzmarktstabilität birgt in erster Linie das von den Banken zu tragende Klumpenrisiko ein nicht zu unterschätzendes Risikopotenzial. Das Klumpenrisiko könnte insbesondere für kleine und mittlere Regionalbanken in den westlichen Bundesländern mit besonders hohem Fremdwährungskreditanteil im Falle einer Realisierung stabilitätsgefährdend wirken. Eine Destabilisierung mehrerer Banken in diesen Bundesländern brächte jedenfalls eine Gefährdung der regionalen Bankenstabilität mit sich. Da es sich bei vielen dieser Kreditinstitute um Sektorbanken handelt, besteht innerhalb des jeweiligen Sektorverbundes allerdings eine gewisse Risikostreuung, durch die das mit dem Klumpenrisiko einhergehende systemische Risiko abgeschwächt wird. Andererseits könnten sich im Zuge von Ansteckungseffekten innerhalb eines Sektorverbundes auch für das gesamte österreichische Bankensystem entsprechende negative Auswirkungen ergeben, weshalb das Klumpenrisiko auch ein gewisses Gefährdungspotenzial für die Stabilität des gesamten Bankensystems darstellt. Darüber hinaus birgt auch das Risiko steigender Refinanzierungskosten ein systemisches Element in sich, wenngleich in diesem Fall von einer weit geringeren Realisierungswahrscheinlichkeit als beim Klumpenrisiko auszugehen ist. Allerdings muss darauf hingewiesen werden, dass einige der von den Kreditinstituten zu tragenden Risiken auch kumulativ und/oder zusätzlich zu anderen, von den Fremdwährungskrediten unabhängigen, realwirtschaftlichen oder finanziellen Risiken, auftreten können. Eine Ausnahme bildet hierbei das Klumpenrisiko in Kombination mit dem Wechselkursrisiko hinsichtlich der Euro-Erträge, da in diesem Fall eine Risikogegenläufigkeit besteht. Bei Klumpen- und Reputationsrisiko sowie dem Risiko steigender Refinanzierungskosten und dem Wechselkursrisiko in Bezug auf die Euro-Erträge ist dagegen eher ein Risikogleichlauf gegeben. Aus Sicht der Finanzmarktstabilität erscheint jedenfalls auf Grund der mit den Fremdwährungskrediten einhergehenden systemischen Risiken eine weitere Ausweitung derselben nicht wünschenswert und eine effektive Kontrolle der von den Banken zu tragenden Risiken notwendig.

## Literaturverzeichnis

- Van Aarle B., Boss, M. und Hlouskova, J. (2000).** Forecasting the Euro Exchange Rate Using Vector Error Correction. In: *Weltwirtschaftliches Archiv* 136 (2), 232–259.
- Brandner, P. (1996).** Fremdwährungsfinanzierung der Bundesschuld. In: *Schriftenreihe Volkswirtschaft der Österreichischen Postsparkasse*, Heft 13, 5–25.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. und Welch, I. (1992).** A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change in Informational Cascades. *Journal of Political Economy*; 100(5), 992–1026.
- Dlaska, K. (2003).** Fremdwährungs-Ausleihungen des österreichischen Bankensektors an Nichtbanken im Euroraum. In: *Österreichisches BankArchiv* 50 (10).
- De Vries, C. G. (1994).** Stylized Facts of Nominal Exchange Rate Returns. In: Van der Ploeg, F. (Hrsg.). *The Handbook of International Macroeconomics*. Cambridge (Mass.), Blackwell. 348–389.
- Dornbusch, R. (1976).** Expectation and Exchange Rate Dynamics. In: *Journal of Political Economics* 84(6). 1161–1176.
- Frenkel, J. (1976).** A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *Scandinavian Journal of Economics* 78(2). 251–276.
- Hauth, E. und Kocher, P. (2001).** Debt-Management der Republik Österreich unter den Finanzmarktgegebenheiten des Euroraums. In: *Berichte und Studien der OeNB*. Heft 2. 208–227.
- Hooper, P. und Morton, J. (1982).** Fluctuations in the Dollar: A Model of Nominal and Real Exchange Rate Determination. In: *Journal of International Money and Finance* 1(1). 39–56.
- MacDonald, R. und Marsh, I. (1997).** On Fundamentals and Exchange Rates: A Casselian Perspective. In: *Review of Economics and Statistics* 12(4), 655–664.
- MacDonald, R. und Taylor, M. (1994).** The Monetary Model of the Exchange Rate: Long Run Relationships, Short Run Dynamics and how to beat the Random Walk. In: *Journal of International Money and Finance* 13. 276–290.
- Meese, A. und Rogoff, K. (1983).** Empirical Exchange Rate models of the seventies – Do they fit out of sample? In: *Journal of International Economics* 14. 3–24.
- Montier, J. (2002).** *Behavioural Finance: A User's Guide*. John Wiley & Sons.
- Streissler, E. W. (1997).** Zur Problematik der Erklärung von Devisenkursen – Ein kritischer Überblick. Manuskript des Vortrags bei der Tagung des Ausschusses für Geldtheorie und Geldpolitik des Vereins für Socialpolitik in Frankfurt am Main am 28.2. und 1.3.1997.
- Waschiczek, W. (2002).** Fremdwährungskredite in Österreich – Effizienz und Risikooberlegungen. In: *Finanzmarktsstabilitätsbericht 4 der OeNB*. 89–107.