

# Realwirtschaft und Finanzmarktstabilität in Österreich

## Private Haushalte

### Erhöhte Volatilität der Märkte verändert die Struktur der Vermögensbildung

In Österreich hat sich im Jahr 2001 – beeinflusst von der internationalen Konjunktorentwicklung – das Wirtschaftswachstum deutlich verlangsamt. Die Konjunkturschwäche wird voraussichtlich in der ersten Hälfte des Jahres 2002 ausklingen. Die Realeinkommen der privaten Haushalte wuchsen im Jahr 2001 langsamer, und das Wachstum der realen Konsumausgaben ist zurückgegangen. Auch im Jahr 2002 bleiben die Einkommensaussichten gedämpft. Dazu trägt auch die ungünstigere Beschäftigungsentwicklung bei. Darüber hinaus haben die Haushalte den Sparanteil am verfügbaren Einkommen reduziert.

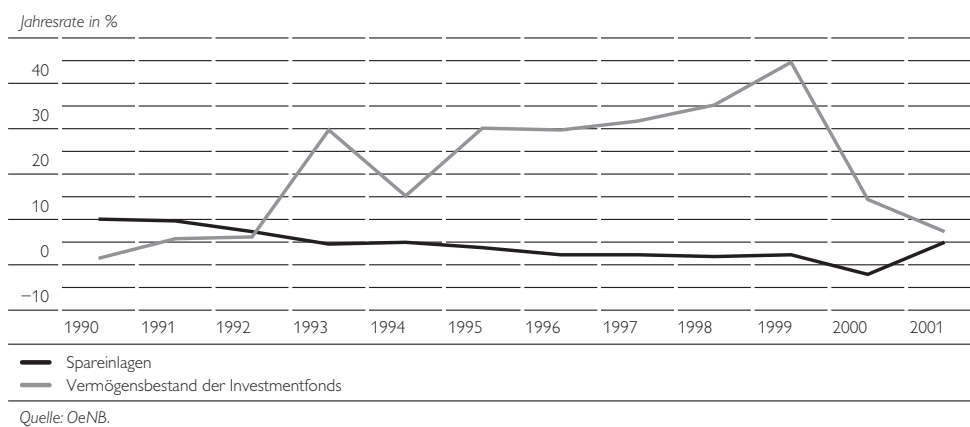
Die Wachstumsabschwächung führte bei der Vermögensbildung und dem Verschuldungsverhalten der privaten Haushalte zu einer erhöhten Unsicherheit. Seit Beginn des Jahres 2002 haben sich die Wachstumsaussichten für Österreich zwar verbessert und werden bei den privaten Haushalten zu einer Verbesserung der Einkommenserwartungen führen. Stagnierende Beschäftigung und höhere Arbeitslosigkeit dürften jedoch noch längere Zeit die Konsum- und Spartätigkeit der privaten Haushalte wesentlich dämpfen.

Bei den Finanzanlagen der privaten Haushalte hat der Anteil von marktfähigen Finanzierungsinstrumenten – vor allem ausländischer Marktwerte – in den letzten Jahren zugenommen. Finanzmarktengagements erfolgten dabei hauptsächlich in Form von Investmentzertifikaten. Derzeit werden rund 12% des privaten Geldvermögens von Investmentfonds verwaltet. Das gesamte Investmentfondsvermögen in Österreich wurde zu 58% in ausländische Wertpapiere veranlagt (Ende 2001: 57,3 Mrd EUR). Die seit dem Jahr 2000 gefallenen Kurse an den wichtigen internationalen Börsen haben daher auch österreichische Anleger getroffen, wobei sich österreichische Investmentfonds gegenüber dem internationalen Kursverfall zwar als relativ resistent erwiesen, aber dennoch eine merklich schwächere Performance als im Jahr 2001 erzielten. Auch Versicherungen und Pensionskassen verzeichneten eine gegenüber den Vorjahren deutlich gebremste Ertragsentwicklung, die auf die Vermögensposition der privaten Haushalte Auswirkungen haben könnte.

Angesichts von Kursverlusten und höheren Volatilitäten auf den Aktienmärkten haben sich die privaten Haushalte im Jahr 2001 verstärkt Spareinlagen

Grafik 29

### Wachstum der Spareinlagen und Investmentfonds



zugewandt. Der relative Bedeutungsverlust der Einlagen in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre dürfte sich daher im Jahr 2001 zumindest kurzfristig umgekehrt haben. So erhöhte der private Sektor<sup>1)</sup> seine Spareinlagen im Jahr 2001 um 5,6 Mrd EUR oder 4,7%, nachdem die Bestände im Jahr zuvor um 2,6 Mrd EUR oder 2,2% abgebaut wurden. Vorläufige Zahlen zur Geldvermögensbildung bestätigen, dass die privaten Haushalte im Jahr 2001 eine verstärkte Liquiditätshaltung bevorzugt haben. Zum Teil hat die Einführung des Euro das Wachstum der Einlagen begünstigt, da im Zuge der Währungsumstellung Bargeldbestände in beträchtlichem Ausmaß sowohl auf Sicht- als auch auf Spareinlagen deponiert wurden. Aber auch die unsicheren Marktperspektiven haben maßgeblich zu einer vermehrten Einlagenhaltung beigetragen.

Insgesamt wurde das Geldvermögen der privaten Haushalte bis dato durch die Marktentwicklung der letzten Jahre zwar beeinflusst, die privaten Haushalte sind aber – wie in den letzten beiden Finanzmarktstabilitätsberichten der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) dargestellt – ausreichend mit Finanzvermögen ausgestattet, sodass eine wesentliche Beeinträchtigung der gesamtwirtschaftlichen Finanzposition durch die negativen Kursentwicklungen im Jahr 2001 nicht zu erwarten ist. Eine Verschlechterung könnte bei Ansparplänen für Fremdwährungskredite – und allgemein bei Vermögen, das als Sicherheit dient – eingetreten sein.

Vom Immobilienvermögen der privaten Haushalte sollten ebenfalls keine gravierenden negativen Vermögenseffekte ausgegangen sein. Für das Jahr 2001 liegen zwar noch keine Preisdaten vor, der Immobilienpreisindex, der als Indikator für Vermögenseffekte aus dem Realvermögen herangezogen wird, folgt aber seit Jahren einem positiven Trend, der durch geringe Volatilitäten gekennzeichnet ist. Dies lässt den Schluss zu, dass auch der reale Vermögensbestand im Jahr 2001 keinen markanten Wertminderungen unterworfen war, die die gesamtwirtschaftliche Vermögensposition der privaten Haushalte nachhaltig verschlechterte.

### **Konjunkturabschwung bremst Kreditnachfrage**

Das mit dem konjunkturellen Abschwung einhergehende schwächere Konsumentenvertrauen hat die Kreditnachfrage der privaten Haushalte im vierten Quartal 2001 spürbar gedämpft. Besonders kurz- und mittelfristige Konsumkredite waren rückläufig.<sup>2)</sup> Die langfristige Konsumfinanzierung der privaten Haushalte durch Banken legte demgegenüber um 13,2% zu, obwohl der dauerhafte Konsum 2001 real rückläufig war. Offensichtlich haben die Haushalte einen größeren Teil ihrer langfristigen Anschaffungen angesichts niedriger Zinssätze kreditfinanziert. Andererseits könnte diese Entwicklung darauf hindeuten, dass die Laufzeiten von Verbindlichkeiten zeitlich gestreckt bzw. kurzfristige Finanzierungslinien (z. B. Überziehungsrahmen auf Girokonten) in langfristige Kredite und Darlehen umgewandelt wurden. Ein Indiz dafür könnte

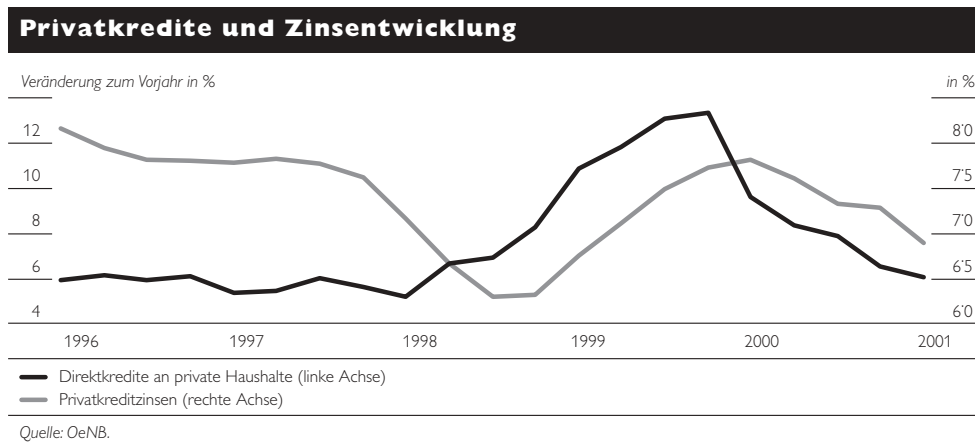
1 In der Monetärstatistik werden die Spareinlagen der privaten Haushalte und der Unternehmen zusammen ausgewiesen. Es ist davon auszugehen, dass der Großteil der Bestände von den privaten Haushalten gehalten wird.

2 Konsumkredite mit einer Laufzeit von bis zu 1 Jahr wurden im letzten Quartal 2001 gegenüber dem Vorjahresstand um 2,3% abgebaut, während im Laufzeitenbereich von 1 bis 5 Jahren ein Rückgang von 3,6% zu beobachten war.

die Entwicklung der Privatkonkurse darstellen. Zwar verringerten sich die Privatkonkurse im ersten Quartal 2002 gegenüber dem Vorjahr um 1,4%, die mangels Masse abgewiesenen Privatkonkurse nahmen aber um ein Drittel zu.

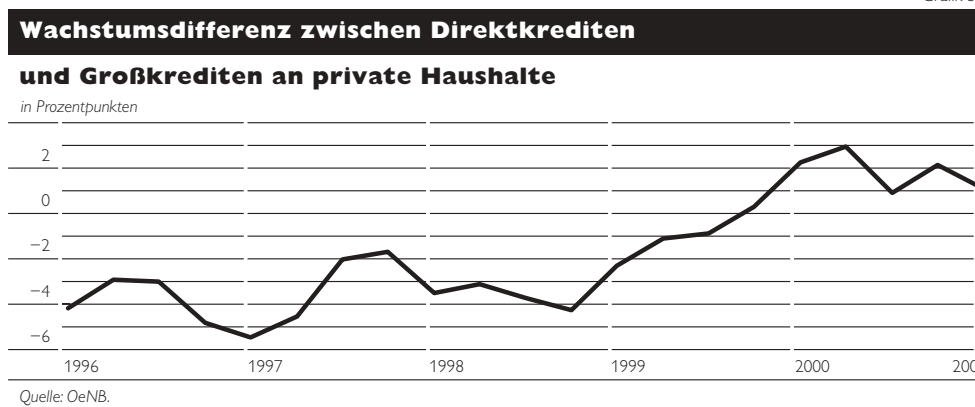
Bei den Wohnbaukrediten, die einen wesentlichen Teil der finanziellen Verpflichtungen der Haushalte darstellen, war ebenfalls eine Abschwächung zu verzeichnen. Angesichts des hohen Gewichts in den Haushaltsbudgets gilt hier in besonderem Ausmaß, dass sich konjunkturelle Abschwünge sehr schnell auf die Zahlungsfähigkeit der Schuldner auswirken können.

Grafik 30



Bei Großkreditaufnahmen der privaten Haushalte (ab 350.000 EUR) ist seit Ende des Jahres 2000 eine signifikante Wachstumsabschwächung zu verzeichnen. Sie wachsen seitdem vergleichsweise langsamer als die gesamten, an die privaten Haushalte vergebenen Kredite. Die getrübteten Einkommenserwartungen dürften derzeit tendenziell einer stärkeren Nachfrage nach Großkrediten entgegenstehen. Wie bei den langfristigen Wohnbaufinanzierungen könnte das derzeit niedrige Zinsniveau risikomindernd wirken.

Grafik 31



Die Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte wird durch die weiterhin steigende Fremdwährungskreditaufnahme zunehmend von der Wechselkursentwicklung mitbeeinflusst. Die wachsende Mittelaufnahme in Fremdwährung gibt nicht zuletzt wegen des hohen Fremdwährungsanteils an den Privatkrediten von zuletzt bereits nahezu 25% weiter Anlass zu genauer

Beobachtung. Da sich private Haushalte in geringerem Ausmaß als Unternehmen auf dem Markt gegen Wechselkursschwankungen absichern können, ist ihre Aufnahme von Fremdwährungsverbindlichkeiten tendenziell mit höheren Risiken behaftet als im Fall von Unternehmen.

Die Stellung der privaten Haushalte auf den Finanzmärkten hat sich im letzten Jahr durch den gesamtwirtschaftlichen Wachstumsabschwung kaum verändert. Zwar führte die geringere Spartätigkeit zu einem schwächeren Aufbau von Real- und Finanzvermögen. Das Geldvermögen der privaten Haushalte befindet sich aber auf einem hohen Niveau. Die negative Kursentwicklung könnte teilweise die Eignung von Vermögen als Sicherheit tangiert haben. Stagnierende Einkommen und schlechte Beschäftigungsaussichten haben die Kreditnachfrage und damit den Zuwachs in der Verschuldung gedämpft. Gleichzeitig ist aber auch die Bedienung der bestehenden Verschuldung erschwert worden.

### **Unternehmen**

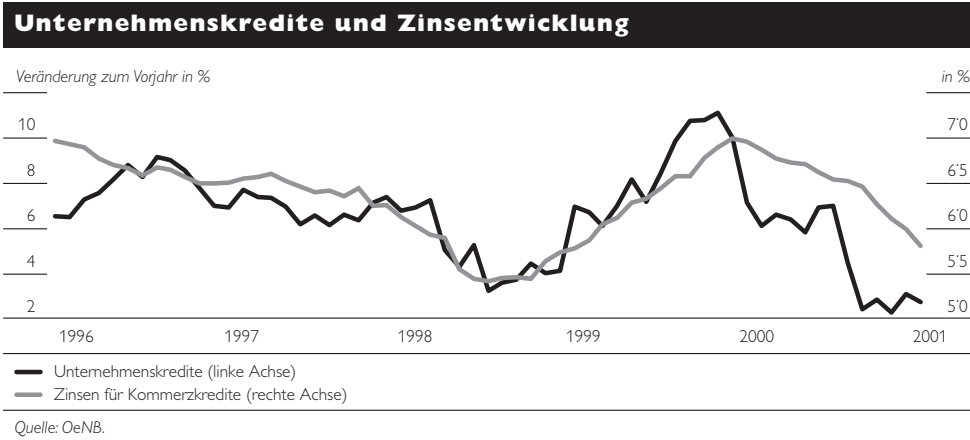
Auf den Unternehmenssektor hat sich die internationale Konjunkturabschwächung im Jahr 2001 vor allem über eine Abschwächung der Exporte übertragen. Der Wachstumsrückgang bei den Exporten und die unsichere Entwicklung der Nachfrage und der Gewinne veranlassten viele Unternehmen, Investitionsprojekte aufzuschieben. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen hat sich laut WIFO-Investitionstest schon seit Mitte des Jahres 2001 erheblich verschlechtert. Das spiegelt sich auch in der Kreditnachfrage wider, die seit dem zweiten Halbjahr 2001 deutlich langsamer wächst.

Erst nach einer Belebung der Exportdynamik ist mit einer stärkeren Investitionsnachfrage zu rechnen. Nachdem Konjunkturtests im vierten Quartal 2001 eine markante Eintrübung des Geschäftsklimas in der Sachgütererzeugung angezeigt haben, schätzen Industrieunternehmen die Wirtschaftslage im ersten Quartal 2002 aber wieder wesentlich günstiger ein und erwarten für das Jahr 2002 mehrheitlich einen Produktionsanstieg. Im Jahr 2001 legten die Kredite an Unternehmen gegenüber dem Vorjahr um nur 2,7% zu, nachdem im Jahr 2000 die Wachstumsrate 7,1% betragen hatte (siehe dazu Grafik 32).

Vor allem Kredite mit kurz- und mittelfristigen Laufzeiten wurden von den Unternehmen im Jahr 2001 zurückgeführt, während die Langfristkredite mit einem Wachstum von über 10% eine nach wie vor hohe Wachstumsdynamik zeigten. Wie bei den Haushalten zu beobachten war, könnte die Verlängerung der Laufzeiten teilweise unter dem Einfluss der ungünstigen Konjunkturlage stehen und kurzfristige Verbindlichkeiten auf längere Zeiträume erstreckt worden sein, um die Liquiditätslage zu verbessern und Zahlungsschwierigkeiten hintanzuhalten. Die niedrigen Zinsen und die bis in die erste Jahreshälfte 2001 flache Zinsstruktur könnten ebenfalls die stärkere Nachfrage nach langfristigen Krediten begünstigt haben, indem die Unternehmen das niedrige langfristige Zinsniveau bei der Verschuldung nutzten.

Der Rückgang der kurzfristigen Verschuldung könnte auch darauf zurückzuführen sein, dass infolge abgeschwächter Umsatzentwicklung der Unternehmen die Nachfrage nach Betriebsmittelkrediten gesunken ist. Auf einen höheren Liquiditätsbedarf deutet die Entwicklung des Cash-Flow in wichtigen Wirtschaftsbereichen hin. So ging die Cash-Flow-Quote der Sachgütererzeugung

Grafik 32

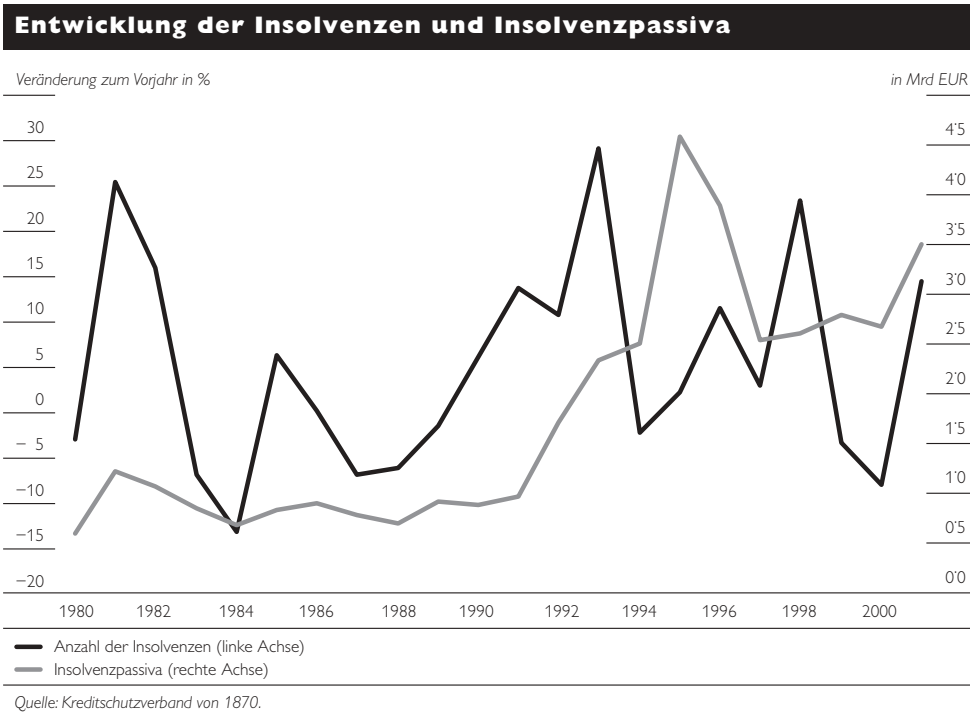


mit dem Wirtschaftsabschwung von 9'8% im Jahr 2000 auf 9'6% im Jahr 2001 zurück.

Demgegenüber trägt die Zinsentwicklung zu einer Entlastung der Finanzierungsbedingungen der Unternehmen bei. Die Zinsen für Unternehmenskredite befinden sich seit Beginn des Jahres 2001 auf einem fallenden Trend und haben jetzt das Niveau vom Ende des Jahres 1999 erreicht.

Der konjunkturellen Lage entsprechend sind die Unternehmenskonkurse in Österreich gestiegen. Im Jahr 2001 nahmen die Gesamtinsolvenzen laut Kreditschutzverband von 1870 um 14'5% zu. Im ersten Quartal des Jahres 2002 setzte sich der Zuwachs bei den Insolvenzen mit 8'7% gegenüber dem Vorjahresstand fort. Die Insolvenzpassiva lagen aber um rund 18% unter dem

Grafik 33



Wert des Vorjahres, da keine Großinsolvenzen wie zu Beginn des Jahres 2001 eingetreten sind, die die Insolvenzpassiva in die Höhe getrieben hätten. Die eingetretenen Insolvenzfälle sind – von den betroffenen Passiva aus betrachtet – von geringem Ausmaß und stellen gesamtwirtschaftlich nicht die Gefahr dar, dass sich der finanzielle Zusammenbruch eines Schuldners leicht auf die Gläubiger überträgt.

Geringere Investitionsvorhaben und eine damit verbundene Verlangsamung des Kreditwachstums stehen für eine pessimistische Einschätzung der Absatz-erwartungen durch die Unternehmen. Zwar sollten die schwächere Kreditnachfrage und das niedrige Zinsniveau dazu beitragen, dass die mit der Unternehmensverschuldung verbundene Ausfallwahrscheinlichkeit nicht zu hoch wird. Aber mit dem Konjunkturabschwung nimmt die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit bei Unternehmen zu, was zu einer vorsichtigeren Kreditvergabe und zu einer Verschlechterung der Bonitätseinstufung führt.

### Der Finanzakzelerator in Österreich

Die Finanzakzeleratortheorie besagt, dass Bilanzschwächen negative makroökonomische Schocks verstärken, weil sie den Investitionsspielraum von Unternehmen einschränken. Durch diese Konstellation ergeben sich zwei Arten von Asymmetrien: Einerseits entstehen Asymmetrien im Zeitverlauf, da sich die Bilanzsituation meist während eines wirtschaftlichen Abschwungs verschlechtert und eine Einschränkung der Finanzierungsmöglichkeiten, welche in Hochkonjunkturphasen nicht ins Gewicht fällt, bei einer Konjunkturabkühlung schlagend wird. Die zweite Asymmetrie ergibt sich aus der Tatsache, dass Firmen, denen aus der Kreditfinanzierung beträchtliche Delegationskosten („agency costs“) erwachsen, wie etwa kleine, junge oder hoch verschuldete Unternehmen, größere Bilanzschwächen aufweisen. Daher sind Firmen mit einem eingeschränkten Finanzierungsspielraum von Kreditrationierungen – entweder wird das Kreditangebot gekürzt, oder es werden die Kosten für Kredite erhöht – eher betroffen als Unternehmen, die die ganze Palette der Finanzierungsmöglichkeiten nutzen können.

Mehrere Studien haben die Bedeutung finanzieller Faktoren für Investitionen und Asymmetrien in Österreich anhand von Daten, welche die Oesterreichische Nationalbank im Rahmen ihrer Refinanzierungstätigkeit einholt, analysiert.<sup>1)</sup> Sie zeigen im Wesentlichen, dass finanzielle Faktoren gemeinsam mit den Nutzungskosten des Kapitals wichtigere Determinanten der Investitionstätigkeit sind als das Umsatzwachstum. Diese Erkenntnis impliziert, dass eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage oder Zinsänderungen durch den so genannten Bilanzkanal noch verstärkt werden.

Außerdem wurde die Asymmetrie des Finanzakzeleratoreffekts in verschiedenen Unternehmensgruppen im Hinblick auf den Zugang zum Finanzmarkt analysiert. Dabei zeigte sich, dass bei kleinen Unternehmen finanzielle Faktoren wegen ihrer beschränkten Möglichkeiten, ihre Schulden mit Sicherheiten zu unterlegen, eine größere Rolle spielen, während junge Unternehmen eher vom Umsatzwachstum abhängig sind.

Darüber hinaus bestätigen die Studien die große Bedeutung von Hausbankbeziehungen, die den Banken die Möglichkeit geben, Informationsasymmetrien durch eine langfristige Kundenbeziehung wettzumachen. Firmen mit einer engen und exklusiven Beziehung zu einer Bank kommen weniger leicht in Finanzierungsschwierigkeiten als Firmen mit vielen Kreditgebern. Dies gilt vor allem für kleine Unternehmen mit einer Hausbank; für junge Firmen ist dieser Schluss nicht unbedingt anwendbar, da offenbar eine exklusive Beziehung sich erst über einen bestimmten Zeitraum hinweg bewähren muss.

Der Umstand, dass die Investitionstätigkeit von Firmen mit einer Hausbank weniger stark von Bilanzvariablen beeinflusst wird, deutet darauf hin, dass das in Österreich weit verbreitete Hausbankprinzip einer etwaigen Einschränkung des Kreditangebots infolge einer Abkühlung der Konjunktur oder einer geldpolitischen Straffung entgegenwirkt. Allerdings sollten angesichts der Tatsache, dass in dem zur Verfügung stehenden Datensample solvente Firmen überrepräsentiert sind, diese Ergebnisse mit gewisser Vorsicht interpretiert werden.

1 Siehe Valderrama, M. T. (2001). Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach. EZB Working Paper Nr. 108; Valderrama, M. T. (2001). Bilanz- und Kreditvergabekanal: eine Analyse anhand österreichischer Firmen. In: Berichte und Studien der OeNB, Heft 3+4; und Wesche, K. (2000). Is There a Credit Channel in Austria? The Impact of monetary Policy on Firms' Investment Decisions. OeNB Working Paper Nr. 41.

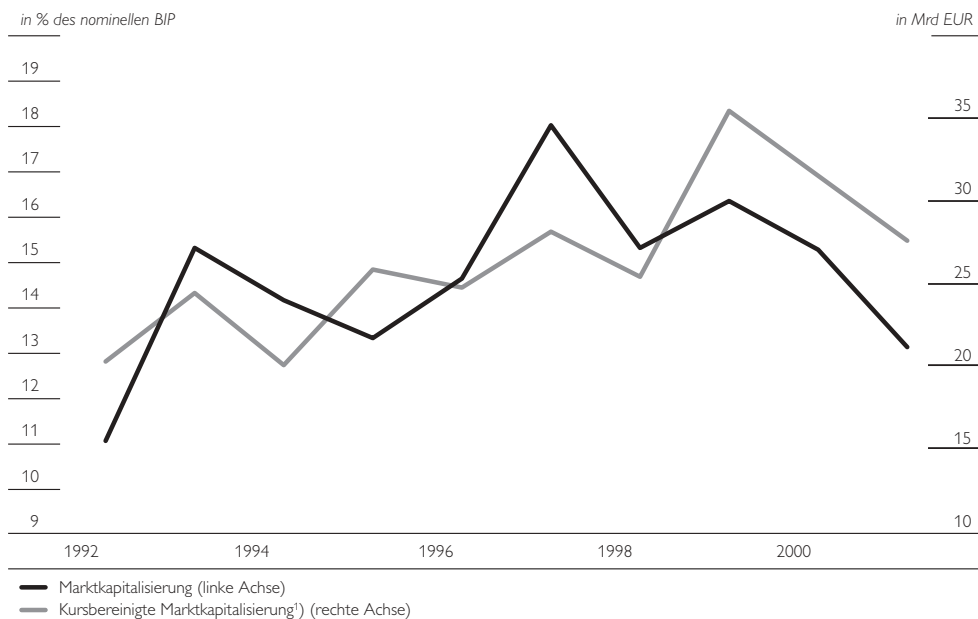
## Aktienmarkt

### Die realwirtschaftliche Bedeutung der Wiener Börse

Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern hat in Österreich die Kapitalaufbringung über die Börse eine untergeordnete Bedeutung. Wie in Grafik 34 ersichtlich, betrug im Jahr 2001 die Marktkapitalisierung der Wiener Börse bezogen auf das BIP 13,1% und war damit deutlich geringer als in nahezu allen anderen europäischen Ländern.<sup>1)</sup> Die in den letzten Jahren beobachtete Verringerung der Marktkapitalisierung hat sich auch im ersten Quartal des Jahres 2002 fortgesetzt: Ende März 2002 betrug der Gesamtkurswert der Aktien des Wiener Börse Index (WBI) 27,7 Mrd EUR und war trotz positiver Kursentwicklung damit geringer als im entsprechenden Vorjahresmonat. Ein Grund hierfür liegt insbesondere darin, dass im bisherigen Verlauf des Jahres 2002 der Notierungslöschung von fünf Unternehmen kein neu an die Börse gekommenes Unternehmen gegenüberstand. Die kursbereinigte Marktkapitalisierung<sup>2)</sup> der Wiener Börse weist bereits seit dem Jahr 1999 eine fallende Tendenz auf.

Grafik 34

#### Marktkapitalisierung der Wiener Börse



Quelle: Wiener Börse AG.

¹) Die um jährliche Kursgewinne (-verluste) verminderte (erhöhte) Marktkapitalisierung.

Neuerdings wird zunehmend die Meinung vertreten, dass der positive Zusammenhang zwischen Finanzmarktstruktur (z. B. markt- versus bankbasierten Systemen) und dem Wirtschaftswachstum weniger ausgeprägt ist als jener zwischen dem Finanzmarktsystem und der Industriestruktur einer Volkswirt-

1 So betrug laut World Federation of Exchanges im Jahr 1999 die Marktkapitalisierung als Anteil des BIP in Deutschland 72,1% und jene im Vereinigten Königreich 198,3%.

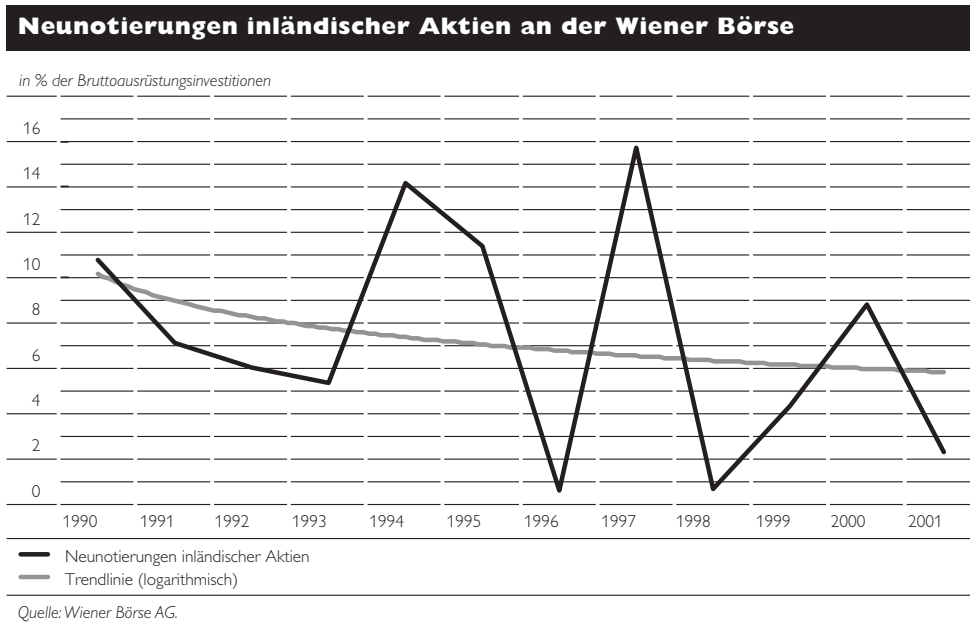
2 Die nach der Emission von Anteilswerten erzielten Kursgewinne stehen den emittierenden Unternehmen nicht für Investitionszwecke zur Verfügung. Daher ist die um Kursgewinne bereinigte Marktkapitalisierung ein besserer Indikator als die nominelle Marktkapitalisierung.

schaft.<sup>1)</sup> Zum Beispiel erfolgt die Aufbringung von Kapital über die Börse häufig zur Finanzierung von Investitionsprojekten, die langfristiger Natur sind und erst nach einer Anlaufzeit eine positive Rendite erzielen. Ein Indikator für die realwirtschaftliche Bedeutung der Börse sind Neunotierungen von Anteilswerten, da diese häufig auch zur Finanzierung von Innovationen erfolgen.

Um die realwirtschaftliche Bedeutung von über die Börse finanzierten Innovationen zu messen, werden diese zu den nominellen Bruttoausrustungsinvestitionen in Beziehung gesetzt. Wie aus Grafik 35 ersichtlich, wies das Volumen der an der Wiener Börse neu begebenen Anteilswerte im abgelaufenen Jahrzehnt starke Schwankungen auf. Seit dem Jahr 1990 lässt sich allerdings ein leichter Abwärtstrend feststellen. Bezogen auf die Bruttoausrustungsinvestitionen entsprachen die Neunotierungen 2001 lediglich 2,3% und lagen damit weit unter dem Durchschnittswert von 7,3% des Zeitraums von 1990 bis 2001.

Dem abnehmenden Trend der Neunotierungen an der Wiener Börse zufolge scheint der österreichische Aktienmarkt zunehmend an Bedeutung für „innovative Investitionstypen“ verloren zu haben. Diese Tendenz muss jedoch vor dem in den letzten Jahren für die Unternehmensfinanzierung wichtiger gewordenen Risikokapitalmarkt gesehen werden. Trotzdem dominieren in Österreich traditionelle Industriezweige, deren Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten weniger ausgeprägt sind als bei dynamisch wachsenden Hochtechnologieunternehmen, wie etwa der Computerbranche.

Grafik 35



1 Die erste Studie, die die empirische Evidenz für diesen Zusammenhang nachweist, ist Carlin, W. und Mayer, C. (1999). *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?* Mimeo. 14. Juli.



### Gute Kursentwicklung auf dem Wiener Börsenplatz

Der Wiener Börsenplatz befindet sich seit Jahresbeginn 2002 in einem Aufwärtstrend (bis Anfang Mai 2002 betrug das Wachstum des Austrian Traded Index, ATX, rund 18%). Die Kursentwicklung des ATX verlief damit asynchron zu jener der anderen europäischen Aktienmärkte.<sup>1)</sup> So war etwa die Performance des Deutschen Aktienindex (DAX) – ähnlich wie jene anderer Börsenplätze in Europa – bis Mitte Februar 2002 von Kursverlusten geprägt.

Grafik 36

#### ATX und DAX

Index: 1. Jänner 1991 = 100



Quelle: Datastream.

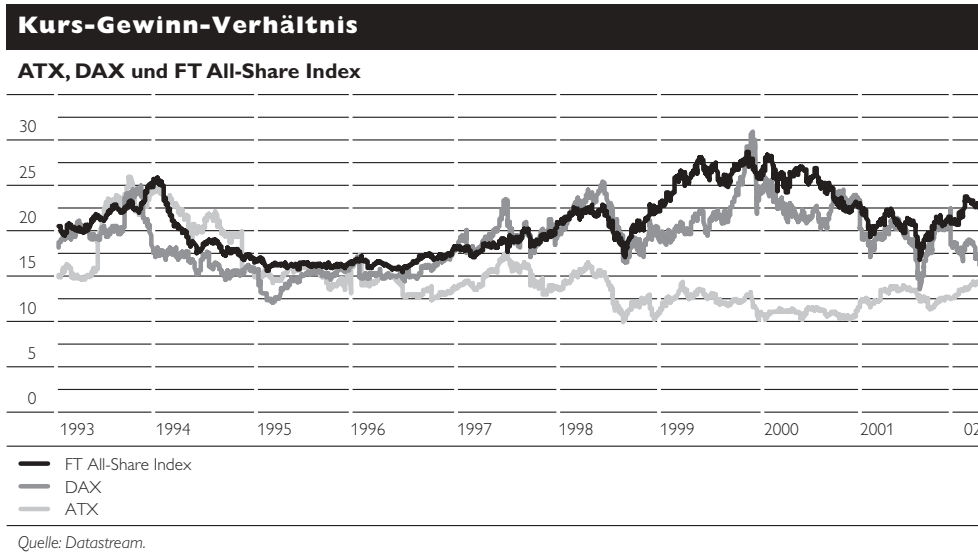
Österreich ist von der erhöhten Verunsicherung auf den Aktienmärkten, welche der Konkurs des US-Energiekonzerns Enron verursacht hat, weitgehend verschont geblieben.<sup>2)</sup> So betrug die Anzahl der Tage mit absoluten Kursveränderungen von mehr als 2% seit Beginn des Jahres 2002 bis in die erste Aprilwoche 2002 in Wien nur ein Achtel jener in Frankfurt.

Die gute Kursperformance des Wiener Börsenplatzes ist nicht unerheblich von der sektoralen Zusammensetzung des ATX getragen worden. Im ersten Quartal 2002 erzielten „zyklische“ Werte (VA Tech, Mayr-Melnhof, Flughafen Wien) die größten Kurssteigerungen.<sup>3)</sup> Zyklische Titel sind üblicherweise in

- <sup>1</sup> Die Wiener Börse ist auch über einen längeren Zeitraum betrachtet verhältnismäßig wenig von der Kursentwicklung auf ausländischen Börsenplätzen beeinflusst. Dies kommt in der deutlich geringeren Korrelation des ATX zu ausländischen Aktienindizes zum Ausdruck. Seit Anfang des Jahres 2000 ist die Korrelation sogar negativ bzw. die Kursentwicklung „gegenläufig“ zum internationalen Trend.
- <sup>2</sup> Der Konkurs des US-Energiekonzerns Enron im Dezember des Jahres 2001, der in weiterer Folge auch die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Arthur Andersen LLP in Mitleidenschaft gezogen hat, löste auch in Europa eine Diskussion über das Bilanz- und Prüfungssystem aus. Dies spiegelte sich in einer gestiegenen impliziten Volatilität des DAX wider.
- <sup>3</sup> Siehe dazu Farrell, J. L. (1983). *Guide to Portfolio Management*. New York: McGraw-Hill. Farrell unterteilt die an Börsen notierten Unternehmen in – unter anderem – zyklische Sektoren und Wachstumssektoren. Die Börsenentwicklung zyklischer Sektoren weist häufig eine starke Anbindung an den Konjunkturzyklus auf. Demgegenüber hängt die Performance von Wachstumssektoren stärker von – nicht immer fundamental gerechtfertigten – Erwartungen der Finanzmarktakteure ab.

Phasen erhöhter Marktunsicherheit der Anleger weit weniger negativ betroffen als Wachstumswerte wie etwa Telekommunikationsunternehmen, die den größten Anteil am Rückgang der europäischen Börseindizes – gemessen am DJ EURO STOXX – hatten.<sup>1)</sup> Auch im Bereich der Technologietitel entwickelte sich der Wiener Börsenplatz gegen den internationalen Trend. Die im Wachstumsindex Vienna Dynamic Index (ViDX) zusammengefassten Werte wiesen seit Jahresbeginn 2002 (bis Anfang Mai 2002) ein Wachstum von etwas mehr als 4% aus.

Grafik 37



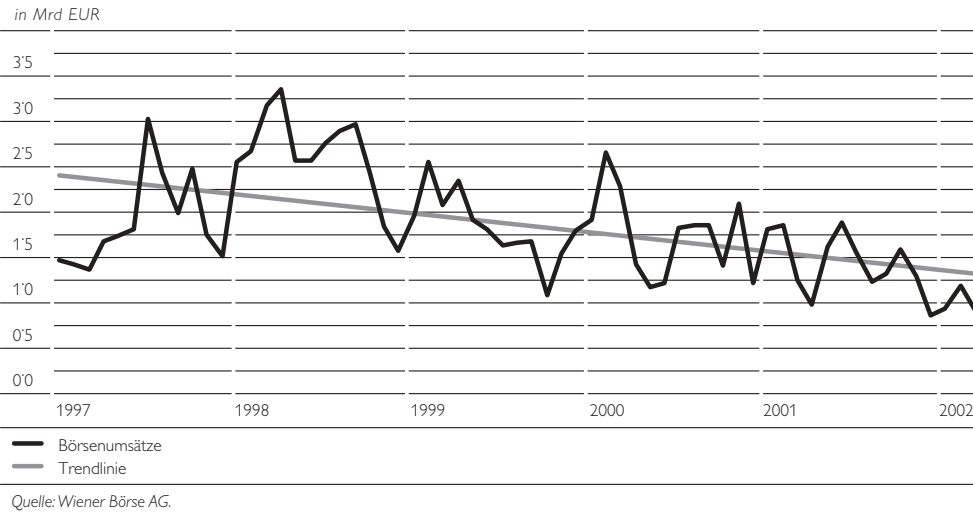
Die gute Kursperformance des ATX hat auch dazu geführt, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) seit Beginn des Jahres 2002 angestiegen ist. Anfang Mai 2002 überstieg das KGV des ATX die Marke von 16 und lag damit außerhalb der Bandbreite (10 bis 15), die seit Herbst des Jahres 1998 beobachtet wird. Gegenüber anderen europäischen Börsenindizes besteht aber weiterhin Spielraum nach oben. Zum Beispiel betrug das KGV des FT ALL-Share Index in der ersten Maiwoche 2002 rund 23. Aus dieser Sicht könnte die aktuelle Kursperformance nicht als „Überbewertung“ des Wiener Börsenplatzes interpretiert werden.

Die Marktliquidität der Wiener Börse ist allerdings weiterhin gering. In den ersten drei Monaten des Jahres 2002 sind die Umsätze sogar noch zurückgegangen und betragen nur 44% jener der vergleichbaren Vorjahresperiode und 63% des durchschnittlichen Umsatzes im Jahr 2001.

<sup>1</sup> Von den Sektoren des DJ EURO STOXX hatten die Telekommunikationstitel seit Jahresbeginn 2002 mit rund 46% den größten Kursverlust verbucht. Der Frankfurter Index für Wachstums- und Technologiewerte NEMAX wies seit Beginn dieses Jahres einen Rückgang von rund 22% auf. Rückläufige Absatzzahlen bei Mobiltelefonen und Personal Computern führten zu einem verschlechterten Investitionsklima für Technologietitel.

Grafik 38

### Umsätze von Anteilswerten auf dem Wiener Börsenplatz

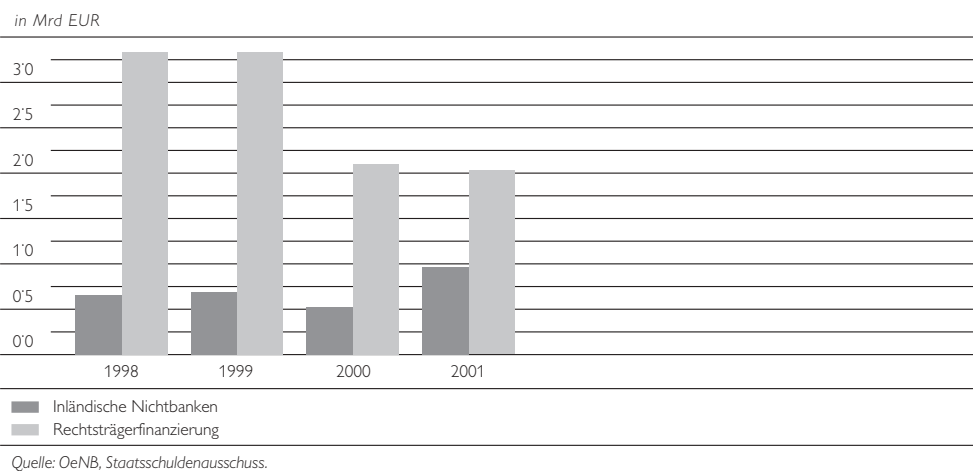


### Rentenmarkt

Der österreichische Rentenmarkt hat sich im Jahr 2001 weiter gut entwickelt. Gemäß der Emissionsstatistik der OeNB (die keine Auslandsemissionen österreichischer Emittenten enthält) betrugen die Bruttoemissionen 2001 rund 29,6 Mrd EUR. Mit einem Emissionsvolumen (brutto) von rund 14,8 Mrd EUR oder 50% des Gesamtvolumens war der Bund der wichtigste Akteur auf dem inländischen Rentenmarkt, gefolgt von den Kreditinstituten mit rund 13,8 Mrd EUR oder 47%. Die Unternehmen haben sich im Jahr 2001 verstärkt über Anleiheemissionen finanziert. Die sonstigen inländischen Nichtbanken<sup>1)</sup>

Grafik 39

### Bruttoemissionen inländischer Nichtbanken und Rechtsträgerfinanzierung des Bundes



<sup>1)</sup> Sonstige inländische Nichtbanken umfassen Emissionen der Elektrizitätswirtschaft, Industrie und sonstiger inländischer Emittenten.

begaben mit rund 960 Mio EUR (nahezu doppelt so viel wie im Jahr 2000) rund 3% des gesamten Bruttoemissionsvolumens.

Tendenziell kann davon ausgegangen werden, dass sich die direkte Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch österreichische Unternehmen weiter erhöhen wird, und zwar nicht nur auf dem heimischen, sondern auch auf dem europäischen Kapitalmarkt, dessen Integration rasch voranschreitet. Nach Angaben der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung wurden im Jahr 2000 mehr als 70% der österreichischen Unternehmensanleihen im Ausland gehalten. Außerdem muss hier berücksichtigt werden, dass der Bund seit dem Jahr 1998 Finanzierungen für Dritte durchführt, indem der öffentliche Sektor Mittel über Wertpapieremissionen aufnimmt und diese an staatsnahe Unternehmen weiterleitet („Rechtsträgerfinanzierungen“). Ende des Jahres 2001 erreichte das Volumen, das der Bund für staatsnahe Unternehmen über Anleiheemissionen aufbrachte, mit 9,6 Mrd EUR einen neuen Höchststand. Gegenüber dem Vorjahr bedeutete dies einen absoluten Zuwachs von rund 2 Mrd EUR. Der tatsächliche Anteil der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften am gesamten Umlauf österreichischer Emittenten ist daher deutlich höher.