

Verschlechterte Finanzierungsbedingungen der realwirtschaftlichen Sektoren

Gewinnentwicklung stützt Finanzposition der Unternehmen

Konjunkturoberpunkt überschritten

Die österreichische Wirtschaft befand sich im Jahr 2007 in einer Phase der Hochkonjunktur. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts belief sich auf etwa 3,4%. Der Konjunkturoberpunkt dürfte aber bereits überschritten worden sein. Angesichts der Konjunkturabschwächung im Euroraum verlangsamte sich die Expansion der Ausfuhren im ersten Halbjahr 2007 etwas; gestützt wurden die Exporte hingegen von der anhaltend hohen Dynamik der Märkte in Zentral-, Ost- und Südosteuropa. Die Investitionen zeigten einen ähnlichen Verlauf wie die Exporte und wuchsen angesichts einer hohen Kapazitätsauslastung bzw. einer guten Gewinnsituation ebenfalls kräftig, wenn auch mit verringerten Zuwachsraten.

Nach den hohen Zuwächsen der Vorjahre verzeichneten die österreichischen Unternehmen trotz des Anstiegs des Euro und der hohen Rohölpreise weiterhin steigende Gewinne. Die Umsätze gestalteten sich in dem günstigen Konjunkturmilieu positiv, gleichzeitig entwickelten sich die Lohnstückkosten weiterhin moderat.

Im Zuge der konjunkturellen Aufwärtsentwicklung hat sich die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen, die üblicherweise einen nachlaufenden Konjunkturindikator darstellen, in

den ersten drei Quartalen 2007 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 3,7% verringert. Insbesondere die mangels Masse abgewiesenen Konkursanträge gingen zurück, die eröffneten Verfahren nahmen hingegen leicht zu. Die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten entsprachen nominell jenen der Vergleichsperiode des Vorjahres. In Relation zu den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors sanken laut Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung (GFR) die Insolvenzverbindlichkeiten im dritten Quartal 2007 auf 0,64%.

Struktur der Außenfinanzierung weiterhin stark kapitalmarkt- orientiert

Trotz der anhaltend guten Innenfinanzierungsmöglichkeiten erhöhte sich das Außenfinanzierungsvolumen des Unternehmenssektors im ersten Halbjahr 2007 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 30% auf 18,3 Mrd EUR.

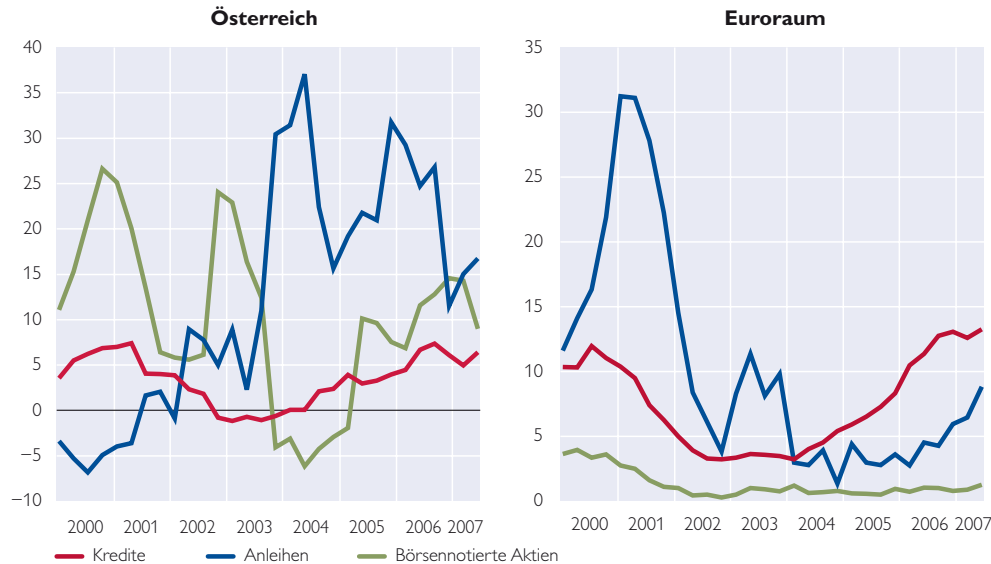
Knapp ein Viertel davon stammte von Bankkrediten, deren Jahreswachstumsrate sich seit dem Herbst 2006 trotz der anziehenden Investitionstätigkeit nicht weiter beschleunigt hat und im zweiten Quartal 2007 6,4% erreichte.¹ Ihre Dynamik blieb bis zuletzt hinter jener des Euroraums zurück. Die Kreditaufnahme erfolgte netto zur Gänze in Euro. Fremdwährungskredite wurden von den Unternehmen per saldo weiter abgebaut. Der im internationalen Vergleich

¹ Gemäß EZB-Monetärstatistik; in Analogie zur Vorgangsweise der EZB ermittelt als prozentuelle Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen, d. h. bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen.

Grafik 3

Wichtige Elemente der Außenfinanzierung von Unternehmen

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: OeNB, EZB.

ohnehin hohe Anteil variabel verzinsten Kredite im Neugeschäft stieg auf über 96%.

Gemäß der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) nahmen die österreichischen Unternehmen in den ersten drei Quartalen 2007 vor allem für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen bzw. Unternehmensumstrukturierungen vermehrt Mittel auf. Darüber hinaus bildete die Finanzierung von Anlageinvestitionen ein wesentliches Motiv für die Kreditaufnahme. Die Begebung von Schuldverschreibungen reduzierte die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten.

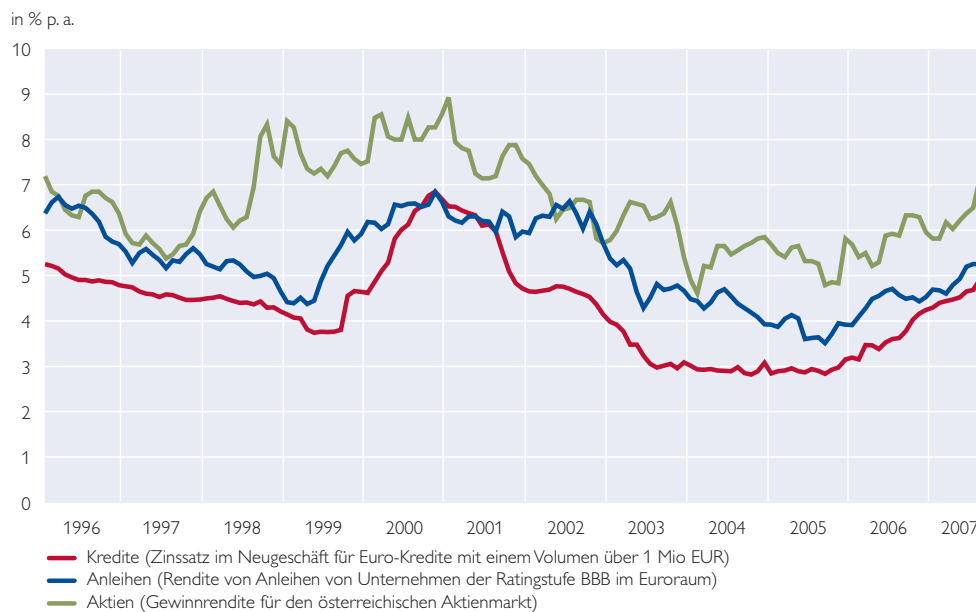
Die Anleihenfinanzierung expandierte im ersten Halbjahr 2007 weiterhin überaus dynamisch und trug in diesem Zeitraum mehr als 10% zur Außenfinanzierung bei. Gemäß Emissionsstatistik erhöhte sich der Umlauf

von Unternehmensanleihen gegenüber dem Vorjahr um 15,3%.² Die größten Emissionen wurden von Bau- und Immobiliengesellschaften begeben. Insgesamt legten in den ersten acht Monaten 2007 rund 30 Unternehmen Anleihen auf. Mehr als 80% des in diesem Zeitraum begebenen Anleihevolumens war fix, der Rest variabel verzinst. Ähnlich hoch war der Anteil der auf Euro lautenden Emissionen, der Rest entfiel im Wesentlichen auf den Schweizer Franken.

An der Wiener Börse erreichten die Neuemissionen von nichtfinanziellen Unternehmen im ersten Halbjahr 2007 gemäß Emissionsstatistik rund 6,2 Mrd EUR. Davon entfielen rund 1 Mrd EUR auf Neunotierungen. Darüber hinaus fand eine Reihe von Kapitalerhöhungen statt. Insgesamt trug die Mittelaufbringung durch börsennotierte Aktien in den

² Ebenfalls auf Basis der EZB-Methode berechnet (siehe Fußnote 1).

Finanzierungsbedingungen für Unternehmen



Quelle: OeNB, Thomson Financial, Wiener Börse AG.

ersten sechs Monaten des Jahres 2007 knapp 30% zur Außenfinanzierung bei. Nach wie vor nahmen Immobiliengesellschaften die Börse als Finanzierungsquelle in hohem Ausmaß in Anspruch.³ Darüber hinaus emittierten einige Industrie- und Dienstleistungsunternehmen Aktien an der Wiener Börse. Aktienemissionen werden primär von großen Unternehmen durchgeführt. Im Juni 2007 eröffnete die Wiener Börse ein neues Marktsegment für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) mit einem geringeren Kapitalbedarf („mid market“), in dem im dritten Quartal 2007 zwei Neuemissionen stattfanden.

Infolge der hohen Emissionsvolumina und des bis in den Sommer 2007

andauernden Kursanstiegs stieg die Marktkapitalisierung der an der Wiener Börse notierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Halbjahr 2007 um mehr als 15 Mrd EUR auf 99 Mrd EUR (rund 37% des BIP).⁴ In den darauf folgenden Monaten haben sich jedoch im Gefolge der Turbulenzen auf den Finanzmärkten auch die Kurse an der Wiener Börse rückläufig entwickelt.

Inklusive der außerbörslichen Anteilswerte wurden im ersten Halbjahr 2007 knapp 40% der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Form von Eigenkapital aufgenommen. Der Eigenkapitalanteil an den Verpflichtungen blieb dadurch unverändert bei rund 44%.

³ Zur Entwicklung der Immobilienaktien siehe den Kasten „Die US-Subprime-Krise: Ursachen und Auswirkungen“ im Kapitel „Trotz turbulenter Rahmenbedingungen dynamische Entwicklung österreichischer Finanzintermediäre“ in diesem Heft.

⁴ Die Marktkapitalisierung aller an der Wiener Börse notierten Werte (inklusive finanzieller Gesellschaften) erreichte Ende Juni 2007 knapp 62% des BIP.

Finanzierungsbedingungen verschlechtert

Die Finanzierungsbedingungen für die österreichischen Unternehmen haben sich in den ersten drei Quartalen 2007 verschlechtert. Das galt für die Aufnahme von Eigenkapital und von Fremdkapital gleichermaßen.

Der ATX setzte im ersten Halbjahr 2007 seinen Anstieg fort und verzeichnete einen Kurszuwachs von rund 9%. Trotz dieses Zuwachses konnten die Aktienkurse an der Wiener Börse nicht mit der Entwicklung der Gewinne der an der Wiener Börse notierten Unternehmen mithalten. Über den Sommer 2007 gaben die Kurse im Einklang mit der internationalen Entwicklung nach. Die Gewinnrendite⁵ stieg daher im Verlauf des Jahres 2007 merklich an, was höhere Kosten der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt impliziert.

Die Renditen für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt stiegen im ersten Halbjahr 2007 an und blieben danach relativ stabil. Seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen hat sich die Zinsstruktur aufgrund des Anstiegs der kurzfristigen Zinsen verflacht. Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen relativ zu Staatsanleihen ähnlicher Laufzeit stiegen im Gefolge der US-Subprime-Krise zwischenzeitlich deutlich an, sanken danach aber wieder auf das Niveau vor Beginn der Krise.⁶ Der gleichzeitige Rückgang der Renditen von Staatsanleihen glich diesen Anstieg aber zum Großteil wieder aus.

Die Bedingungen für die Kreditaufnahme verschlechterten sich im Lauf des Jahres 2007. Die Zinsen für Unternehmenskredite sind seit Ende 2005 im Steigen begriffen. Darin spiegelten sich zum einen die Leitzinserhöhungen durch die EZB wider, zum anderen hat dazu im dritten Quartal 2007 auch der Umstand beigetragen, dass im Zuge der Vertrauenskrise auf den internationalen Finanzmärkten die Geldmarktsätze, an denen sich die Verzinsung von variabel verzinsten Krediten orientiert, deutlich gestiegen sind. Demgegenüber haben sich die Risikoprämien für Unternehmenskredite bis zuletzt nur wenig verändert, wie die Entwicklung der Differenz von Zinsen für Unternehmenskredite und des Swapsatzes mit einer korrespondierenden Laufzeit (als Indikator für einen Zinssatz für weitgehend risikolose Anlagen) im Jahr 2007 zeigt.⁷

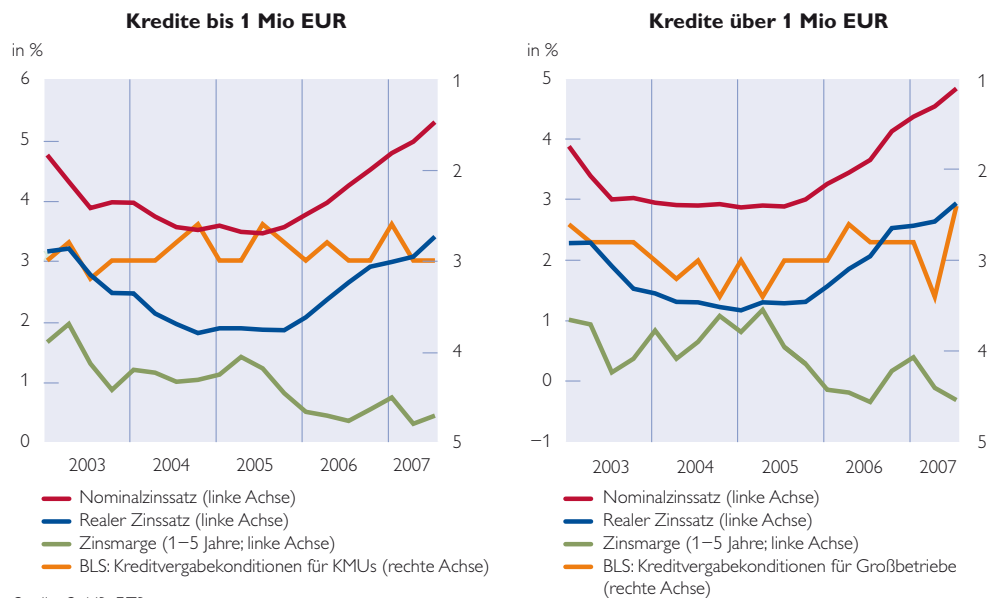
Dieser Befund entspricht weitgehend den österreichischen Ergebnissen der Eurosystem-Umfrage über das Kreditgeschäft. Demnach haben die Banken die Margen für Ausleihungen an Kreditnehmer durchschnittlicher Bonität vier Quartale hintereinander reduziert. Im dritten Quartal 2007 war ein leichter Anstieg zu registrieren. Die Zinsaufschläge für risikoreichere Kredite wurden im dritten Quartal 2007 ebenfalls zum ersten Mal in diesem Jahr angehoben. Gleichzeitig wurden die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite in den ersten drei Quartalen 2007 insgesamt nur leicht verschärft; das galt für Kredite an Groß-

⁵ Die Gewinnrendite stellt den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dar.

⁶ Als Indikator dient hier die Entwicklung der BBB-Anleihen im Euroraum, da der Anleihemarkt im Euroraum bereits sehr stark integriert ist. Eigene Datenreihen für Österreich stehen nicht zur Verfügung.

⁷ Über das Risiko der Kreditnehmer hinaus ist die Zinsmarge auch das Produkt der spezifischen Wettbewerbssituation auf dem österreichischen Kreditmarkt, die zwar nicht die Risikoanpassung per se, aber deren Höhe mitbedingt.

Konditionen für Unternehmenskredite



betriebe und KMU-Finanzierungen gleichermaßen. Die Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten hat nur geringe Auswirkungen auf die Kreditvergabepolitik der österreichischen Banken gehabt.

Rückläufige Exponierung gegenüber Zinsrisiken

Die Unternehmen haben in den letzten beiden Jahren ihre Exponierung gegenüber Zinsrisiken deutlich verringert (Grafik 6).⁸ Auf der Aktivseite verzeichneten Einlagen, auf die mehr als zwei Drittel der zinstragenden Aktiva der Unternehmen entfielen, in den letzten Quartalen Zuwächse, während bei den direkt gehaltenen

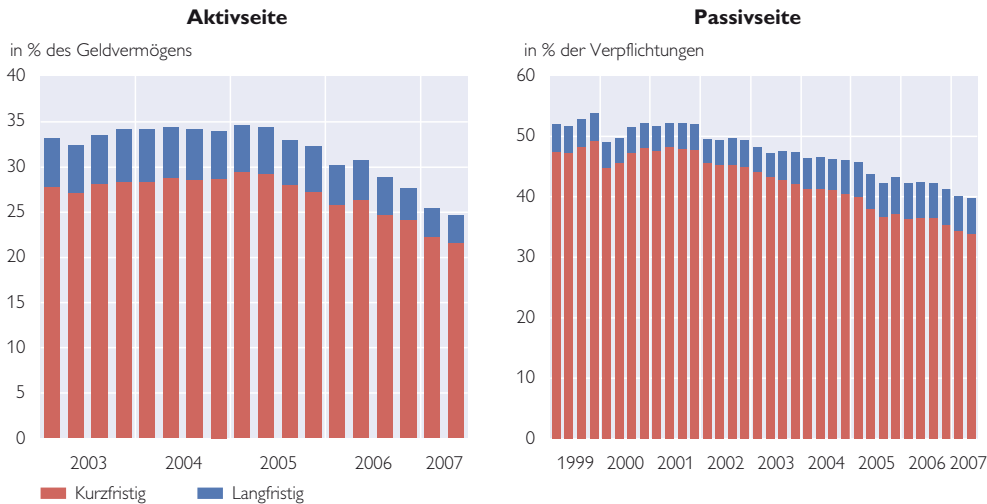
Anleihen sowie bei den Investmentfonds Rückgänge zu verzeichnen waren.

Auch passivseitig hat der Unternehmenssektor trotz der jüngsten Dynamik der Kredite – vor allem infolge der zunehmenden Bedeutung des Eigenkapitals in der Finanzierungsstruktur – seine Exponierung gegenüber Zinsänderungsrisiken in den vergangenen Jahren merklich reduziert. Der Anteil der verzinslichen Passiva an den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors verringerte sich zwischen 2005 und 2007 von 46% auf 40%. Dieser Rückgang resultierte primär aus einer Verringerung von Verbind-

⁸ Zinsänderungen beeinflussen sowohl die laufenden Zinsaufwendungen und -erträge als auch die Kurse von festverzinslichen Wertpapieren auf dem Sekundärmarkt. Hier werden nur die Effekte auf laufende Zinszahlungen untersucht, die Auswirkungen von Zinsänderungen auf Wertpapierkurse werden im Zusammenhang mit dem Kursrisiko betrachtet. Zur Erläuterung der hier dargestellten Exponierungsindikatoren siehe den Artikel von Beer und Waschiczek auf Seite 115ff in diesem Heft.

Grafik 6

Exponierung des Unternehmenssektors gegenüber Zinsrisiken



lichkeiten mit kurzfristigen Zinsänderungsrisiken (Kredite mit einer Zinsbindungsfrist bis zu einem Jahr und variabel verzinsten Anleihen). Der Anteil von festverzinslichen Anleihen, die mit langfristigen Zinsänderungsrisiken behaftet sind, war hingegen in den letzten Quartalen überaus stabil. In absoluten Werten waren die Zinsrisiken unterliegenden Passiva Mitte 2007 rund zweieinhalb Mal so groß wie die entsprechenden Aktiva.

Trotz des rückläufigen Anteils der Kredite an den Verpflichtungen hat sich der Zinsaufwand des Unternehmenssektors für Bankkredite in der ersten Jahreshälfte 2007 weiter erhöht (Grafik 7, linke Abbildung). Um einen Hinweis auf die Entwicklung der Kostenbelastung der Unternehmen durch die Zinszahlungen im Zeitablauf zu erhalten, wurde das

aushaftende Kreditvolumen mit entsprechenden Zinssätzen aus der Zinssatzstatistik multipliziert.⁹ Zu beachten ist, dass dabei nur Zinszahlungen, nicht jedoch Kreditnebenkosten erfasst werden. Grafik 7 (rechte Abbildung) zeigt, dass der Anstieg des Zinsaufwands in den letzten Quartalen zum weitaus überwiegenden Teil auf das gestiegene Zinsniveau zurückzuführen war. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch den hohen (und zuletzt sogar noch gestiegenen) Anteil variabel verzinsten Kredite.

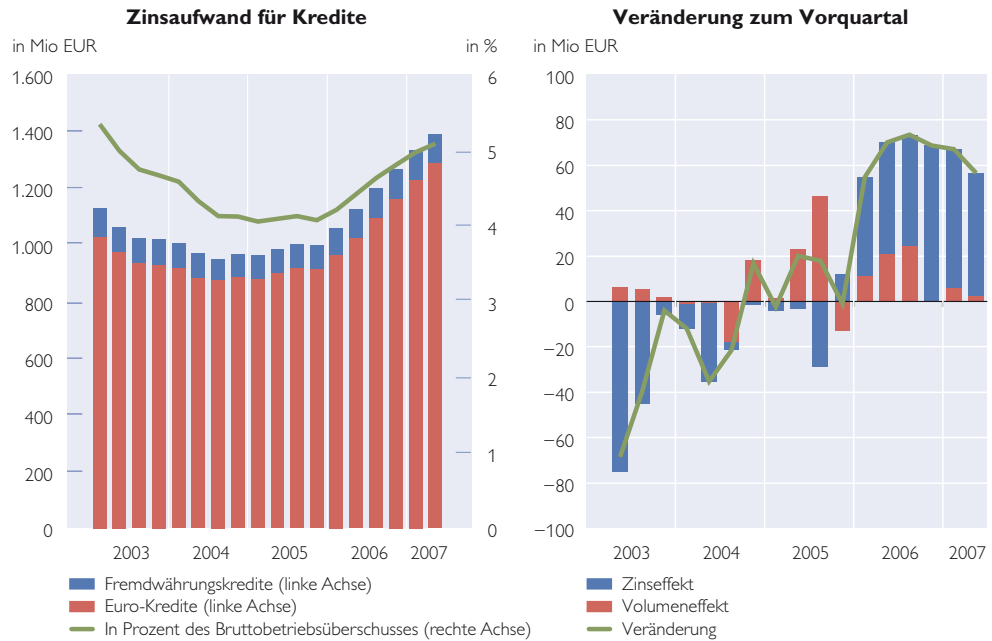
Abbau von Wechselkursrisiken

Die Exponierung des Unternehmenssektors gegenüber Wechselkursrisiken hat sich in den letzten Jahren sowohl auf der Aktivseite als auch auf der Passivseite merklich verringert. Wie Grafik 8 zeigt, war auf der Aktivseite der Fremdwährungsanteil

⁹ Für die Verzinsung der Fremdwährungskredite wurden die Zinssätze für das Neugeschäft (für Unternehmen und Haushalte zusammen) herangezogen, da die Zinssatzstatistik hierfür keine Angaben für das aushaftende Volumen enthält. Da Fremdwährungskredite zum weitaus überwiegenden Teil variabel verzinst sind und ihre Verzinsung periodisch neu festgesetzt wird, dürfte die dadurch hervorgerufene Ungenauigkeit nicht allzu groß sein.

Grafik 7

Zinsaufwand für Unternehmenskredite



Quelle: OeNB, Eurostat.

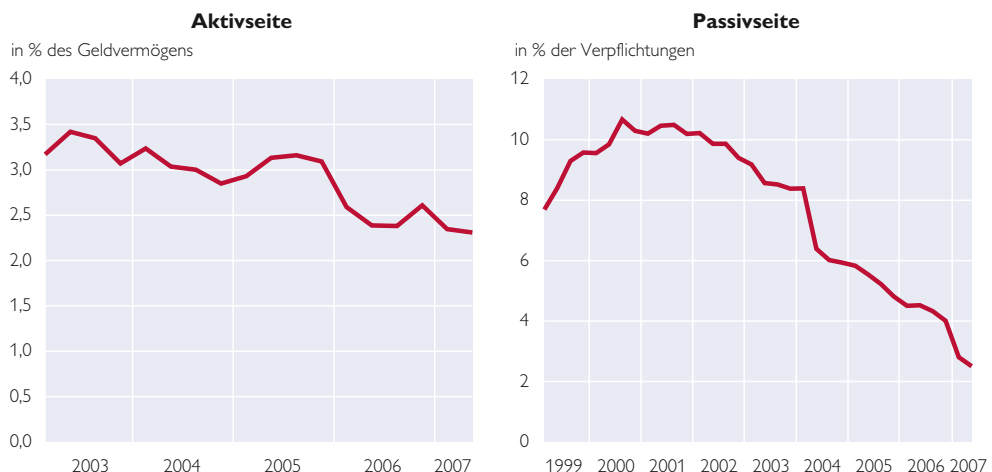
Anmerkung: Zinsaufwand für Euro-Kredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik in Euro multipliziert mit den korrespondierenden Zinssätzen für den Bestand gemäß EZB-Zinssatzstatistik.
Zinsaufwand für Fremdwährungskredite: Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen gemäß EZB-Monetärstatistik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

in den letzten Jahren stets sehr gering (allerdings ohne direkt gehaltene Anleihen und Aktien, für die keine Daten vorliegen) und hat sich zuletzt weiter vermindert.

Auf der Passivseite haben die Unternehmen ihre Exponierung gegenüber Währungsrisiken in den letzten Jahren deutlich reduziert. Der Fremdwährungsanteil der Bankkredite an

Grafik 8

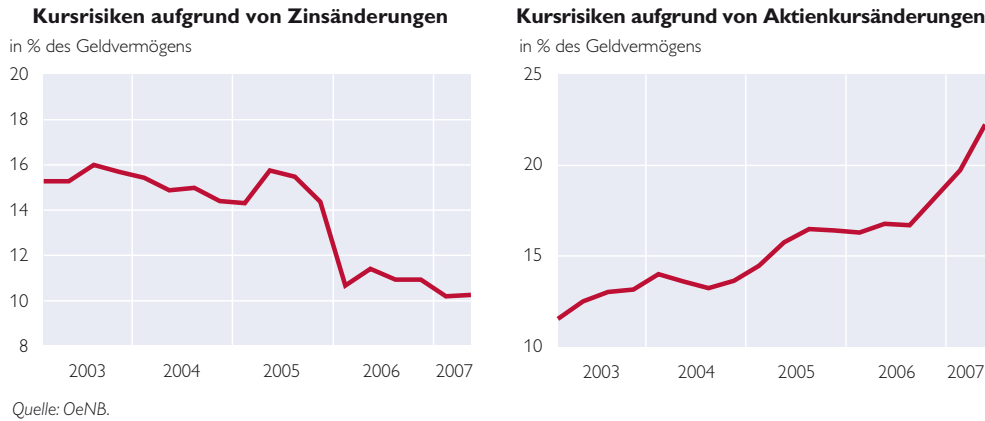
Exponierung des Unternehmenssektors gegenüber Wechselkursrisiken



Quelle: OeNB.

Grafik 9

Exponierung des Unternehmenssektors gegenüber Kursrisiken



Unternehmen betrug Ende Juni 2007 nur mehr 8,9%, und war damit halb so groß wie drei Jahre zuvor. Auch der Anteil der Fremdwährungsemissionen an den Unternehmensanleihen hat sich in den letzten Jahren merklich reduziert. Mitte 2007 betrug die Fremdwährungsverpflichtungen nur mehr 2,5% der gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors.

Geldvermögen der Unternehmen unterliegt zunehmend Aktienkursrisiken

Kursrisiken aufgrund von Aktienkursschwankungen haben in den Finanzanlagen der Unternehmen in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen, wohingegen von Zinsänderungen ausgehende Kursrisiken an Gewicht verloren haben. Der Anteil der (direkt oder in Form von Investmentfonds gehaltenen) Anleihen sank zwischen Mitte 2005 und Mitte 2007 von knapp 16% auf rund 10%, während der Anteil der Aktien (direkt oder indirekt via Fonds gehalten) in den Portefeuilles seit dem Jahr 2003 beständig anstieg und seit dem dritten Quartal 2005 über dem Anteil der mit Zinsänderungsrisiken be-

hafteten Aktiva lag. Zum Teil war dieser Anstieg darauf zurückzuführen, dass infolge der Kurszuwächse an den Börsen in den vergangenen Jahren der Marktwert der von den Unternehmen gehaltenen Aktien zugenommen hat.

Fazit: Erhöhte Risiken für die Finanzposition der Unternehmen

Insgesamt ist die Risikoposition des österreichischen Unternehmenssektors nach wie vor gut. Die bis zuletzt gestiegenen Gewinne haben das Innenfinanzierungspotenzial der Unternehmen erhöht und stützen die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen, wodurch die Erhöhung des Zinsendienstes bislang verkräftbar blieb. Dazu hat auch beigetragen, dass die Verschuldung des Unternehmenssektors in Relation zum Bruttobetriebsüberschuss seit Mitte 2005 rückläufig war und erst zur Jahresmitte 2007 wieder anstieg. Überdies haben die Unternehmen ihre Fremdwährungsrisiken in den letzten Jahren merklich reduziert. Diese insgesamt günstige Risikolage kam auch in den bis ins dritte Quartal 2007 rückläufigen Insolvenzen zum Ausdruck.

Allerdings ist die Finanzposition der Unternehmen vermehrten Risiken ausgesetzt. Wohl ist die relative Zinsabhängigkeit der Unternehmensfinanzierung im Jahr 2007 weiter gesunken, der hohe Anteil variabel verzinsten Kredite hat jedoch deren Zinsensitivität merklich erhöht. Auch die Finanzvermögen der Unternehmen sind zwar weniger Zins- und Wechselkursrisiken, dafür aber deutlich höheren Aktienkursrisiken ausgesetzt, was gerade in einem Umfeld anhaltender Unsicherheit der Investoren und erhöhter Aktienmarktvolatilitäten von Relevanz ist. Ein massiver Kursrückgang würde zu Bewertungsverlusten führen und könnte möglicherweise sogar die Finanzposition der Unternehmen in Mitleidenenschaft ziehen.

Schließlich dürfte auch das konjunkturelle Umfeld die Risikoposition der Unternehmen nicht mehr im gleichen Ausmaß begünstigen wie bisher. Angesichts der Turbulenzen auf den Finanzmärkten sind die Abwärtsrisiken der Wachstumsprognose deutlich gestiegen. Laut der aktuellen Prognose der OeNB wird die österreichische Konjunktur im Jahr 2008 deutlich an Tempo verlieren, was die Gewinnaussichten der Unternehmen dämpfen könnte. Überdies könnten der hohe Wechselkurs des Euro und die gestiegenen Rohstoffnotierungen die Kostenseite der Unternehmen belasten.

Verschlechterung der Risikoposition der Haushalte

Weiterhin günstiges wirtschaftliches Umfeld

Das günstige wirtschaftliche Umfeld wirkte sich weiterhin positiv auf den

österreichischen Arbeitsmarkt aus. Das Beschäftigungswachstum war hoch, auch wenn es sich im Verlauf des ersten Halbjahres 2007 abschwächte, und trug zu einem Anstieg der Haushaltseinkommen bei. Die Pro-Kopf-Realeinkommen stiegen aber nur wenig. Die zunehmende Bedeutung der privaten Pensionsvorsorge und die Unsicherheit über die zukünftige Einkommensentwicklung trugen zu einem Anstieg der Sparquote bei.

Hohe Geldvermögensbildung der Haushalte

Die Geldvermögensbildung der österreichischen Haushalte war im ersten Halbjahr 2007 im Vergleich zu den vergangenen Jahren relativ hoch. Einen überdurchschnittlich hohen Anteil an der Geldvermögensbildung hatten die Einlagen, während der Anteil der Kapitalmarktinstrumente an der Neuveranlagung – wie schon im zweiten Halbjahr 2006 – relativ gering war. Allerdings hatten Anleihen¹⁰ im Vergleich zu den vergangenen Jahren einen überdurchschnittlich hohen Anteil an der Geldvermögensbildung; der Aktienbestand wurde hingegen netto reduziert.

Exponierung gegenüber Kursrisiken stabil

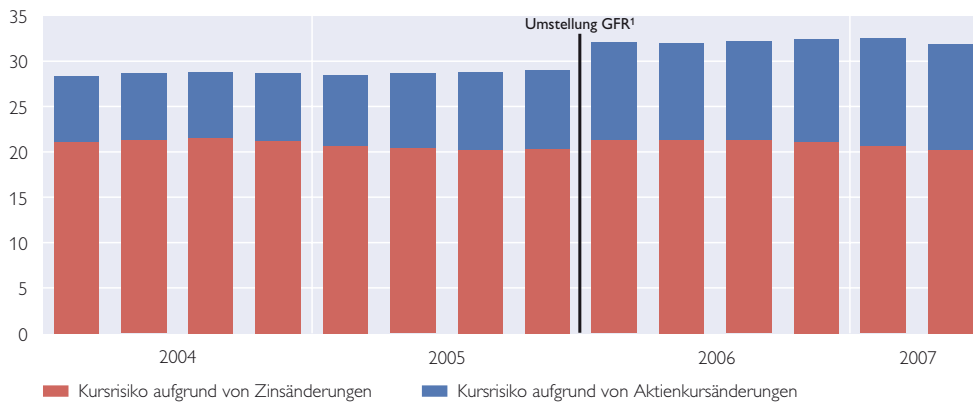
Die Veranlagung in marktbewertete Veranlagungsinstrumente ist sowohl Bewertungsrisiken aufgrund von Aktienkursänderungen (Aktien, Aktienfonds) als auch aufgrund von Zinsänderungen (Anleihen, Rentenfonds) ausgesetzt. Diese Veranlagungsformen hatten Mitte 2007 einen Anteil von rund 29% am Geldvermögen der privaten Haushalte. Innerhalb dieser

¹⁰ Unter Anleihen werden auch Zertifikate erfasst.

Grafik 10

Exponierung des Haushaltssektors gegenüber Kursrisiken

Anteil der mit Kursrisiko behafteten Aktiva an den gesamten Aktiva in %



Quelle: OeNB.

¹ Der höhere Anteil der mit Kursrisiko aufgrund von Aktienkursänderungen behafteten Aktiva ist teilweise auch auf Reklassifikationen in der GFR zurückzuführen (siehe dazu OeNB, 2007, Finanzvermögen 2006, Aktuelle Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Sonderheft Statistiken Juni 07). Der daraus resultierende Effekt sollte höchstens 4 Prozentpunkte ausmachen.

Anlagekategorie entfielen 42 % der Veranlagung auf Investmentzertifikate, 30 % auf Anleihen und 28 % auf Aktien.

Zusätzlich sind auch Teile der indirekten Veranlagung des Geldvermögens der privaten Haushalte über Pensionskassen, Mitarbeitervorsorgekassen und Versicherungen einem Bewertungsrisiko ausgesetzt. Mitte 2007 entfielen rund 14 % des Geldvermögens der Haushalte auf Ansprüche gegenüber Lebensversicherungen, rund 3 % auf Pensionskassenansprüche und weniger als 1 % auf Ansprüche gegenüber Mitarbeitervorsorgekassen. Daher erhöht die Berücksichtigung dieser Veranlagungsformen die Bewertungsrisiken im Haushaltssektor nur wenig. Berücksichtigt man auch diese Veranlagungen waren 32 % des Geldvermögens der privaten Haushalte von Bewertungsrisiken betroffen; davon 20 % von Bewertungs-

risiken aufgrund von Zinsänderungen und 12 % von Bewertungsrisiken aufgrund von Aktienkursänderungen. Bei diesen indirekten Veranlagungen tragen die Haushalte nicht das gesamte Bewertungsrisiko selbst, sondern ein Teil des Risikos wird z. B. durch die Abgabe von Mindestgarantien von den Intermediären getragen. Finanzintermediäre sind auch in der Lage professionelles Risikomanagement zu betreiben, wozu vor allem private Haushalte nicht immer fähig sind.¹¹ Die Veranlagung in Lebensversicherungen und Pensionskassen ist auch einer langfristigen vertraglichen Fixierung unterworfen, weshalb auf diese Vermögensbestandteile kurzfristig entweder nicht oder nur unter Inkaufnahme von Nachteilen zurückgegriffen werden kann. Bei diesen Veranlagungen sollten zwar einerseits kurzfristige Schwankungen z. B. von Aktienkursen keine großen Auswir-

¹¹ Siehe dazu auch Fessler, P., M. Schürz, K. Wagner und B. Weber. 2007. Die Finanzkompetenz der österreichischen Bevölkerung. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q3/07. OeNB. 53–71.

Bewertungsgewinne und -verluste im Geldvermögen der privaten Haushalte

in % des in Kapitalmarktpapieren veranlagten Vermögens



Quelle: OeNB.

kungen haben, andererseits steht dieser Teil des Vermögens nur eingeschränkt für den Schuldendienst zur Verfügung. Dies kann insbesondere bei Einkommensausfällen oder steigenden Zinsen nachteilig sein. Weiters ist bei Lebensversicherungen zu beachten, dass diese in der Form der fondsgebundenen Lebensversicherung oft als Tilgungsträger für Fremdwährungskredite Verwendung finden. Marktentwicklungen, die sich negativ auf den Wert dieser Lebensversicherungen auswirken, beeinflussen daher die Fähigkeit der betroffenen Haushalte, ihre Kredite zurückzuzahlen.¹²

Die seit einigen Jahren zu beobachtende Verschiebung der Risikoexposition vom Kursrisiko aufgrund von Zinsänderungen zum Kursrisiko aufgrund von Aktienkursänderungen hat sich im ersten Halbjahr 2007 fortgesetzt. Seit dem Beginn des Jahres 2004 sank das Verhältnis von Aktiva,

die einem Bewertungsrisiko aufgrund von Zinsänderungen ausgesetzt sind, zu jenen, die einem Bewertungsrisiko aufgrund von Aktienkursänderungen ausgesetzt sind, von 250% auf 175%.

In den ersten beiden Quartalen 2007 waren bei der Veranlagung in Anleihen aufgrund der steigenden Zinsen relativ hohe Bewertungsverluste zu verzeichnen. Die Zinserhöhungen wirkten sich auch negativ auf die Performance der Rentenfonds aus. Bei der Aktienveranlagung konnten im ersten Halbjahr aufgrund der steigenden Aktienkurse relativ hohe Bewertungsgewinne erzielt werden. Die Auswirkungen der Finanzmarkt-turbulenzen im Sommer 2007 finden sich allerdings noch nicht in den Daten.

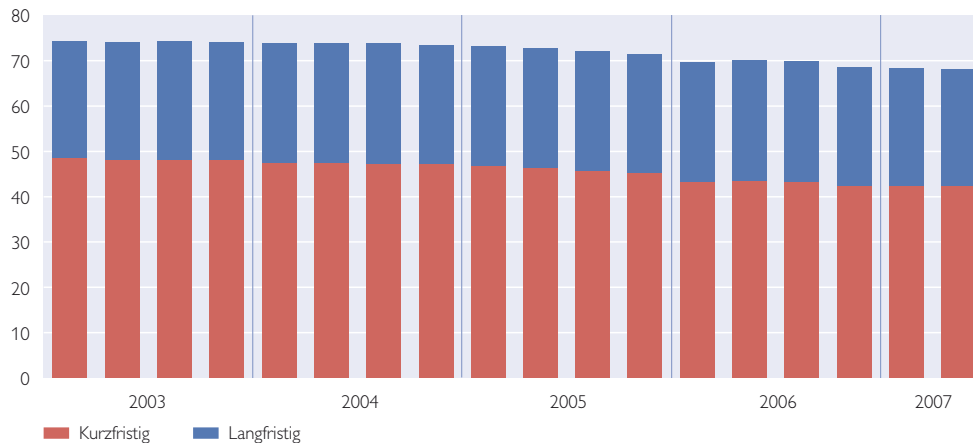
Bei der Einschätzung der Bedeutung des Bewertungsrisikos für die Finanzmarktstabilität ist auch zu berücksichtigen, dass nur eine Minder-

¹² Der höhere Anteil der mit Kursrisiko aufgrund von Aktienkursänderungen behafteten Aktiva ist teilweise auch auf Reklassifikationen in der GFR zurückzuführen (siehe dazu OeNB, 2007, Finanzvermögen 2006. Aktuelle Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. Sonderheft Statistiken Juni 07). Der daraus resultierende Effekt sollte höchstens 4 Prozentpunkte ausmachen.

Grafik 12

Exponierung des Haushaltssektors gegenüber Zinsrisiken

in % des Geldvermögens



Quelle: OeNB.

heit der Haushalte direkt in mit Kursrisiko behaftete Anlageprodukte investiert. Hierbei handelt es sich in erster Linie um private Haushalte in den oberen Einkommens- und Vermögensdezilen,¹³ also um Haushalte, die in der Lage sein sollten, allfällige Kursrückgänge zu verkraften.

Diversifikation

Das Risiko der Veranlagung in Wertpapiere kann durch Diversifikation der Veranlagung reduziert werden. Die geografische Streuung der direkten Aktienveranlagung der österreichischen Haushalte ist relativ gering. Mehr als 70% der Veranlagung in börsennotierte Aktien entfiel auf österreichische Aktien. In dieser Veranlagungskategorie ist auch die Streuung über einzelne Unternehmen und Branchen nur wenig ausgeprägt. Ende 2006 entfielen 64% der Aktienveranlagung der österreichischen Haus-

halte auf zehn Titel. Ein besonders hohes Gewicht in der Veranlagung hatten Immobilienaktien.¹⁴

Die indirekte Veranlagung über Investmentfonds, auf die rund 11% des Geldvermögens der Haushalte entfiel, erhöht die Diversifikation. Investmentfonds weisen üblicherweise eine breitere Streuung über Unternehmen aus als die Haushalte in ihrer direkten Veranlagung. Auch die Konzentration auf österreichische Unternehmen ist geringer. Einer hohen Konzentration der direkten Veranlagung steht eine breite Streuung der indirekten Veranlagung gegenüber.

Zinsrisiko

Änderungen der Zinsen wirken sich auf die Zinserträge aus Veranlagungen und auf die Zinsaufwendungen für Verpflichtungen aus. Auf der Aktivseite sind davon Einlagen und Anleihen und auf der Passivseite Kredite

¹³ Siehe dazu Beer, C., P. Mooslechner, M. Schürz und K. Wagner. 2006. Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Österreich. Eine Analyse auf Basis von Mikrodaten. In: *Geldpolitik & Wirtschaft Q2/06*. OeNB. 101–119.

¹⁴ Siehe dazu Andreasch, M., S. Jilg und G. Sedlacek. 2007. Eigentümerstruktur inländischer börsennotierter Unternehmen 2006. In: *Statistiken – Daten & Analysen Q4/07*. OeNB. 40–47.

betroffen. Ob eine Änderung des Zinsniveaus Auswirkungen auf die Zinserträge und Zinsaufwendungen hat, hängt auch von der Länge der Zinsbindungsfrist ab. Im Folgenden wird daher zwischen kurz- (Zinsbindung bis zu einem Jahr) und langfristigen Zinsrisiko unterschieden.¹⁵

Höhere Zinseinkünfte

Zum Ende des zweiten Quartals 2007 waren rund 42 % des Geldvermögens der privaten Haushalte einem kurzfristigen Zinsrisiko und rund 26 % einem langfristigen Zinsrisiko ausgesetzt. Die große Bedeutung des Zinsrisikos für die Veranlagung der Haushalte ist auf den hohen Anteil der Einlagen am Geldvermögen zurückzuführen (44 %).

Der Zinssatz für Spareinlagen (Bestand) lag im September 2007 bei 1,9 % und damit um 0,5 Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Sowohl aufgrund der stärkeren Veranlagung in Einlagen als auch aufgrund der höheren Zinsen stiegen die Zinseinkünfte der Haushalte aus Einlagen.

Geringe Neuverschuldung

Im ersten Halbjahr 2007 lag der Anteil der Euro-Kredite mit variabler Verzinsung im Neugeschäft bei den Konsumkrediten bei 83 % und bei den Wohnbaukrediten bei rund 55 %. Fremdwährungskredite sind üblicherweise variabel verzinst. Ähnlich hohe Werte sind schon seit einigen Jahren zu beobachten.

Das Kreditwachstum war im ersten Halbjahr 2007 relativ schwach. Gemäß GFR wuchsen die Verpflich-

tungen der Haushalte gegenüber Banken und sonstigen Kreditgebern im Vergleich zum Vorjahr um 4,0 %, wobei Wohnbaukredite um 5,0 % zunahmen und Konsum- sowie sonstige Kredite um lediglich 2,5 % wuchsen. Letzteres dürfte eine Auswirkung des geringen Konsumwachstums sein.

Die geringe Neuverschuldung ist zumindest teilweise auf die gestiegenen Kreditzinsen zurückzuführen. In den ersten drei Quartalen 2007 stieg der Realzinssatz¹⁶ für Wohnbaukredite um einen halben Prozentpunkt auf 2,89 % und jener für Konsumkredite um 0,55 Prozentpunkte auf 4,52 %. Abgesehen von dieser Weitergabe der geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats haben sich gemäß Umfrage über das Kreditgeschäft die Kreditrichtlinien der Banken nur wenig geändert. Dies trifft auch auf das dritte Quartal 2007 – also nach der durch die Subprime-Krise in den USA ausgelösten Probleme auf dem Kreditmarkt – zu. In diesem Quartal wurden die Richtlinien für die Gewährung von Krediten bei den Konsumkrediten nur leicht verschärft und bei den Wohnbaukrediten sogar gelockert.

Höherer Zinsaufwand

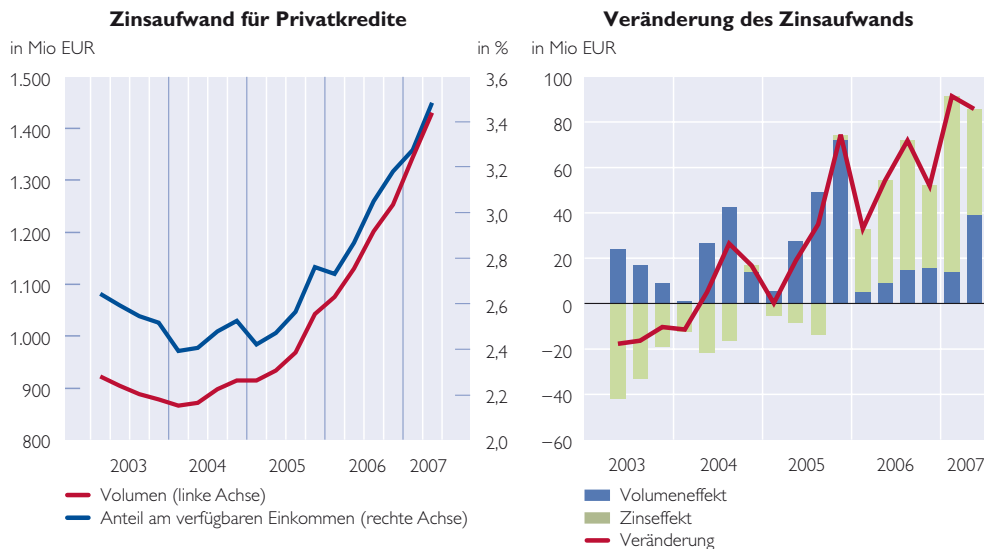
Aufgrund des weiteren Anstiegs der Kreditzinsen – in Verbindung mit der höheren Verschuldung – setzte sich der seit Anfang 2004 zu beobachtende Anstieg des Zinsaufwands für Privatkredite im ersten Halbjahr 2007 fort. Die Zinserhöhungen wirkten sich wegen des hohen Anteils des kurzfristigen Zinsrisikos relativ rasch auf den Zinsaufwand aus. Mitte 2007

¹⁵ Die risikomindernden Effekte von Garantien (z. B. Garantieranleihen) konnten hier und auch im restlichen Text nicht berücksichtigt werden.

¹⁶ Der Realzinssatz berechnet sich als Differenz von nominellem Zinssatz und der HVPI-Prognose der OeNB für das auf den Prognosezeitpunkt folgende Jahr.

Grafik 13

Zinsaufwand für Privatkredite



Quelle: OeNB.

lag der Zinsaufwand¹⁷ bei 3,5 % der verfügbaren Einkommen der Haushalte gemäß VGR und damit um 0,6 Prozentpunkte höher als der Vorjahreswert. Fast drei Viertel des gestiegenen Zinsaufwands sind auf den Anstieg der Kreditzinsen zurückzuführen.

Hierbei wird allerdings der Zinsaufwand in Bezug zum Einkommen der gesamten Bevölkerung, also auch jener Haushalte, die keinen Kredit aufgenommen haben, gesetzt. Aus der OeNB-Geldvermögensbefragung 2004 geht hervor, dass ungefähr 40 % der Haushalte einen Kredit aufgenommen haben. Da diese Haushalte über ein überdurchschnittlich hohes Einkommen verfügen, kann für verschuldete Haushalte ein durchschnittlicher Anteil des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen von rund 7,5 % angenommen werden.

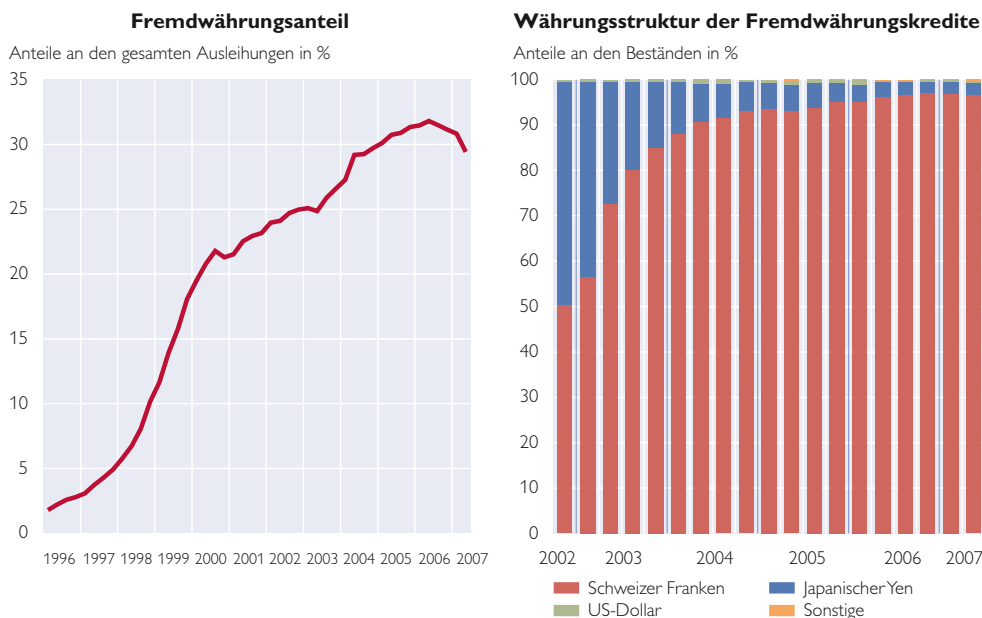
Bei der Interpretation des Zinsaufwands ist zu beachten, dass es sich nur um eine Abschätzung der Kostenbelastung der Haushalte durch Kredite handelt. Vernachlässigt werden dabei einerseits Kostenfaktoren wie etwa Kreditnebenkosten, andererseits aber auch Subventionen, die insbesondere bei den Wohnbaukrediten eine bedeutende Rolle spielen. Es werden auch nur Zinszahlungen, nicht jedoch Kreditrückzahlungen berücksichtigt.

Ausgehend vom Zinsaufwand zu Ende des ersten Halbjahres 2007 hätte ein Anstieg der Kreditzinsen um 100 Basispunkte eine Erhöhung des Anteils des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen um 0,68 Prozentpunkte zur Folge.¹⁸

¹⁷ Der Zinsaufwand für Privatkredite berechnet sich als Produkt von Kreditvolumen nach Verwendungszweck und Laufzeiten und den jeweiligen Zinssätzen. Das verfügbare Einkommen enthält auch die Einkommen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck.

¹⁸ Zinsbindungsfristen und allfällige Veränderungen des Kreditvolumens werden in der Berechnung nicht berücksichtigt.

Fremdwährungskredite an private Haushalte



Wechselkursrisiko

Ende des ersten Halbjahres 2007 waren rund 4,5% des Geldvermögens der österreichischen Haushalte einem Wechselkursrisiko ausgesetzt. Da die direkte Veranlagung in Anleihen und Aktien stark auf Österreich und den Euroraum konzentriert ist, sind die Wechselkursrisiken gering. Bei den Investmentfonds entfielen hingegen laut Investmentfondsstatistik 25% der Veranlagung der Publikumsfonds in nicht in Euro denominierte Instrumente. Auch wenn die Veranlagung in Investmentfonds das Wechselkursrisiko erhöht, trägt sie zu einer stärkeren geografischen Streuung der Veranlagung bei, was wiederum risikomindernd wirkt.

Leichter Rückgang der Fremdwährungskredite

Das Wechselkursrisiko auf der Passivseite ging in den ersten zwei Quartalen 2007 leicht zurück. Der Anteil der Fremdwährungskredite an den

gesamten Ausleihungen reduzierte sich um 1,7 Prozentpunkte auf 29,4%. Über 95% der Fremdwährungskredite entfielen auf den Schweizer Franken. Grund für den Rückgang des Anteils der Fremdwährungsausleihungen dürfte der geringere Zinsvorteil von in Schweizer Franken denominierten Krediten gegenüber Krediten in Euro sein. Möglicherweise spielte auch ein gestiegenes Risikobewusstsein der Haushalte eine Rolle. Der Anteil der Fremdwährungskredite ist nach wie vor hoch und bedeutet ein nicht geringes Wechselkursrisiko bei den Verpflichtungen der Haushalte.

Rund ein Fünftel des gesamten Zinsaufwands für Kredite entfiel auf Fremdwährungskredite. Verglichen mit Juli 2006 stieg der Zinsaufwand für Fremdwährungskredite aufgrund der gestiegenen Zinsen um rund 40%. Aufgrund der Aufwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken konnten die Haushalte im ersten

Halbjahr 2007 Bewertungsgewinne in Höhe von rund 2% des aushaftenden Fremdwährungskreditvolumens verbuchen, wobei es sich hier grundsätzlich nur um Buchgewinne handelt.

Ausgehend von den Werten zum Ende des zweiten Quartals 2007 hätte eine 10-prozentige Aufwertung jener Währungen, in denen Fremdwährungskredite aufgenommen wurden, einen Anstieg der Zinsbelastung um 0,07 Prozentpunkte zur Folge. Bei der Interpretation der relativ geringen Auswirkungen von Wechselkurschwankungen muss beachtet werden, dass hierbei nur die Zinszahlungen, nicht aber der mit einem höheren Euro-Gegenwert verbundene Anstieg der Verpflichtungen berücksichtigt wird.

Fazit: Leichte Verschlechterung der Risikoposition der Haushalte

Die Risikoposition der privaten Haushalte ist weiterhin robust, allerdings führten die Entwicklungen auf der Finanzierungsseite zu einer leichten Verschlechterung.

Der hohe Anteil der variabel verzinsten Kredite hat zur Folge, dass sich Zinsänderungen relativ rasch auf den Zinsaufwand auswirken. Seit Mitte 2004 ist ein stetiger Anstieg des Zinsaufwands zu beobachten.

Dieser wurde allerdings teilweise durch höhere Zinserträge aus Einlagen und Anleihen kompensiert. Die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt wirkte sich positiv auf die Fähigkeit der Haushalte, ihren Verpflichtungen aus Krediten nachzukommen, aus. Auch wenn der Anteil der Fremdwährungskredite an den Ausleihungen rückläufig ist, bestehen auf der Finanzierungsseite nach wie vor beträchtliche Wechselkursrisiken. Außerdem bleibt bei einer Konvertierung von Fremdwährungskrediten in Euro-Kredite das Tilgungsträgerisiko bestehen. Allerdings ist die Verschuldung im internationalen Vergleich niedrig und das aushaftende Kreditvolumen stark bei vermögenden Haushalten bzw. Haushalten mit hohem Einkommen konzentriert.¹⁹

Auf der Aktivseite ist seit einigen Jahren ein langsamer aber stetiger Anstieg des Anteils von Aktiva, die Bewertungsrisiken aufgrund von Aktienkursänderungen ausgesetzt sind, festzustellen. Derzeit ist dieser Anteil allerdings noch gering. Weiters handelt es sich bei jenen Haushalten, die Aktien direkt besitzen, überwiegend um einkommensstarke Haushalte, die in der Lage sind, allfällige Kursrückgänge – wie z. B. im Sommer 2007 – zu verkraften.

¹⁹ Siehe dazu Beer, C. und M. Schürz. 2007. Charakteristika der Verschuldung der privaten Haushalte in Österreich. Ist die Verschuldung ein Risiko für die Finanzmarktstabilität? In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/07. OeNB. 62–83.