

GELDPOLITIK & WIRTSCHAFT

Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik

Die Quartalspublikation *Geldpolitik & Wirtschaft* präsentiert zentralbankrelevante wirtschaftspolitische Analysen und Studien.

**Medieninhaber und
Herausgeber**

Oesterreichische Nationalbank
Otto-Wagner-Platz 3, 1090 Wien
Postfach 61, 1011 Wien
www.oenb.at
oenb.info@oenb.at
Tel. (+43-1) 40420-6666
Fax (+43-1) 40420-6698

Editorial Board

Peter Mooslechner, Ernest Gnan, Franz Nauschnigg, Doris Ritzberger-Grünwald,
Martin Summer

Koordination

Manfred Fluch

Redaktion

Karin Fischer, Susanne Pelz, Rita Schwarz

Übersetzung

Ingrid Haussteiner, Irene Popenberger

Grafische Gestaltung

Peter Buchegger

Layout und Satz

Walter Grosser, Susanne Sapik, Birgit Vogt

Druck und Herstellung

Web- und Druck-Service der OeNB

DVR 0031577

© Oesterreichische Nationalbank, 2011. Alle Rechte vorbehalten.

Reproduktionen für nicht kommerzielle Verwendung, wissenschaftliche Zwecke und Lehrtätigkeit sind unter Nennung der Quelle freigegeben.

Auf geschlechtergerechte Formulierungen wird verzichtet, an ihrer Stelle verwendete Begriffe gelten im Sinn der Gleichbehandlung grundsätzlich für beide Geschlechter.

Gedruckt nach der Richtlinie „Druckerzeugnisse“ des Österreichischen Umweltzeichens, UW-Nr. 820.



Inhalt

Analysen

Erholung der österreichischen Wirtschaft setzt sich fort	
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2010 bis 2012 vom Dezember 2010	6
<i>Gerhard Fenz, Martin Schneider</i>	
Wirken sich Niedrigzinsphasen auf die Risikobereitschaft der österreichischen Banken aus?	33
<i>Paul Gaggli, Maria Teresa Valderrama</i>	
Einfluss volkswirtschaftlicher Faktoren auf die Bankgewinne	52
<i>Fabio Rumler, Walter Waschiczek</i>	

Hinweise

Studienübersicht zu Geldpolitik & Wirtschaft	74
Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank	77
Adressen der Oesterreichischen Nationalbank	79

Die von den Autoren in den Studien zum Ausdruck gebrachte Meinung gibt nicht notwendigerweise die Meinung der Oesterreichischen Nationalbank oder des Eurosystems wieder.

Analysen

Erholung der österreichischen Wirtschaft setzt sich fort

Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2010 bis 2012 vom Dezember 2010

Gerhard Fenz,
Martin Schneider¹

1 Zusammenfassung: Robustes Wachstum trotz Budgetkonsolidierung

Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) geht in ihrer Prognose vom Dezember 2010 von einem Wachstum der österreichischen Wirtschaftsleistung im Jahr 2010 von 1,9% aus, nachdem diese im Jahr 2009 um 3,7% geschrumpft war. In den Jahren 2011 und 2012 wird sich das Wachstum weiter beschleunigen (auf 2,1% bzw. 2,3%). Im Vergleich zur OeNB-Prognose vom Juni 2010 stellen sich die Konjunkturaussichten trotz der Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung nun günstiger dar. Die Wachstumsprognose wurde im Durchschnitt um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt p. a. angehoben. Der Aufschwung wird im Wesentlichen von den Exporten getragen. Die Inlands-

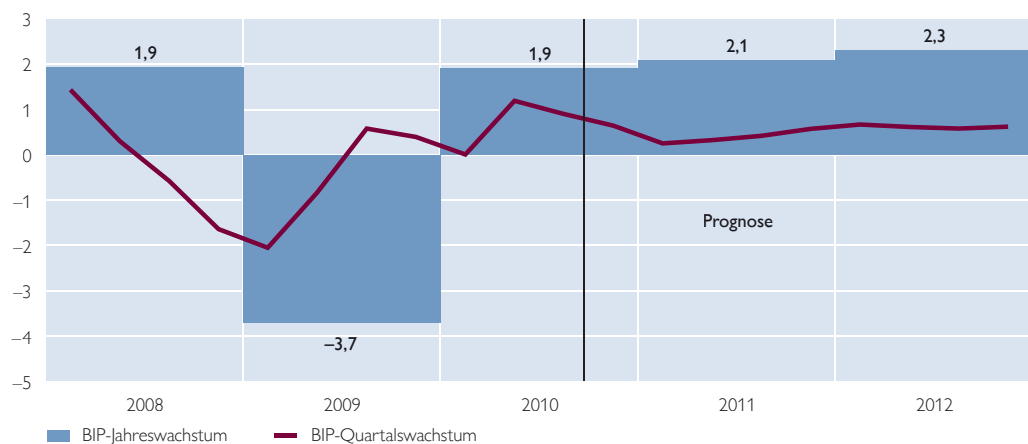
nachfrage bleibt – nicht zuletzt angesichts der von der österreichischen Bundesregierung beschlossenen Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung – verhalten. Aufgrund der geplanten Steuer- und Abgabenerhöhungen wird sich der Preisauftrieb 2011 vorübergehend auf 2,2% beschleunigen. Das Budgetdefizit wird im Jahr 2010 auf 4,1% des BIP steigen, allerdings angesichts der guten Wachstumsaussichten und der Konsolidierungsmaßnahmen bis 2012 wieder unter die 3-Prozent-Grenze fallen.

Die Erholung der Weltwirtschaft wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen. Mit dem Abklingen des Lagerzyklus, dem Auslaufen der fiskalischen Stimuli und den gleichzeitig einsetzenden verstärkten Konsolidierungsbemühungen wird die Dynamik in den kom-

Grafik 1

Wachstum des realen BIP (saison- und arbeitstägig bereinigt)

Veränderung zum Vorquartal bzw. Vorjahr in %



Quelle: Eurostat, OeNB.

Redaktionsschluss:
19. November 2010

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, gerhard.fenz@oenb.at, martin.schneider@oenb.at. Unter Mitarbeit von Friedrich Fritzer, Ernest Gnan, Walpurga Köhler-Töglhofer, Peter Mooslechner, Lukas Reiss und Alfred Stiglbauer.

menden Monaten aber nachlassen. Dabei verläuft die Erholung mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten – das gilt für die Weltwirtschaft im Allgemeinen und für Europa im Besonderen. Aufgrund dieser zunehmenden globalen Heterogenität bleiben die außenwirtschaftlichen Risiken für die Wachstumsaussichten Österreichs hoch.

Die wichtigsten Impulse für die österreichische Wirtschaft gehen von der Erholung der Weltwirtschaft und insbesondere vom starken Wachstum von Österreichs größtem Handelspartner Deutschland aus. Österreichs Exportwirtschaft wurde zwar aufgrund der überdurchschnittlichen Bedeutung des Maschinen- und Fahrzeughandels von der Krise des Welthandels besonders stark getroffen, konnte allerdings auch von der aktuellen Erholung in hohem Maß profitieren. Für 2010 wird daher ein kräftiges Wachstum der gesamten Exporte (Güter plus Dienstleistungen) von real 10½% erwartet. Der Aufschwung wird sich im Einklang mit der Abkühlung des Welthandels in den nächsten Jahren auf das langfristige Vorkrisenniveau von rund 7% verlangsamen.

Die Inlandsnachfrage entwickelt sich hingegen deutlich weniger dynamisch. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen drehte angesichts der im Zuge der Krise gesunkenen Kapazitätsauslastung erst zur Jahresmitte 2010 wieder ins Plus und damit deutlich später als in vergangenen Aufschwungphasen. Mit kapazitätserweiternden Ausrüstungsinvestitionen ist erst in den Jahren 2011 und 2012 zu rechnen. Der Ausblick für die Bauinvestitionen bleibt über den gesamten Prognosehorizont verhalten. Die gesamten Bruttoanlageinvestitionen werden für das Gesamtjahr 2010 weiter abnehmen. Erst in den Jahren 2011 und 2012 werden die Unternehmen ihre

Investitionstätigkeit wieder ausdehnen, im historischen Vergleich bleibt das Tempo der Expansion aber gering.

Angesichts einer schwachen Reallohnentwicklung blieben die privaten Haushalte im Jahr 2010 trotz der Konjunkturerholung bei ihren Konsumausgaben zurückhaltend. In den beiden kommenden Jahren werden die verschiedenen Einkommensarten der privaten Haushalte (Arbeitnehmerentgelte, Vermögenseinkommen, Selbstständigeneinkommen und Betriebsüberschüsse) zwar wieder kräftiger wachsen, die Konsolidierungsmaßnahmen belasten jedoch das real verfügbare Haushaltseinkommen und in weiterer Folge den privaten Konsum. In Summe werden diese Maßnahmen den privaten Konsum in den Jahren 2011 und 2012 um jeweils ¼ bis ½ Prozentpunkt dämpfen, sodass das Konsumwachstum zwischen 1% und 1½% verharren wird.

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat angesichts der Tiefe des Konjunkturerfalls nur relativ schwache Spuren auf dem österreichischen Arbeitsmarkt hinterlassen. Die Arbeitslosenquote laut Eurostat-Definition ist von 3,8% (2008) auf 4,8% (2009) gestiegen. Auch im aktuellen Aufschwung überrascht der Arbeitsmarkt positiv. Im bisherigen Verlauf des Jahres 2010 hat die anziehende Konjunktur bereits zu einer kräftigen Ausweitung der Beschäftigung geführt, für das Gesamtjahr 2010 wird mit einem Zuwachs von 35.000 Personen gerechnet – ein Trend, der sich in den nächsten beiden Jahren fortsetzen sollte. Aufgrund des stark prozyklischen Verhaltens des Arbeitsangebots wird die Arbeitslosenquote aber nur geringfügig auf 4,3% zurückgehen.

Die HVPI-Inflation wird 2010 1,7% betragen und 2011 auf 2,2% klettern. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf die im Rahmen des Konsoli-

Hauptergebnisse der OeNB-Prognose vom Dezember 2010 für Österreich¹

	2009	2010	2011	2012
Wirtschaftliche Aktivität				
Veränderung zum Vorjahr in % (real)				
Bruttoinlandsprodukt	-3,7	+1,9	+2,1	+2,3
Privater Konsum	+1,1	+1,0	+1,0	+1,3
Öffentlicher Konsum	+0,4	+0,3	+0,3	+0,3
Bruttoanlageinvestitionen	-9,1	-3,3	+2,1	+3,0
Exporte insgesamt	-13,6	+10,4	+7,3	+6,9
Importe insgesamt	-12,5	+6,8	+6,0	+6,2
in % des nominellen BIP				
Leistungsbilanzsaldo	+2,9	+2,5	+3,4	+4,5
Beiträge zum Wachstum des realen BIP				
in Prozentpunkten				
Privater Konsum	+0,6	+0,5	+0,6	+0,7
Öffentlicher Konsum	+0,1	+0,1	+0,1	+0,1
Bruttoanlageinvestitionen	-2,0	-0,7	+0,4	+0,6
Inlandsnachfrage (exkl. Lagerveränderung)	-1,3	-0,1	+1,0	+1,3
Nettoexporte	-1,5	+2,2	+1,2	+1,0
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	-0,9	-0,2	-0,1	+0,0
Preise				
Veränderung zum Vorjahr in %				
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	+0,4	+1,7	+2,2	+1,8
Deflator des privaten Konsums	-0,7	+1,7	+2,1	+1,9
Deflator des Bruttoinlandsprodukts	+1,0	+1,6	+1,8	+1,6
Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft	+4,9	+0,1	+1,1	+0,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (zu laufenden Preisen)	+1,9	+1,1	+2,3	+2,2
Produktivität in der Gesamtwirtschaft	-2,8	+1,0	+1,2	+1,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (real)	+2,6	-0,5	+0,2	+0,3
Importpreise	-1,3	+3,2	+2,4	+1,6
Exportpreise	-1,5	+1,4	+2,7	+1,8
Terms of Trade	-0,2	-1,8	+0,3	+0,1
Einkommen und Sparen				
Real verfügbares Haushaltseinkommen				
	-0,1	+0,7	+0,7	+1,4
in % des nominellen verfügbaren Haushaltseinkommens				
Sparquote	11,0	10,9	10,5	10,5
Arbeitsmarkt				
Veränderung zum Vorjahr in %				
Unselbstständig Beschäftigte	-1,0	+0,8	+1,1	+0,9
in % des Arbeitskräfteangebots				
Arbeitslosenquote laut Eurostat	4,8	4,5	4,4	4,3
Budget				
in % des nominellen BIP				
Budgetsaldo (Maastricht)	-3,5	-4,1	-3,0	-2,6
Staatsverschuldung	67,5	69,6	70,4	70,6

Quelle: 2009: Eurostat, Statistik Austria; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

¹ Die Prognose wurde basierend auf saison- und arbeitstägig bereinigten Daten der VGR erstellt. Die historischen Werte für das Jahr 2009 weichen daher von den von Statistik Austria publizierten, nicht bereinigten, Daten ab.

dierungspakets angekündigten Maßnahmen zurückzuführen, die im Jahr 2011 einen Effekt von +0,4 Prozentpunkten auf die HVPI-Inflation haben.

Der gesamtstaatliche Budgetsaldo wird – begünstigt durch die Konjunkturerholung sowie unter der Annahme,

dass das Konsolidierungspaket wie geplant umgesetzt wird – bis 2012 auf -2,6% des BIP zurückgehen.

2 Annahmen der Prognose

Die vorliegende Prognose für Österreich ist der Beitrag der OeNB im Rah-

men der Prognose des Eurosystems vom Dezember 2010. Der Prognosehorizont reicht vom vierten Quartal 2010 bis zum vierten Quartal 2012. Die Annahmen zur Entwicklung der Weltwirtschaft sowie die Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Rohölpreise berücksichtigen Entwicklungen bis einschließlich 15. November 2010. Die Prognose wurde unter Verwendung des makroökonomischen Quartalsmodells der OeNB erstellt. Als wichtigste Datengrundlage dienen die vom Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) berechneten, saison- und arbeitstägig bereinigten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR), die bis zum zweiten Quartal 2010 vollständig vorliegen. Für das dritte Quartal 2010 steht die BIP-Schnellschätzung zur Verfügung, die aber nur einen Teil der VGR-Aggregate abdeckt. Der für den Prognosehorizont unterstellte kurzfristige Zinssatz basiert auf den Markterwartungen für den 3-Monats-EURIBOR. Dieser liegt für die Jahre 2010 bis 2012 bei 0,8%, 1,4% und 1,7%. Die langfristigen Zinssätze orientieren sich an den Markterwartungen für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und liegen für die Jahre 2010 bis 2012 bei 3,2%, 3,4% und 3,7%. Für die weitere Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses wird von einem konstanten Kurs von 1,39 USD/EUR ausgegangen. Die angenommene Entwicklung der Rohölpreise orientiert sich an den Terminkursen. Für das Jahr 2010 wird ein Erdölpreis in Höhe von 79,5 USD/Barrel Brent und für die Jahre 2011 und 2012 von 88,6 bzw. 90,7 USD/Barrel Brent unterstellt. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie folgen im Prognosehorizont ebenfalls den Terminkursen.

3 Wachstumsdivergenzen prägen globalen Konjunkturausblick

Dank der massiven geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen sowie der robusten Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hat sich die Weltwirtschaft seit Mitte 2009 schneller als erwartet von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise erholt. Der weltwirtschaftliche Konjunkturaufschwung wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen, auch wenn die hohe Wachstumsdynamik der letzten Quartale nicht mehr erreicht werden wird. Mit dem Abklingen des Lagerzyklus, dem Auslaufen der fiskalischen Stimuli und den gleichzeitig einsetzenden verstärkten Konsolidierungsbemühungen wird sich das Tempo der Erholung der Weltwirtschaft und des Welthandels in den kommenden Monaten abschwächen. Das Wachstum der Weltwirtschaft wird nach 4,7% (2010) in den Jahren 2011 und 2012 auf jeweils rund 4% zurückgehen, das Wachstum des Welthandels von 11½% auf jeweils rund 7½%.

Der recht positive weltwirtschaftliche Ausblick darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass aufgrund der steigenden globalen Heterogenität die Risiken hoch bleiben. Die Erholung verläuft mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten – das gilt für die Weltwirtschaft im Allgemeinen und für Europa im Besonderen. Global kontrastiert die dynamische Entwicklung der Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas mit den zahlreichen Wachstumshemmnissen der Industrienationen. Während in Schwellenländern wie China eher Gefahren einer möglichen Überhitzung der Volkswirtschaft bestehen, wird das Wachstum in vielen Industrienationen durch Probleme auf den Finanz- und Immobilienmärkten, hohe Staatsschulden und eine angespannte Arbeitsmarktlage gehemmt. In

Europa leiden einige Länder unter den Folgen der Schuldenkrise und an einer mangelnden Wettbewerbsfähigkeit, während andere Länder – allen voran Deutschland – mit hohen Wachstumsraten und einer robusten Arbeitsmarktentwicklung überraschen. Die heterogene Entwicklung der Weltwirtschaft spiegelt sich auch in globalen Ungleichgewichten auf den Güter- und Devisenmärkten wider. Ein Abbau dieser Ungleichgewichte zeichnet sich über den Prognosehorizont nicht ab.

Nach der kräftigen Belegung in der ersten Jahreshälfte 2010 hat sich der Ausblick für die *US-amerikanische Wirtschaft* zuletzt wieder etwas eingetrübt. Die notwendige Erhöhung der Sparneigung der privaten Haushalte, große Vermögensverluste und anhaltende Probleme auf dem US-amerikanischen Häusermarkt belasten den privaten Konsum nachhaltig. Die Sparquote stieg von rund 2% im Jahr 2007 auf aktuell knapp 6% und dürfte über den Prognosezeitraum auf diesem Niveau verharren. Erschwerend kommt die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt hinzu. Im Jahr 2010 wird die Arbeitslosenquote knapp 10% betragen – ein Niveau, das zuletzt Anfang der 1980er-Jahre verzeichnet wurde. Die nun bereits seit über 1½ Jahren anhaltend hohe Arbeitslosenquote, der überdurchschnittliche Anteil an Langzeitarbeitslosen und die aufgrund niedrigerer Immobilienpreise gesunkene Mobilität der Arbeitnehmer lässt darüber hinaus Befürchtungen eines langfristigen Anstiegs der strukturellen Arbeitslosenquote laut werden. Vor diesem Hintergrund verabschiedete die US-amerikanische Regierung in der zweiten Jahreshälfte 2010 ein neues Konjunkturprogramm; das Federal Reserve System (Fed) beschloss eine Fortsetzung des Ankaufs von Wertpapieren („quantitative easing two“).

Trotz dieser wirtschaftspolitischen Impulse dürfte das Wachstum der US-amerikanischen Wirtschaft in naher Zukunft unter dem langfristigen Durchschnitt bleiben und in den Jahren 2010 bis 2012 bei jeweils rund 2½% liegen.

Im Zuge des beispiellosen wirtschaftlichen Aufschwungs der letzten Jahre hat die Volksrepublik *China* Japan als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt und Deutschland als Exportweltmeister abgelöst. Die Finanzkrise konnte der Dynamik der chinesischen Wirtschaft nur wenig anhaben. Nach 9% im Jahr 2009 wird sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2010 wieder auf 10% beschleunigen. Steigende Immobilienpreise, eine hohe Kreditnachfrage und eine Investitionsquote von fast 50% signalisieren die Gefahr einer Blasenbildung auf den Investitions- und Immobilienmärkten. Von staatlicher Seite wird versucht einer möglichen Überhitzung der Wirtschaft entgegenzuwirken. So wurden unter anderem Maßnahmen zur Eindämmung des Kreditwachstums gesetzt und eine Aufwertung des Renminbi Yuan gegenüber dem US-Dollar beschlossen. Diese Maßnahmen werden das Wachstum in China aber nur geringfügig dämpfen. In den Jahren 2011 und 2012 wird das reale BIP um 9% p. a. wachsen. Eine nur geringfügig schwächere Dynamik wird für das zweite große Schwellenland Asiens, *Indien*, erwartet. Die indische Volkswirtschaft ist im Gegensatz zu China stärker binnenwirtschaftlich orientiert, die Nettoexporte leisten keinen signifikanten Wachstumsbeitrag. Mit Wachstumsraten von 8% bleibt Indien im Prognosezeitraum ein schnell wachsender Hoffungsmarkt.

Japan konnte zu Jahresbeginn besonders von der dynamischen Nachfrage der asiatischen Nachbarländer profitieren. Mit der nachlassenden

Tabelle 2

Internationale Rahmenbedingungen der Prognose

	2009	2010	2011	2012
	Veränderung zum Vorjahr in % (real)			
Bruttoinlandsprodukt				
Welt ohne Euroraum	-0,2	+5,3	+4,3	+4,7
USA	-2,6	+2,7	+2,4	+2,7
Japan	-5,3	+3,6	+1,3	+1,7
Asien ohne Japan	+5,6	+9,1	+7,2	+7,7
Lateinamerika	-1,7	+5,9	+3,7	+3,9
Vereinigtes Königreich	-5,0	+1,7	+1,8	+1,9
Neue EU-Mitgliedstaaten ¹	-2,9	+1,7	+2,9	+3,9
Schweiz	-1,9	+2,6	+1,9	+2,3
Euroraum ²	-4,1	+1,6 bis +1,8	+0,7 bis +2,1	+0,6 bis +2,8
Welthandel (Importe i. w. S.)				
Welt	-11,2	+11,7	+7,2	+7,5
Welt außerhalb des Euroraums	-11,1	+13,6	+8,2	+8,3
Wachstum der Exportmärkte des Euroraums (real)	-11,6	+11,3	+7,2	+7,2
Wachstum der österreichischen Exportmärkte (real)	-11,9	+10,9	+6,7	+6,4
Preise				
Erdölpreis in USD/Barrel Brent	61,9	79,5	88,6	90,7
Drei-Monats-Zinssatz in %	1,2	0,8	1,4	1,7
Langfristiger Zinssatz in %	3,9	3,2	3,4	3,7
USD/EUR-Wechselkurs	1,39	1,33	1,39	1,39
Nominal-effektiver Wechselkurs des Euro (Euroraum-Index)	111,70	105,02	105,88	105,88

Quelle: Eurosystem.

¹ 2004 und 2007 beigetretene EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben: Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Rumänien, Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen.

² 2010 bis 2012: Ergebnis der Dezember-Projektion 2010 des Eurosystems. Die EZB veröffentlicht die Ergebnisse in Form von Bandbreiten, wobei die Bandbreiten auf dem durchschnittlichen Prognosefehler früherer Projektionen beruhen.

Dynamik des Welthandels und dem Auslaufen der Konjunkturprogramme wird sich das Wachstum der japanischen Wirtschaft gegen Jahresende 2010 merklich verlangsamen. Dazu kommt, dass trotz der Devisenmarktinterventionen der japanischen Notenbank der Außenwert des Yen weiter gestiegen ist und die Exportwirtschaft in den kommenden Quartalen belasten wird. Der öffentliche Schuldenstand hat sich durch die Finanzkrise weiter erhöht und liegt bereits bei rund 200 % des BIP. Aufgrund der hohen privaten Sparneigung hat dies jedoch bisher keine Auswirkungen auf die Bonitätsbeurteilung durch die Finanzmärkte. Das Wirtschaftswachstum wird im Jahr 2010 3½ % betragen und in den Jahren 2011 bis 2012 auf jeweils 1½ % zurückgehen.

Ähnlich der Weltwirtschaft zeigt auch die wirtschaftliche Entwicklung in Europa ein sehr uneinheitliches Bild. Die Erholung schreitet in einigen nördlichen Ländern mit starker Exportorientierung, wie Finnland, Schweden, den Niederlanden oder Deutschland, rasch voran. Im Vereinigten Königreich und in Frankreich wird das Wachstum aufgrund der Konsolidierungsbemühungen und der verhaltenen Inlandsnachfrage hingegen nur moderat ausfallen. Ein noch schwächerer Konjunkturaufschwung wird angesichts der anhaltenden Wettbewerbsschwäche für Italien erwartet. Außerdem sind einige Länder an der südlichen Peripherie, wie Griechenland, Portugal und Spanien, aber auch Irland, tief in die Schuldenkrise und in die Folgen des Platzens von Immobilienblasen verstrickt.

Die bedeutsamste positive Entwicklung in Europa fand zweifellos in *Deutschland* statt. Österreichs wichtigster Handelspartner wurde zwar aufgrund der überdurchschnittlichen Bedeutung der Vorleistungs- und Investitionsgüter von der Krise des Welthandels in hohem Maß getroffen, konnte aber im Gegenzug auch von der aktuellen Erholung besonders profitieren. So verzeichnete Deutschland im zweiten Quartal 2010 ein historisch hohes Wachstum von 2,3% (zum Vorquartal). Im Einklang mit der abnehmenden Dynamik des Welthandels kam es im dritten Quartal 2010 zu der erwarteten Wachstumsverlangsamung (+0,7%), allerdings wird die deutsche Wirtschaft auch in den Jahren 2011 und 2012 mit jeweils rund 2% p. a. überdurchschnittlich stark wachsen. Die Output-Lücke wird sich zum Jahreswechsel 2011/12 schließen – deutlich schneller als noch im Rahmen der letzten Prognose erwartet. Dabei profitiert Deutschland von der unerwartet robusten Entwicklung des Arbeitsmarktes. Die Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre, die Möglichkeit zur Kurzarbeit und die Auswirkung des Facharbeitermangels während der letzten Hochkonjunktur haben dazu beigetragen, dass die Unternehmen weit weniger Arbeitskräfte abgebaut haben, als es die Tiefe des Einbruchs erwarten hätte lassen. Die Arbeitskräftehortung hat wesentlich zur Bewahrung der Produktionskapazitäten beigetragen und es den deutschen Unternehmen ermöglicht, rasch und zeitnah auf das Anspringen des Welt Handels zu reagieren. Darüber hinaus hat Deutschland in den letzten Jahren einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet, und die Staatsverschuldung stieg auch während der Krise nur moderat. Im Immobiliensektor hat sich keine Blase gebildet. In Deutschland ist auch nicht mit mittelfristig niedrigeren

Wachstumsraten als Folge der Krise zu rechnen, da keine Notwendigkeit sektoraler Reallokationen, die in der Vergangenheit nach Immobilien- und Finanzkrisen das Wachstum häufig längerfristig dämpften, besteht.

Im Gegensatz zu Deutschland, aber auch Schweden, Finnland, den Niederlanden oder Österreich, werden die Folgen der Finanzkrise in den Ländern der *südlichen Peripherie* sowie in Irland noch länger nachwirken. Der schmerzhafte Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte, die Wiederherstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und sektorale Reallokationen werden die Wachstumsaussichten über den gesamten Prognosehorizont dämpfen. Das Ausmaß der notwendigen sektoralen Reallokationen lässt sich an den aktuellen Entwicklungen in *Irland* veranschaulichen. Ein jahrelanger Immobilienboom hat den Anteil der Wohnbauinvestitionen an der gesamten Wirtschaftsleistung bis zum Jahr 2006 auf 14% ansteigen lassen. Nach dem Platzen der Immobilienblase ging dieser Anteil bis 2009 auf 4½% zurück und wird bis 2012 auf etwa 2% weiter sinken. Dazu kommt, dass die Ausfälle bei Immobilienkrediten den Finanzsektor schwer belasteten und ein Kollaps nur durch staatliche Stützungsmaßnahmen und internationale Hilfe verhindert werden konnte. Die Staatsverschuldung stieg von 25% (2007) auf knapp 100% des BIP (2010). In unterschiedlicher Ausprägung waren ähnliche Entwicklungen auch in Griechenland sowie Portugal und abgeschwächt in Spanien zu beobachten. In Summe wird der gesamte Euroraum im Prognosezeitraum auf einen moderaten Wachstumspfad gelangen.

Das charakteristische heterogene Muster findet sich auch in den für Österreich wichtigen Ländern *Zentral-, Ost- und Südosteuropas* (CESEE) wieder.

Diese waren von der Krise in unterschiedlicher Intensität betroffen, abhängig von der Bedeutung des Exportsektors, des Anteils von Fremdwährungskrediten und der Höhe von Leistungsbilanzdefiziten sowie der Staatsverschuldung. Während einige Länder wie Ungarn, die Ukraine oder Rumänien, auf internationale Hilfsaktionen durch den IWF und die EU angewiesen waren, hat Polen als einziges Land in der EU auch 2009 ein positives Wachstum erzielen können. Insgesamt haben die teils hohen makroökonomischen Ungleichgewichte in dieser Region zu deutlich stärkeren Wachstumseinbrüchen als in den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas geführt. Für die 2004 und 2007 beigetretenen EU-Mitgliedstaaten wird im Durchschnitt eine nur moderate Erholung erwartet. Das Wachstum wird sich in den Jahren 2010 bis 2012 schrittweise von 2% auf 4% beschleunigen. Während in Polen das Wirtschaftswachstum über den gesamten Prognosehorizont kräftig bleibt und die Tschechische Republik sich relativ rasch von der Wirtschaftskrise erholen kann, wird in Ungarn und Rumänien das Wachstum 2010 noch deutlich unterdurchschnittlich ausfallen und sich erst gegen Ende des Prognosehorizonts stärker beschleunigen.

4 Österreich: Exporte erreichen Ende 2011 Vorkrisenniveau

Die österreichische Wirtschaft war von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise vor allem durch einen in der zweiten Jahreshälfte 2008 einsetzenden starken Einbruch der Exporte betroffen. Allein im Jahr 2009 sanken die nominellen Güterexporte um 20%. Besonders stark betroffen waren die Exporte von Maschinen und Fahrzeugen, die 2009 um knapp 25% zurückgingen. Die in der zweiten Jahreshälfte

2009 einsetzende Erholung des Welthandels führte zu einem Anspringen der österreichischen Exportkonjunktur. Durch den tiefen Einbruch der Vorquartale kam es im Gesamtjahr 2009 zu einem Rückgang der realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen um 11,9%. Im Lauf des Jahres 2010 verstärkte sich die Exporterholung zunehmend, im zweiten Quartal 2010 stiegen die Exporte gegenüber dem Vorquartal um real 5,2%. Im dritten Quartal 2010 wuchsen die Ausfuhren zwar etwas schwächer, jedoch immer noch mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten. Für das vierte Quartal 2010 lassen die Ergebnisse des OeNB-Exportindicators ein Einpendeln bei durchschnittlichen Wachstumsraten erwarten. Für das Gesamtjahr 2010 wird mit einem Zuwachs der realen Exporte von 10,4% gerechnet.

Damit hat sich die österreichische Exportwirtschaft zwar von den unmittelbaren Krisenfolgen erholt, derart hohe Wachstumsraten wie derzeit in Deutschland sind im österreichischen Außenhandel jedoch nicht zu verzeichnen. Für diese Situation sind Unterschiede sowohl in der Regional- als auch in der Sektoralstruktur der Exporte verantwortlich. Die deutschen Unternehmen nehmen sowohl im sehr konjunktursensitiven Maschinenbau als auch in der Kraftfahrzeugproduktion eine dominierende Stellung auf den Weltmärkten ein. Außerdem spielen die dynamischen asiatischen Märkte für die deutschen Exporteure eine wichtigere Rolle als für ihre österreichischen Konkurrenten. Damit sind die deutschen Exporteure weniger von der nur schleppend verlaufenden Erholung in den Industrie- und CESEE-Ländern abhängig.

Für die Jahre 2011 und 2012 muss mit einer etwas geringeren Exportdynamik gerechnet werden. Die sich

Tabelle 3

Wachstum und Preise in der österreichischen Außenwirtschaft

	2009	2010	2011	2012
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>			
Exporte				
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Exportmärkten	-3,6	+4,8	+1,9	+1,7
Exportdeflator	-1,5	+1,4	+2,7	+1,8
Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit	-2,1	+3,4	-0,8	-0,1
Nachfrage auf Österreichs Exportmärkten (real)	-11,9	+10,9	+6,7	+6,4
Österreichische Exporte i. w. S. (real)	-13,6	+10,4	+7,3	+6,9
Marktanteile	-1,8	-0,5	+0,6	+0,6
Importe				
Preise der internationalen Wettbewerber auf dem heimischen Markt	-3,3	+3,7	+2,1	+1,7
Importdeflator	-1,3	+3,2	+2,4	+1,6
Österreichische Importe i. w. S. (real)	-12,5	+6,8	+6,0	+6,2
Terms of Trade	-0,2	-1,8	+0,3	+0,1
	<i>in Prozentpunkten des realen BIP</i>			
Beiträge der Nettoexporte zum BIP-Wachstum	-1,5	+2,2	+1,2	+1,0

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010, Eurosystem.

Tabelle 4

Österreichische Leistungsbilanz

	2009	2010	2011	2012
	<i>in % des nominellen BIP</i>			
Handelsbilanz	3,9	3,9	4,4	5,4
Güterbilanz	-0,9	-1,1	-0,7	-0,2
Dienstleistungsbilanz	4,7	4,9	5,2	5,6
Einkommensbilanz	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3
Transferbilanz	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6
Leistungsbilanz	2,9	2,5	3,4	4,5

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

bereits abzeichnende Verlangsamung des internationalen Konjunkturaufschwungs wird sich im Außenhandel niederschlagen; die heimischen Exporte werden in den beiden kommenden Jahren um jeweils rund 7% zunehmen.

Die österreichische Leistungsbilanz hat sich seit Mitte der 1990er-Jahre kontinuierlich verbessert. Im Jahr 2008 konnte ein Rekordüberschuss von 4,9% des BIP erzielt werden. Die Krise führte durch ein Wegbrechen der Exportnachfrage zwar zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz, der Leistungsbilanzsaldo ist aber positiv ge-

blieben und wird 2012 annähernd wieder das Vorkrisenniveau erreichen.

5 Verhaltene Inlandsnachfrage**5.1 Duale Investitionskonjunktur**

Die (exportorientierte) Sachgütererzeugung wurde von der Krise besonders stark getroffen. Die Produktion nahm im Jahr 2009 in diesem Bereich (NACE C) um 12,6% ab. Die dadurch entstandenen Überkapazitäten haben in Verbindung mit den unsicheren Aussichten und den erschwerten Finanzierungsbedingungen dazu geführt, dass die Unternehmen ihre Investitionstätigkeit deutlich gedrosselt haben. Die

Ausrüstungsinvestitionen sanken ab Jahresmitte 2008 sieben Quartale in Folge um insgesamt 15%. Infolge des Exportbooms kam es im zweiten Quartal 2010 erstmalig wieder zu einer – wenn auch nur schwachen – Ausweitung. Für die nächsten Quartale wird erwartet, dass die Unternehmen im Hinblick auf sich stabilisierende Absatzerwartungen verstärkt kapazitätserweiternde Investitionen durchführen.

Die Aussichten für die Bauinvestitionen sind im Vergleich dazu weniger günstig. Daten zu den Baubewilligungen lassen für 2011 eine Stabilisierung der *Wohnbauinvestitionen* auf tiefem Niveau erwarten, klare Aufschwungssignale fehlen jedoch in diesem Bereich. Der *Tiefbau* profitiert zwar davon, dass die öffentliche Hand kontinuierlich in den Ausbau der Verkehrsinfrastruktur investiert. Durch das relativ gleichmäßige Niveau gehen davon jedoch keine zusätzlichen Wachstumsimpulse aus. Erschwerend kommt hinzu, dass die Gemeinden infolge der Finanzkrise unter einer sehr angespannten budgetä-

ren Situation leiden und deshalb ihre Investitionstätigkeit drosseln.

Die gesamten *Bruttoanlageinvestitionen* nahmen im dritten Quartal 2010 (gegenüber dem Vorquartal) erstmals wieder zu. Im Gesamtjahr 2010 werden die Investitionen trotzdem noch weiter abnehmen. Eine Rückkehr zu positiven Jahreswachstumsraten kann erst wieder für das Jahr 2011 erwartet werden.

5.2 Konsolidierungsmaßnahmen dämpfen Konsum

Der private Konsum entwickelte sich im Krisenjahr 2009 aufgrund hoher Lohnabschlüsse, der Einkommensteuerreform, einer sehr geringen Inflation und nicht zuletzt aufgrund der Kfz-Verschrottungsprämie trotz sinkender Beschäftigung relativ stabil und nahm real um 1,1% zu. Dies wurde durch einen Rückgang der Sparquote, die von 11,7% (2008) auf 11,0% (2009) fiel, ermöglicht. Im Verlauf des Jahres 2010 fielen diese unterstützenden Faktoren weg, das Konsumwachstum blieb des-

Tabelle 5

Investitionen in Österreich

	2009	2010	2011	2012
	Veränderung zum Vorjahr in %			
Bruttoanlageinvestitionen insgesamt (real)	-9,1	-3,3	+2,1	+3,0
davon: <i>Ausrüstungsinvestitionen (real)</i>	-10,8	-3,5	+3,4	+4,6
<i>Wohnbauinvestitionen (real)</i>	-4,1	-2,8	+0,5	+1,6
<i>Nichtwohnbauinvestitionen und andere Investitionen</i>	-5,0	-3,0	+1,4	+2,0
<i>Öffentliche Investitionen (real)</i>	-0,1	-1,0	-1,5	-1,5
<i>Private Investitionen (real)</i>	-9,6	-3,5	+2,3	+3,3
	Beiträge zum Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen in Prozentpunkten			
<i>Ausrüstungsinvestitionen (real)</i>	-4,4	-1,4	+1,4	+1,9
<i>Wohnbauinvestitionen (real)</i>	-0,8	-0,6	+0,1	+0,3
<i>Nichtwohnbauinvestitionen und andere Investitionen</i>	-1,9	-1,2	+0,6	+0,8
<i>Öffentliche Investitionen (real)</i>	+0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Private Investitionen (real)</i>	-9,1	-3,3	+2,2	+3,1
	Beiträge zum Wachstum des realen BIP in Prozentpunkten			
Lagerveränderungen (real)	-0,8	+0,6	+0,1	+0,0

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

Tabelle 6

Determinanten des nominellen Haushaltseinkommens in Österreich

	2009	2010	2011	2012
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>			
Unselbstständig Beschäftigte	-1,0	+0,8	+1,1	+0,9
Löhne je Beschäftigten	+1,9	+1,1	+2,3	+2,2
Arbeitnehmerentgelt	+1,0	+1,9	+3,4	+3,1
Vermögenseinkommen	-29,0	-4,2	+5,2	+6,6
Selbstständigeneinkommen und Betriebsüberschüsse (netto)	-2,3	+1,5	+3,3	+4,1
	<i>Beiträge zum Wachstum des verfügbaren Haushaltseinkommens in Prozentpunkten</i>			
Arbeitnehmerentgelt	+0,8	+1,6	+2,8	+2,6
Vermögenseinkommen	-3,9	-0,4	+0,5	+0,6
Selbstständigeneinkommen und Betriebsüberschüsse (netto)	-0,5	+0,3	+0,6	+0,8
Nettotransfers abzüglich direkter Steuern ¹	+2,9	+0,8	-1,1	-0,7
Verfügbares Haushaltseinkommen (nominell)	-0,8	+2,3	+2,8	+3,3

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

¹ Negative Werte bedeuten eine Zunahme der (negativen) Nettotransfers abzüglich direkter Steuern, positive Werte eine Abnahme.

Tabelle 7

Privater Konsum in Österreich

	2009	2010	2011	2012
	<i>Veränderung zum Vorjahr in %</i>			
Verfügbares Haushaltseinkommen (nominell)	-0,8	+2,3	+2,8	+3,3
Konsumdeflator	-0,7	+1,7	+2,1	+1,9
Verfügbares Haushaltseinkommen (real)	-0,1	+0,7	+0,7	+1,4
Privater Konsum (real)	+1,1	+1,0	+1,0	+1,3
	<i>in % des verfügbaren nominellen Haushaltseinkommens</i>			
Sparquote	11,0	10,9	10,5	10,5

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

halb trotz Konjunkturerholung verhalten (+1,0%).

Die verschiedenen Einkommensarten der privaten Haushalte (Arbeitnehmerentgelte, Vermögenseinkommen, Selbstständigeneinkommen und Betriebsüberschüsse) werden ab 2011 zwar wieder kräftiger wachsen, die Konsolidierungsmaßnahmen (Erhöhung von Mineralöl- und Tabaksteuer, Flugticketabgabe sowie Kürzungen von Sozialtransfers) belasten ab dem Jahr 2011 jedoch das verfügbare Haushalts-

einkommen und in weiterer Folge den privaten Konsum. In Summe dämpfen diese Maßnahmen das Konsumwachstum in den Jahren 2011 und 2012 jeweils um $\frac{1}{4}$ bis $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt. Dabei wird davon ausgegangen, dass die privaten Haushalte die Belastungen teilweise durch einen Rückgang der Sparquote kompensieren. Im Jahr 2011 wird das Wachstum des privaten Konsums wie 2010 bei 1 % liegen, für 2012 wird eine leichte Beschleunigung auf 1,3 % erwartet.

Effekte der Budgetkonsolidierung

Die budgetäre Situation Österreichs hat sich seit dem Jahr 2008 durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren und aufgrund der Konjunkturpakete deutlich verschlechtert. Zur Sicherung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen sind nunmehr umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen notwendig.

Im Frühjahr 2010 beschloss die österreichische Bundesregierung eine Herabsetzung der Ausgabenobergrenzen im Bundesbudget für die Jahre 2011 bis 2014 und bestätigte den zuvor bekannten Plan, einen leichten Stellenabbau im Bundesdienst durchzuführen. Dies wurde bereits in der OeNB-Prognose vom Juni 2010 berücksichtigt, in der von einem sehr niedrigen Wachstum der Ermessens- und Personalausgaben ausgegangen worden war.

Im Oktober 2010 kündigte die österreichische Bundesregierung eine Steuerreform an, die unter anderem folgende Maßnahmen enthält: Erhöhung diverser Verbrauchsabgaben (Mineralölsteuer, Tabaksteuer etc.), Einführung einer Bankenabgabe (bei gleichzeitiger Streichung der Kreditvertragsgebühr), höhere Pensionsversicherungsbeiträge für Bauern und Selbstständige, Streichung von Ausnahmen bei der Einkommensbesteuerung (Stiftungsbesteuerung, realisierte Gewinne aus Verkäufen von Wertpapieren etc.). Gleichzeitig einigte sich die österreichische Bundesregierung auch auf die Kürzung diverser Sozialtransfers.¹

Nachstehende Tabelle zeigt das Ausmaß der einzelnen Maßnahmen und die erwarteten Effekte auf das BIP-Wachstum, die Veränderung des HVPI und den gesamtstaatlichen Budgetsaldo der Jahre 2011 und 2012.² Nach Einschätzung der OeNB verringert sich das Wirtschaftswachstum durch die Konsolidierung um 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2011 und um 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2012; gleichzeitig bedingt die Erhöhung der Verbrauchsabgaben eine um 0,4 Prozentpunkte (2011) bzw. um 0,1 Prozentpunkte (2012) höhere Inflationsrate. Der öffentliche Finanzierungssaldo verbessert sich durch die Maßnahmen um 0,6 Prozentpunkte (2011) bzw. 0,9 Prozentpunkte (2012).³

Effekte des Konsolidierungspakets

	Volumen		BIP		HVPI		Budgetsaldo	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
	in % des BIP		Veränderung zum Vorjahr in %				in % des BIP	
Szenario ohne Konsolidierung			+2,4	+2,5	+1,8	+1,7	-3,6	-3,5
Konsolidierung	0,9	1,3	-0,3	-0,2	+0,4	+0,1	0,6	0,9
Steueränderungen	0,4	0,6	-0,1	-0,1	+0,4	+0,1	0,3	0,4
Mineralölsteuer ¹	0,2	0,2						
Sonstige Verbrauchsabgaben ¹	0,1	0,2						
Bankenabgabe, Kreditgebühr	0,1	0,1						
Kürzungen Sozialtransfers	0,2	0,2	-0,1	+0,0	+0,0	+0,0	0,1	0,1
Transfers für Familien	0,1	0,1						
Ermessens- u. Personalausgaben	0,3	0,6	-0,1	-0,1	+0,0	+0,0	0,2	0,3
OeNB-Prognose (inkl. Konsolidierung)			+2,1	+2,3	+2,2	+1,8	-3,0	-2,6

Quelle: OeNB, BMF.

¹ Inklusive indirekter Effekte auf Umsatzsteuereinnahmen.

¹ Andere Teile der Ausgabenreduktionen des Bundes sind zwar ebenfalls in der OeNB-Prognose inkludiert, werden aber nicht als Teil der Konsolidierung gesehen, weil sie sich primär durch ein günstigeres makroökonomisches Umfeld ergeben. Dies gilt insbesondere für die geringeren Zinszahlungen.

² Die Spalte „Volumen“ zeigt die Einnahmenerhöhung bzw. Ausgabenreduktion, die sich ohne Verhaltensänderungen der Unternehmen und privaten Haushalte ergeben würden. Die Spalte „Budgetsaldo“ zeigt hingegen die erwartete Ex-Post-Wirkung der Maßnahme auf den öffentlichen Finanzierungssaldo. Die negativen Wachstumseffekte von Konsolidierungsmaßnahmen verringern über die Wirkung der automatischen Stabilisatoren die Steuereinnahmen und damit auch den Effekt auf den Budgetsaldo. Bei Reduktionen der staatlichen Ausgaben für Personal und/oder Pensionen muss außerdem berücksichtigt werden, dass für diese Sozialversicherungsbeiträge und Lohnsteuer geleistet werden müssen. Somit wäre auch ohne eventuelle realwirtschaftliche Effekte die Verbesserung des Saldos kleiner als die Ausgabenreduktion.

³ Diese Schätzungen berücksichtigen lediglich kurzfristige Nachfrageeffekte, nicht jedoch mögliche mittel- bis langfristige positive Vertrauenseffekte, die über niedrigere Zinsaufwendungen oder über Erwartungen das Wachstum mittel- bis langfristig positiv beeinflussen können.

5.3 Krise hinterlässt keine dauerhaften Spuren auf dem Arbeitsmarkt

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat angesichts der Tiefe des Konjunkturerinbruchs nur relativ schwache Spuren auf dem österreichischen Arbeitsmarkt hinterlassen. Die Anzahl der Arbeitslosen ist im Jahr 2009 um knapp 50.000 gestiegen, die Arbeitslosenquote laut Eurostat-Definition von 3,8% (2008) auf 4,8% (2009). Die Krise wurde teilweise durch einen Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten aufgefangen. Weiters spielten Maßnahmen wie die Kurzarbeit eine wichtige Rolle bei der Begrenzung des Anstiegs der Arbeitslosigkeit. Darüber hinaus nahm die Anzahl der Personen in Schulung – die nicht als arbeitslos gezählt werden – im Jahr 2009 um 27.000 zu.

Im bisherigen Verlauf des Jahres 2010 hat die anziehende Konjunktur zu einer kräftigen Ausweitung der Beschäftigung geführt. Das Beschäftigungswachstum erfolgte vor allem in Form der Aufnahme von Leiharbeitern (Erbringung sonstiger wirtschaftlicher Dienstleistungen, NACE N, +26.000 Beschäftigte im September 2010 im Jahresabstand) und im Gesundheits- und Sozialwesen (NACE O, +22.000).

In der Sachgütererzeugung werden trotz eines deutlichen Produktionszuwachses (+12,3% im August 2010) kaum Beschäftigte aufgenommen; die verstärkte Arbeitskräftenachfrage wird im Wesentlichen durch Leiharbeiter abgedeckt. Für das Gesamtjahr 2010 wird ein Beschäftigungszuwachs von 35.000 Personen (+0,9%) erwartet. In den nächsten beiden Jahren wird mit ähnlich starken Zuwachsraten (2011: +0,9%, 2012: +0,8%) gerechnet.

Das Wachstum des Arbeitskräfteangebots zeigt traditionell ein stark zyklisches Verhalten. So stieg das Arbeitskräfteangebot, das im Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2008 jährlich um 35.000 Personen zunahm, im Jahr 2009 um nur 4.000 Personen. Die verbesserten Arbeitsmarktaussichten führen in den Jahren 2010 bis 2012 dazu, dass jährlich rund 30.000 Personen auf den österreichischen Arbeitsmarkt strömen werden. Die zusätzliche Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte infolge der endgültigen Öffnung des Arbeitsmarktes im Mai 2011 für Personen aus den 2004 beigetretenen EU-Mitgliedstaaten wird als gering eingestuft, da bereits derzeit für eine Reihe von Berufen weitgehende Freizügigkeit gilt. Die demografische Entwicklung wird das Arbeitskräfteange-

Tabelle 8

Arbeitsmarktentwicklung in Österreich

	2009	2010	2011	2012
	Veränderung zum Vorjahr in %			
Gesamtbeschäftigung	-0,9	+0,9	+0,9	+0,8
davon: <i>Unselbstständig Beschäftigte</i>	-1,0	+0,8	+1,1	+0,9
<i>Selbstständig Beschäftigte</i>	-0,5	+1,4	+0,1	+0,6
<i>Öffentlich Beschäftigte</i>	+0,2	+0,6	-0,1	-0,1
Vorgemerkte Arbeitslose	+16,4	-3,1	-2,1	-0,5
Arbeitskräfteangebot	+0,1	+0,6	+0,7	+0,7
	in % des Arbeitskräfteangebots			
Arbeitslosenquote laut Eurostat	4,8	4,5	4,4	4,3

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

bot in den Jahren 2010 und 2011 geringfügig positiv beeinflussen. Die Effekte der Pensionsreform 2003 werden durch die „Hacklerregelung“ deutlich gedämpft.

6 Konsolidierungspaket und Nahrungsmittelpreise treiben Inflation

Im Krisenjahr 2009 hat sich der Preisauftrieb deutlich verlangsamt, der HVPI stieg um 0,4%. Im bisherigen Verlauf des Jahres 2010 beschleunigte sich die Inflation kontinuierlich bis auf 1,9% (Oktober 2010). Verursacht wurde dieser Anstieg vor allem von steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreisen. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln wird sich im Prognosezeitraum weiter beschleunigen. Dieser Aufwärtstrend wird insbesondere von den verarbeiteten Nahrungsmitteln getragen, die dem Trend der Weltmarktpreise für Agrarrohstoffe folgen. Die Markterwartungen signalisieren für den Zeitraum von September 2010 bis Anfang 2011 einen weiteren Anstieg der Weltmarktpreise für Agrarrohstoffe, der sich anschließend bis Ende 2011 verflachen wird. In den nächsten

Monaten trägt außerdem der Basiseffekt des vergangenen starken Rückgangs der Nahrungsmittelinflation zum Ansteigen der Teuerung im Nahrungsmittelsektor bei.

Die im Rahmen des fiskalpolitischen Konsolidierungspakets angekündigten Maßnahmen werden im Jahr 2011 einen Effekt von +0,4 Prozentpunkten auf die HVPI-Inflation haben. Dabei gehen 0,26 Prozentpunkte auf die Erhöhung der Mineralölsteuer, 0,13 Prozentpunkte auf die Tabaksteuererhöhung und 0,01 Prozentpunkte auf die Flugticketsteuer zurück.

Die HVPI-Inflation wird im Jahr 2010 1,7% betragen und für das Gesamtjahr 2011 auf 2,2% ansteigen. Die Kerninflation (HVPI-Inflation ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) steigt ebenfalls (2010: 1,1%; 2011: 1,6%), bleibt aber deutlich unter der HVPI-Inflation. Der Anstieg der Kerninflation ist auf die Sondergruppen Verarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen zurückzuführen.

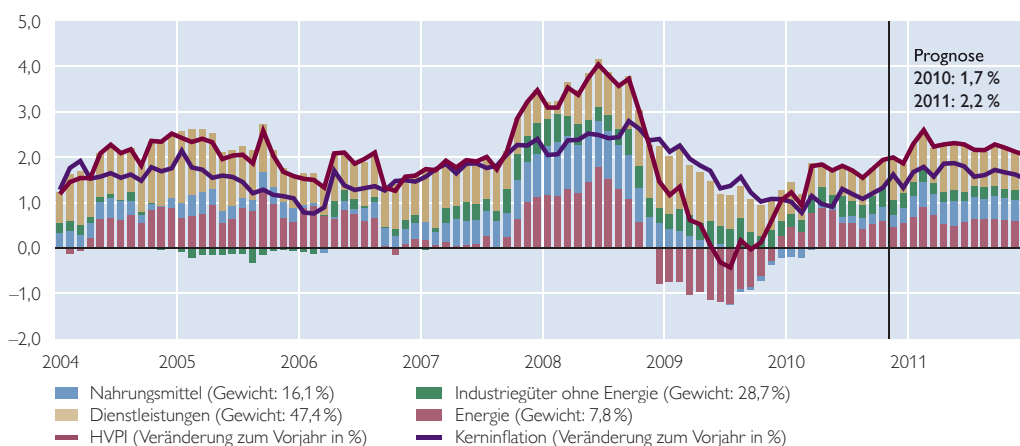
Von der Lohnseite wird über den Prognosezeitraum mit keinem nennenswerten Preisdruck gerechnet. Die derzeit vorliegenden Ergebnisse der

Grafik 2

HVPI-Inflationsrate und Beiträge der Subkomponenten

Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten

Letzte Beobachtung: Oktober 2010



Quelle: OeNB, Statistik Austria.

Preis- und Kostenindikatoren für Österreich

	2009	2010	2011	2012
	Veränderung zum Vorjahr in %			
HVPI	+0,4	+1,7	+2,2	+1,8
HVPI Energie	-10,4	+7,4	+8,1	+3,0
HVPI ohne Energie	+1,5	+1,2	+1,7	+1,6
Deflator des privaten Konsums	-0,7	+1,7	+2,1	+1,9
Investitionsdeflator	+2,2	+3,0	+1,5	+1,8
Importdeflator	-1,3	+3,2	+2,4	+1,6
Exportdeflator	-1,5	+1,4	+2,7	+1,8
Terms of Trade	-0,2	-1,8	+0,3	+0,1
BIP-Deflator zu Faktorkosten	+1,3	+1,5	+1,7	+1,8
Lohnstückkosten	+4,9	+0,1	+1,1	+0,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	+1,9	+1,1	+2,3	+2,2
Arbeitsproduktivität	-2,8	+1,0	+1,2	+1,5
Tariflohnabschlüsse	+3,4	+1,6	+2,1	+2,2
Gewinnspannen ¹	-3,6	+1,5	+0,6	+1,1

Quelle: 2009: Eurostat, Statistik Austria; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

¹ BIP-Deflator durch Lohnstückkosten.

Herbstlohnrunde lassen für die Gesamtwirtschaft einen Anstieg der Tariflöhne um 2,1 % erwarten. Durch den Abbau von Überstunden, Wegfall von variablen Gehaltsbestandteilen und sektorale Verschiebungen sind die Arbeitnehmerentgelte in den Jahren 2009 und 2010 deutlich schwächer als die Tariflöhne gewachsen, woraus eine negative Lohndrift von -1,5 % (2009) und -0,5 % (2010) resultierte. Für 2011 wird aufgrund der verbesserten konjunkturellen Lage mit einer leicht positiven Lohndrift gerechnet. Die Unternehmen werden im Prognosezeitraum wieder verstärkt in der Lage sein, Preiserhöhungen durchzusetzen, was in Verbindung mit einer günstigen Entwicklung der Arbeitsproduktivität zu steigenden Gewinnspannen führt.

7 Außenwirtschaftliche Abwärtsrisiken für Wachstumsprognose

Die *binnenwirtschaftlichen* Risiken für das *Wirtschaftswachstum* sind leicht nach oben gerichtet. In Übereinkunft mit den Regeln des Eurosystems unterliegt die Prognose der „No-Policy-Change“-

Annahme. Dies bedeutet, dass nur fiskalpolitische Maßnahmen in die Prognose eingehen dürfen, die zum Zeitpunkt der Prognoseerstellung bereits hinreichend detailliert vorliegen. Im Oktober 2010 kündigte die österreichische Bundesregierung Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung an (Kasten 1), deren gesetzliche Beschlussfassung jedoch noch aussteht. Mit einer Abschwächung angekündigter Konsolidierungsmaßnahmen würde auch deren kurzfristig wachstumsdämpfender Effekt verringert. Bezüglich der Inlandsnachfrage kann vor dem Hintergrund anziehender Immobilienpreise eine raschere Erholung insbesondere der Baukonjunktur nicht ausgeschlossen werden.

Die *außenwirtschaftlichen* Risiken für das Wachstum sind wesentlich größer und mehrheitlich nach unten gerichtet. Es kann zwar nicht ausgeschlossen werden, dass die Erholung der Weltwirtschaft kurzfristig stärker als erwartet ausfällt, mittelfristig überwiegen aber die Abwärtsrisiken. Die Folgen der Schuldenkrise und der welt-

weit hohe Konsolidierungsbedarf der öffentlichen Hand könnten das Wirtschaftswachstum mehr als erwartet dämpfen. Die globalen Ungleichgewichte sind während der Krise zwar etwas zurückgegangen, bleiben aber weiterhin bestehen. In diesem Zusammenhang wird häufig die Gefahr eines Aufflammens wirtschaftspolitischer Konflikte diskutiert, die zu Währungskrisen und internationalen Handelshemmnissen führen können. In einigen dynamischen Schwellenländern wie China gibt es außerdem Befürchtungen einer Überhitzung der Wirtschaft. Schließlich stellen weiter steigende Rohstoffpreise ein Risiko für den Konjunkturverlauf dar. Eine neuerliche Rohstoffpreishausschuss insbesondere im Nahrungsmittelbereich ist das wichtigste Aufwärtsrisiko für die *Inflation*.

8 Prognoserevisionen durch besseres außenwirtschaftliches Umfeld und Budgetkonsolidierung getrieben

Die der Prognose zugrunde liegenden Annahmen über das Wachstum des Welthandels wurden seit der OeNB-Prognose vom Juni 2010 nach oben revidiert. Für das Jahr 2011 wird nun ein um +2,0 Prozentpunkte stärkeres Wachstum der österreichischen Exportmärkte erwartet. Die Terminkurse für die Erdölpreise sind um knapp 5 USD gestiegen, der Euro hat sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch nominal-effektiv leicht aufgewertet. Niedrigeren langfristigen stehen nun höhere kurzfristige Zinsen gegenüber. Die Zinskurve ist somit insgesamt flacher als noch im Juni 2010.

Tabelle 10

Veränderung der externen Rahmenbedingungen seit der Prognose vom Juni 2010

	Dezember 2010			Juni 2010			Differenz		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Veränderung zum Vorjahr in %									
Wachstum der österreichischen Exportmärkte	+10,9	+6,7	+6,4	+7,4	+4,7	+6,0	+3,5	+2,0	+0,4
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Exportmärkten	+4,8	+1,9	+1,7	+3,9	+2,0	+1,4	+0,9	-0,1	+0,3
Preise der Wettbewerber auf Österreichs Importmärkten	+3,7	+2,1	+1,7	+3,1	+1,8	+1,3	+0,6	+0,3	+0,4
in USD/Barrel Brent									
Erdölpreis	79,5	88,6	90,7	79,5	83,7	86,3	+0,0	+4,9	+4,4
Veränderung zum Vorjahr in %									
Nominal-effektiver Wechselkurs auf der Exportseite	+2,2	-0,1	+0,0	+2,3	+0,5	+0,0	-0,1	-0,6	+0,0
Nominal-effektiver Wechselkurs auf der Importseite	+1,5	+0,1	+0,0	+1,4	+0,2	+0,0	+0,1	-0,1	+0,0
in %									
Drei-Monats-Zinssatz	0,8	1,4	1,7	0,8	1,1	1,7	+0,0	+0,3	+0,0
Langfristiger Zinssatz	3,2	3,4	3,7	3,4	3,8	4,2	-0,2	-0,4	-0,5
Veränderung zum Vorjahr in %									
BIP real, USA	+2,7	+2,4	+2,7	+3,1	+2,2	+2,8	-0,4	+0,2	-0,1
in USD/EUR									
USD/EUR-Wechselkurs	1,33	1,39	1,39	1,29	1,26	1,26	+0,04	+0,13	+0,13

Quelle: Eurosystem.

Aufteilung der Prognoserevisionen

	BIP			HVPI		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Veränderung zum Vorjahr in %					
Prognose vom Dezember 2010	+1,9	+2,1	+2,3	+1,7	+2,2	+1,8
Prognose vom Juni 2010	+1,6	+1,8	+2,1	+1,7	+1,7	+1,8
Differenz	+0,3	+0,3	+0,2	+0,0	+0,5	+0,0
	in Prozentpunkten					
Verursacht durch:						
Externe Annahmen	+0,0	+0,3	+0,4	+0,0	+0,0	+0,0
Neue Daten	+0,2	+0,3	+0,0	+0,0	+0,1	+0,0
davon: Revision historischer Daten bis Q1 10	+0,0	+0,0	x	+0,0	x	x
Prognosefehler für Q2 10 und Q3 10	+0,2	+0,3	x	+0,0	x	x
Sonstiges ¹	+0,1	-0,3	-0,2	+0,0	+0,4	+0,0

Quelle: OeNB-Prognosen vom Dezember 2010 und vom Juni 2010.

¹ Unterschiedliche Annahmen über die Entwicklung heimischer Variablen, wie Löhne, öffentlicher Konsum, Effekte steuerlicher Maßnahmen, sonstige Änderungen der Einschätzung, Modelländerungen.

Die Auswirkungen der geänderten externen Annahmen wurden mithilfe des makroökonomischen Modells der OeNB simuliert. Tabelle 11 listet die Ursachen für die Revision der Prognose im Detail auf. Diese erklärt sich neben den Effekten der geänderten externen Annahmen aus den Auswirkungen neuer Daten und einem verbleibenden Rest. Der Einfluss neuer Daten erfasst die Auswirkungen der Revisionen von bereits zum Zeitpunkt der letzten Prognose verfügbaren historischen Daten (Daten bis zum ersten Quartal 2010) und den Prognosefehlern der letzten Prognose für die nunmehr erstmals veröffentlichten Quartale (Daten für das zweite und dritte Quartal 2010). Der Rest inkludiert geänderte Experteneinschätzungen über die Entwicklung heimischer Größen, wie z. B. des öffentlichen Konsums oder der Lohnabschlüsse und allfällige Modelländerungen.

Das prognostizierte Wirtschaftswachstum für das Jahr 2010 fällt in erster Linie aufgrund des stärker als erwarteten Wachstums im dritten – und in geringerem Ausmaß auch im zweiten – Quartal 2010 höher aus, als in der Prognose vom Juni 2010 erwartet. Dieses stärkere Quartalswachstum erhöht den statistischen Überhang und damit auch die Prognose für das Jahr 2011 um 0,3 Prozentpunkte. Die günstigeren externen Annahmen stützen das BIP-Wachstum in den Jahren 2011 und 2012 um zusätzlich 0,3 bzw. 0,4 Prozentpunkte. Die von der österreichischen Bundesregierung beschlossenen Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung wirken in diesen beiden Jahren hingegen wachstumsdämpfend (2011: -0,3 Prozentpunkte; 2012: -0,2 Prozentpunkte; siehe „Sonstiges“ in Tabelle 11). Die Aufwärtsrevision der Inflationsprognose für das Jahr 2011 beruht im Wesentlichen auf den Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung.

OeNB-BOFIT-Prognose für ausgewählte CESEE-Länder^{1,2} Wachstum getragen von Außenhandel und Lageraufstockung, Inlandsnachfrage weiterhin verhalten

Im Jahr 2010 dürfte das BIP-Wachstum in der CESEE-7-Region³ im Vergleich zur Projektion vom März dieses Jahres unverändert 1,3% betragen, wobei es auf Länderebene deutliche Auf- und Abwärtskorrekturen gab (aufwärts: Tschechische Republik und Ungarn, abwärts: Bulgarien und Rumänien). Dem robusten Wirtschaftswachstum in Polen und der Tschechischen Republik steht ein negatives BIP-Wachstum in Bulgarien und Rumänien gegenüber, Ungarn dürfte wieder ein mäßiges, aber positives Wachstum aufweisen. Die wichtigsten Wachstumsimpulse für die Region werden weiterhin von den Nettoexporten und der umfangreichen Aufstockung der Lagerbestände ausgehen. Im Jahr 2011 dürften auch das Investitions- und der private Konsum in allen Ländern der Region wieder anziehen; das BIP-Wachstum sollte sich auf 2,8% beschleunigen, was eine geringfügige Abwärtskorrektur gegenüber der Projektion vom März 2010 (3,1%) bedeutet. Der Aufschwung wird sich im Jahr 2012 fortsetzen und mit einer Wachstumsrate von 3,4% sogar noch leicht an Dynamik gewinnen.

Die schrittweise Konjunkturerholung in den CESEE-7 setzte sich im ersten Halbjahr 2010 fort, wobei die Entwicklung in den einzelnen Ländern höchst uneinheitlich verlief. Dieser Trend wird sich im zweiten Halbjahr 2010 fortsetzen. Mit Ausnahme Polens, das nach wie vor als Wachstumsmotor der Region fungiert, wird der private Konsum infolge der anhaltend eher düsteren Arbeitsmarktsituation und des sehr niedrigen – bzw. im öffentlichen Sektor häufig negativen – Lohnwachstums verhalten bleiben.

Somit ist die Aufstockung der Lagerbestände die einzige positive Wachstumskomponente, die die Erholung im Jahr 2010 in der gesamten Region maßgeblich stützen wird. Die Lageraufstockung wird in allen Ländern der Region über den gesamten Projektionshorizont hinweg anhalten. Ihr Wachstumsbeitrag wird im Jahr 2010 vorübergehend beträchtlich sein und in den beiden Folgejahren ein vernachlässigbares Ausmaß annehmen.

Die Vorlaufindikatoren lassen auf eine anhaltende konjunkturelle Erholung schließen. Bisher hat insbesondere die Industrie von der auflebenden Auslandsnachfrage und der Aufstockung der Lagerbestände profitiert. Industrieproduktion sowie Auftragseingänge und Umsätze haben insgesamt das Vorkrisenniveau bereits erreicht, und auch die Kapazitätsauslastung erhöht sich nach den historischen Tiefständen wieder kontinuierlich. Zugleich ist angesichts des schwachen privaten Konsums zu erwarten, dass die Erholung im Einzelhandel und im Baugewerbe wesentlich langsamer vor sich gehen wird als in der Industrie.

Der in vielen CESEE-7-Ländern verzeichnete Immobilienboom wurde durch die Krise abrupt beendet. Die Kreditkonditionen werden in naher Zukunft restriktiv bleiben, und angesichts der notwendigen Haushaltskonsolidierung wurden in manchen Ländern bereits Steuererhöhungen vorgenommen und andere restriktive Budgetmaßnahmen umgesetzt. Daher ist über den Projektionszeitraum hinweg damit zu rechnen, dass das Investitionswachstum deutlich unter dem vor der Krise verzeichneten, langjährigen Durchschnitt zurückbleibt, was durch die niedrige Kapazitätsauslastung in vielen Ländern noch verstärkt werden dürfte. Mit

¹ Erstellt von Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland, julia.woerz@oenb.at. Übersetzung aus dem Englischen.

² Die OeNB und das Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT) erstellen halbjährliche Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung in ausgewählten Ländern Zentral-, Ost- und Südosteuropas. Dabei ist die OeNB für Projektionen für die EU-Mitgliedstaaten und Kroatien zuständig und das BOFIT für die Russland-Prognose. Redaktionsschluss für die angeführten Projektionen ist der 24. September 2010 (Kroatien: 5. Oktober 2010). Die Prognosen stützen sich auf eine Vielzahl von Informationen – für Bulgarien, Polen, die Tschechische Republik, Ungarn und Kroatien unter anderem auf länderspezifische Zeitreihenmodelle (technische Details finden sich in Crespo Cuaresma, Feldkircher, Slačik und Wörz. 2009. Simple but Effective: The OeNB's Forecasting Model for Selected CESEE Countries. Focus on European Economic Integration Q4/09. 84–95). In die Prognose für Rumänien sind Informationen aus unterschiedlichen Quellen sowie Experteneinschätzungen eingeflossen, da die Zeitreihen bis dato zu kurz für die Berechnung der entsprechenden Modelle sind. Die Projektionen für Russland wurden von der Bank of Finland bzw. dem BOFIT auf Basis eines SVAR-Modells erstellt.

³ CESEE-7 steht für die folgenden sieben Länder der Region Zentral-, Ost- und Südosteuropa (Central, Eastern and Southeastern Europe – CESEE): Bulgarien, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Ungarn, Lettland und Litauen. Für Lettland und Litauen, die Teil des CESEE-7-Aggregats sind, wurden keine eigenen Prognosen erstellt. Diese Länder gehen mit den jeweils aktuellsten IWF-Prognosen ins Aggregat ein. Estland ist in dem CESEE-Aggregat nicht mehr erfasst, da das Land Anfang 2011 dem Euroraum beitreten wird.

EU-Mitteln finanzierte Investitionsprojekte werden insbesondere in Ungarn, Bulgarien und Polen eine wichtige Rolle spielen.

Die Binnennachfrage dürfte sich 2011 sehr geringfügig erholen und wieder einen positiven Beitrag zum anhaltend schwachen BIP-Wachstum von 2,8 % in der Region leisten. Angesichts des geringen Spielraums der Budgetpolitik werden die öffentlichen Konsumausgaben nach wie vor niedrig sein. Mit der Erhöhung der Kapazitätsauslastung und durch umfangreiche, durch die EU kofinanzierte Projekte sowie die steigende Produktionsausweitung im exportorientierten Industriesektor sollte das Investitionswachstum leicht anziehen. Somit wird die Auslandsnachfrage das Investitionswachstum stützen. Die Dynamik des Export- und Importwachstums dürfte zulegen, wobei sich im Jahr 2011 der Beitrag des Außenhandels in allen Ländern außer Ungarn wieder ins Negative kehren dürfte.

Für das Jahr 2012 zeichnet sich ein weitgehend unverändertes Bild ab. Die Binnennachfrage und die Investitionen dürften zwar zulegen, aber doch deutlich unter dem langjährigen Vorkrisendurchschnitt bleiben. Das Importwachstum sollte kräftig ausfallen, sodass der Außenbeitrag zum BIP-Wachstum trotz des erwarteten deutlichen Zuwachses bei den Exporten negativ bleiben dürfte. Die Lageraufstockung sollte sich 2012 nicht weiter beschleunigen.

Ende 2011 dürfte die Wirtschaftsleistung in der CESEE-7-Region das Vorkrisenniveau erreicht haben. Hier ist jedoch anzumerken, dass die größte Volkswirtschaft der Region, Polen, im Jahr 2009 keinen Produktionsrückgang zu verzeichnen hatte. In der Tschechischen Republik wird der Vorkrisenstand des BIP im Jahr 2011 erreicht sein, in Bulgarien erst 2012. In Ungarn und Rumänien wird es noch länger dauern, bis das vor der Krise verzeichnete Produktionsniveau erreicht ist.

Angesichts der für diese Prognose getroffenen vorsichtigen Annahmen bezüglich BIP- und Importwachstum in der EU und im Euroraum sind die vom außenwirtschaftlichen Umfeld ausgehenden Risiken als weitgehend ausgewogen einzustufen. Wie auch in der letzten Prognose besteht nach wie vor Unsicherheit im Hinblick auf das Vertrauen der Investoren, das heißt bezüglich der weiteren Entwicklung der globalen Risikoaversion, vor allem gegenüber Investitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Haushaltskonsolidierung stellt in allen Ländern außer Rumänien und der Tschechischen Republik ein beträchtliches Abwärtsrisiko dar (in diesen beiden Ländern wurden die entsprechenden Reformschritte bereits gesetzlich beschlossen, das heißt, sie sind in der vorliegenden Prognose bereits berücksichtigt). Drastische Konsolidierungsschritte würden sich weiter dämpfend auf die aufkeimende Binnennachfrage auswirken; direkt davon betroffen wären insbesondere der private und der öffentliche Konsum.

CESEE-7: BIP-Ergebnisse 2009, Wachstumsprognosen 2010 bis 2012 und Revision der März-Prognose

	Eurostat		OeNB			Korrektur gegenüber der März-Prognose	
	2009	2010	2010	2011	2012	2010	2011
	Jahreswachstumsrate in %				in Prozentpunkten		
CESEE-7	-3,3	1,3	2,8	3,4	-0,0	-0,2	
Bulgarien	-5,0	-0,3	2,4	3,2	-0,6	-0,5	
Tschechische Republik	-4,2	2,1	2,4	2,5	0,8	-0,2	
Ungarn	-6,3	0,8	2,2	3,0	1,0	-0,3	
Polen	1,7	3,2	3,7	4,1	0,2	0,3	
Rumänien	-7,1	-2,6	1,5	2,8	-3,4	-1,6	

Quelle: OeNB-Prognose vom September 2010, Eurostat.

BOFIT-OeNB-Prognose für Russland: Konsumgestütztes Wachstum hält voraussichtlich weiter an

Für Russland wird eine kräftige, konsumgestützte Erholung erwartet. Für das zweite Halbjahr 2010 ist ein kräftiges BIP-Wachstum zu erwarten, obwohl beim Produktionsvolumen aufgrund des außergewöhnlich heißen und trockenen Sommers mit leichten Einbußen zu rechnen ist. Insbesondere im Jahr 2010 stützt sich das russische Wirtschaftswachstum von knapp unter 5% auf den Weltmarktpreis für Erdöl. Trotz einer gewissen Abschwächung des Wachstums im ersten Halbjahr 2011 wird die Jahreswachstumsrate für das Gesamtjahr auf über 5,5% ansteigen. Verantwortlich dafür ist ein positiver Basiseffekt aufgrund der eher schwachen Wachstumsdynamik während des ersten Halbjahres 2010. Der Vorkrisenwert der Wirtschaftsleistung von 2008 wird Mitte 2011 wieder erreicht.

Als Wachstumsmotor wird in erster Linie der private Konsum fungieren. Es ist mit einem raschen Anstieg der Reallöhne zu rechnen, und der öffentliche Sektor wird voraussichtlich an seinem Vorhaben festhalten, die Pensionen im selben Ausmaß zu erhöhen wie die Löhne. Die Sparneigung der privaten Haushalte dürfte nicht über ihr aktuelles, bereits während der Krise erreichtes Niveau hinaus ansteigen. Bezüglich der Arbeitslosigkeit sind die Aussichten relativ unsicher, da die Beschäftigung während der Rezession nur um ein paar Prozent zurückgegangen war und so stark dämpfend auf die Produktivität gewirkt hatte.

Bei den Investitionen wird die Erholung voraussichtlich zeitverzögert einsetzen, unter anderem, da die Unternehmen über mehr ungenutzte Produktionskapazitäten verfügen als vor der Krise. Im ersten Halbjahr 2010 lag das Investitionswachstum bei null, in der zweiten Jahreshälfte sollte es sich wieder dynamischer entwickeln, doch werden die Sachkapitalinvestitionen erst im Jahr 2011 wieder richtig in Schwung kommen. Der Fremdkapitalabbau und die Anpassung der Bankbilanzen sind nahezu abgeschlossen, und die Banken werden allem Anschein nach bald mit einer behutsamen Kreditausweitung beginnen.

Der öffentliche Konsum sollte aufgrund der verbleibenden Krisenbewältigungsmaßnahmen noch im Jahr 2010 leicht ansteigen, im Zeitraum von 2011 bis 2012 jedoch unverändert bleiben. Der öffentliche Sektor ist (netto) nahezu schuldenfrei; es besteht kein unmittelbarer Konsolidierungsbedarf für die öffentlichen Finanzen, die russische Regierung und vor allem die Regionen und Gemeinden haben ihre realen Gesamtausgaben 2010 dennoch zurückgeschraubt. Angesichts der bevorstehenden Wahlen (Wahlen zur Staatsduma im Dezember 2011, Präsidentschaftswahlen im März 2012) sind signifikante Ausgabenkürzungen relativ unwahrscheinlich.

Trotz des raschen Wachstums des Welthandels wird davon ausgegangen, dass das russische Exportvolumen relativ langsam ansteigt, da aufgrund des langsamen Produktionswachstums das Ausfuhrvolumen von Rohöl, Erdölprodukten und Erdgas (55% bis 58% der russischen Exporte von Gütern und Dienstleistungen im Jahr 2009 und im ersten Halbjahr 2010) voraussichtlich nur relativ geringfügig ansteigen wird.

Die saisonbereinigten Importe gingen im ersten Quartal 2010 gegenüber dem Vorquartal zurück, stiegen jedoch im zweiten Quartal rasch an. Das Importwachstum wird im dritten Quartal voraussichtlich leicht an Dynamik verlieren und von 2011 bis 2012 weiter zurückgehen, es sollte aber dennoch über 10% betragen. Die Importe werden von einem Anstieg der privaten Konsumausgaben sowie ab 2011 durch eine Erholung der Investitionen angekurbelt.

Die Prognose basiert auf der Annahme, dass das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft und des Welthandels über den Prognosehorizont leicht nachlassen wird, und die Weltmarktpreise für Erdöl schrittweise ansteigen werden. Die Prognose ist mit außergewöhnlich großen Unsicherheiten behaftet. Unter einem Rohölpreistrückgang hätte die russische Wirtschaft stark zu leiden, besonders jetzt, da die Aussichten auf fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen geringer sind als 2008, da die Regierung nach 2008 die Hälfte ihrer Reservefonds aufbrauchte. Inmitten dieser Unsicherheiten ist eine rasche und deutliche Umkehr der Kapitalströme möglich – vor allem angesichts der großen Mengen an Liquidität, sowohl auf globaler Ebene als auch im russischen Bankensektor. Dennoch sind im Hinblick auf Russland auch

überraschende positive Entwicklungen möglich, etwa wenn die Energiepreise steigen, mehr Fremdkapital ins Land fließt und die Banken wieder vermehrt Kredite vergeben. Beträchtliche Unsicherheit besteht auch bezüglich der Wiederbelebung der Investitionen in Russland und zwar aus der Perspektive der privaten Investoren aufgrund möglicher Eingriffe von staatlicher Seite in die Tätigkeit der Unternehmen sowie aufgrund möglicher kurzfristiger, wirtschaftspolitischer Reaktionen auf Probleme im Nachfeld der Rezession. Der Lageraufbau der russischen Firmen ist mit außergewöhnlicher Unsicherheit behaftet; sogar in weniger turbulenten Zeiten hatten Änderungen in den Lagerbeständen (v. a. ein Wachstum) eine beträchtliche Auswirkung auf das russische BIP-Wachstum.

Russland: BIP-Ergebnisse 2009, Wachstumsprognosen 2010 bis 2012 und Revision der März-Prognose

	Rosstat			BOFIT-OeNB			Korrektur gegenüber der März-Prognose	
	2009	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011
	Jahreswachstumsrate in %						in Prozentpunkten	
Russland	-7,9	4,9	5,6	4,7	-0,6	0,6		

Quelle: BOFIT-OeNB-Prognose vom September 2010, Rosstat.

OeNB-Projektionen für Kroatien: Schwache Binnennachfrage beeinträchtigt Konjunkturerholung

Aufgrund einer schwachen Binnennachfrage wird die Wirtschaftsleistung in Kroatien auch 2010 weiter schrumpfen. Obwohl sich die vorsichtige Erholung zu Beginn des Jahres 2010 fortsetzte, schrumpfte die Wirtschaft vor dem Hintergrund der nach wie vor gedämpften Inlandsnachfrage in der ersten Jahreshälfte 2010 im Vorjahresvergleich um 2,5%. Der Abwärtstrend der kroatischen Wirtschaft dürfte in der zweiten Jahreshälfte weiter leicht nachlassen, was einen Rückgang des realen Produktionswachstums um etwa 1,6% für 2010 insgesamt sowie – wie in Rumänien und Bulgarien – eine relativ langsame Konjunkturerholung nahelegt.

Insbesondere der private Konsum sollte im zweiten Halbjahr 2010 etwas an Dynamik gewinnen, da die Krisensteuer in zwei Schritten (im Juli und November) abgeschafft sowie Höhe und Anzahl der Einkommensteuersätze ab Juli 2010 gesenkt wurden. Diese Maßnahmen werden jedoch erst im Jahr 2011 ihre volle Wirkung entfalten. Ebenso scheinen die Bruttoanlageinvestitionen in der ersten Hälfte 2010 die Talsohle erreicht zu haben. Nachdem die kroatische Regierung zu Beginn 2010 ein Maßnahmenpaket umsetzte, mit dessen Hilfe die Vergabe von Bankkrediten an die Wirtschaft angekurbelt werden soll, sollten die wichtigsten Impulse zur Erholung der Investitionstätigkeit aus dem privaten Sektor kommen. Gleichzeitig wird jedoch erwartet, dass die öffentlichen Investitionen (ebenso wie die öffentlichen Konsumausgaben) im Lichte weiterer fiskalpolitischer Einschränkungen weiterhin träge bleiben werden. Vor dem Hintergrund eines erstarkenden Exportwachstums, einer relativ guten Tourismussaison (die Gästezahlen stiegen im Juli 2010 im Vorjahresvergleich um 12%, die Nächtigungen um 5%) sowie der aktuellen Abwärtskorrekturen der Importe wird der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum voraussichtlich auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 positiv sein.

Für das Jahr 2011 wird ein Wirtschaftswachstum von 1,5% erwartet; außerdem dürfte die Konjunktur wieder dem vor der Krise zu beobachtenden Wachstumsmuster (positiver Beitrag der Binnennachfrage, negativer Beitrag des Außenhandels) folgen. Die Investitionstätigkeit sollte durch die zunehmende Kreditvergabe, die verbesserte Stimmung unter den Verbrauchern und das bessere Geschäftsklima an Dynamik gewinnen, während die privaten Konsumausgaben von den genannten steuerlichen Erleichterungen sowie möglicherweise auch

von einer einsetzenden Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt profitieren sollten. Zugleich sind angesichts der Tatsache, dass die Budgetausgaben für 2011 und 2012 auf dem Niveau des revidierten Budgets 2010 eingefroren wurden, keine massiven Wachstumsimpulse durch den öffentlichen Konsum zu erwarten. Angesichts der im Jahr 2011 bevorstehenden allgemeinen Wahlen sind auch im Hinblick auf strukturelle Reformen keine erheblichen Fortschritte zu erwarten. Unter der Voraussetzung eines günstigen globalen Umfelds sollte das Exportwachstum im Jahr 2011 weiter zulegen, es wird jedoch infolge der anziehenden Inlandsnachfrage hinter dem Importwachstum zurückbleiben.

Getrieben von einer weiteren Kräftigung der Binnennachfrage wird die kroatische Wirtschaft im Jahr 2012 voraussichtlich um 2,8% wachsen. Insbesondere die Bruttoanlageinvestitionen werden vor dem Hintergrund erhöhter Kapitalzuflüsse in Form von Direktinvestitionen im Vorfeld des EU-Beitritts anziehen. Letzterer ist nach dem für Mitte 2011 erwarteten Abschluss der EU-Beitrittsverhandlungen und dem darauf folgenden Ratifizierungsprozess in den Mitgliedstaaten für das Jahr 2013 zu erwarten.

Kroatien: BIP-Ergebnisse 2009, Wachstumsprognosen 2010 bis 2012 und Revision der März-Prognose

	Eurostat			OeNB		Korrektur gegenüber der März-Prognose	
	2009	2010	2011	2010	2011	2010	2011
	Jahreswachstumsrate in %				in Prozentpunkten		
Kroatien	-5,8	-1,6	1,5	2,8	-1,5	-0,3	

Quelle: OeNB-Prognose vom September 2010, Eurostat.

Tabellenanhang: detaillierte Ergebnistabellen

Tabelle 12

Nachfragekomponenten (real)

Verkettete Volumenangaben (Referenzjahr = 2000)

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	in Mio EUR				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	139.531	140.901	142.362	144.207	+1,1	+1,0	+1,0	+1,3
Öffentlicher Konsum	49.348	49.501	49.645	49.802	+0,4	+0,3	+0,3	+0,3
Bruttoanlageinvestitionen	52.229	50.484	51.532	53.100	-9,1	-3,3	+2,1	+3,0
davon: Ausrüstungsinvestitionen	21.020	20.276	20.973	21.947	-10,8	-3,5	+3,4	+4,6
Wohnbauinvestitionen	10.435	10.139	10.191	10.355	-4,1	-2,8	+0,5	+1,6
Investitionen in Nichtwohnbauten und sonstige Investitionen	21.336	20.695	20.994	21.424	-5,0	-3,0	+1,4	+2,0
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	1.491	891	696	744	x	x	x	x
Inlandsnachfrage	242.599	241.778	244.235	247.854	-2,4	-0,3	+1,0	+1,5
Exporte insgesamt	132.130	145.871	156.451	167.319	-13,6	+10,4	+7,3	+6,9
Importe insgesamt	118.225	126.245	133.805	142.105	-12,5	+6,8	+6,0	+6,2
Nettoexporte	13.905	19.626	22.646	25.214	x	x	x	x
Bruttoinlandsprodukt	256.504	261.403	266.880	273.067	-3,7	+1,9	+2,1	+2,3

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

Tabelle 13

Nachfragekomponenten (laufende Preise)

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	in Mio EUR				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	148.974	152.936	157.783	162.810	+0,5	+2,7	+3,2	+3,2
Öffentlicher Konsum	54.209	55.402	56.610	57.863	+4,1	+2,2	+2,2	+2,2
Bruttoanlageinvestitionen	57.423	57.164	59.245	62.132	-7,1	-0,5	+3,6	+4,9
Lagerveränderungen (inkl. statistischer Diskrepanz)	1.335	2.622	2.008	1.469	x	x	x	x
Inlandsnachfrage	261.941	268.123	275.647	284.274	-1,4	+2,4	+2,8	+3,1
Exporte insgesamt	139.904	156.630	172.423	187.664	-14,9	+12,0	+10,1	+8,8
Importe insgesamt	128.612	141.792	153.873	166.069	-13,7	+10,2	+8,5	+7,9
Nettoexporte	11.293	14.837	18.550	21.595	x	x	x	x
Bruttoinlandsprodukt	273.234	282.960	294.197	305.869	-2,8	+3,6	+4,0	+4,0

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

Tabelle 14

Nachfragekomponenten (Deflatoren)

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	2000 = 100				Veränderung zum Vorjahr in %			
Privater Konsum	106,8	108,5	110,8	112,9	-0,7	+1,7	+2,1	+1,9
Öffentlicher Konsum	109,8	111,9	114,0	116,2	+3,7	+1,9	+1,9	+1,9
Bruttoanlageinvestitionen	110,0	113,2	115,0	117,0	+2,2	+3,0	+1,5	+1,8
Inlandsnachfrage (exkl. Lagerveränderungen)	108,1	110,2	112,4	114,4	+0,8	+2,0	+1,9	+1,9
Exporte insgesamt	105,9	107,3	110,2	112,1	-1,5	+1,4	+2,7	+1,8
Importe insgesamt	108,8	112,3	115,0	116,9	-1,3	+3,2	+2,4	+1,6
Terms of Trade	97,3	95,6	95,8	96,0	-0,2	-1,8	+0,3	+0,1
Bruttoinlandsprodukt	106,5	108,2	110,2	112,0	+1,0	+1,6	+1,8	+1,6

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

Tabelle 15

Arbeitsmarkt

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	in Tsd				Veränderung zum Vorjahr in %			
Erwerbstätige insgesamt	4.079,5	4.114,4	4.149,4	4.183,3	-0,9	+0,9	+0,9	+0,8
davon: Privater Sektor	3.546,9	3.578,9	3.614,6	3.649,2	-1,1	+0,9	+1,0	+1,0
Unselbstständig Beschäftigte laut VGR	3.499,3	3.527,1	3.564,6	3.596,4	-1,0	+0,8	+1,1	+0,9
	in % des Arbeitskräfteangebots							
Arbeitslosenquote laut Eurostat	4,8	4,5	4,4	4,3	x	x	x	x
	in EUR je realer Output-Einheit x 100							
Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft ¹	63,5	63,6	64,2	64,7	+4,9	+0,1	+1,1	+0,7
	in Tsd EUR je Beschäftigten							
Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft ²	62,9	63,5	64,3	65,3	-2,8	+1,0	+1,2	+1,5
	in Tsd EUR							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, real ³	37,4	37,2	37,3	37,4	+2,6	-0,5	+0,2	+0,3
	zu laufenden Preisen in Tsd EUR							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, brutto	39,9	40,4	41,3	42,2	+1,9	+1,1	+2,3	+2,2
	zu laufenden Preisen in Mio EUR							
Arbeitnehmerentgelt insgesamt, brutto	139.757	142.444	147.284	151.850	+1,0	+1,9	+3,4	+3,1

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

¹ Bruttolohnsumme durch reales BIP.

² Reales BIP durch Gesamtbeschäftigung.

³ Bruttolohnsumme je Arbeitnehmer durch Konsumdeflator.

Leistungsbilanz

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	in Mio EUR				in % des nominellen BIP			
Handelsbilanz	10.521,0	10.979,8	12.981,9	16.494,3	3,9	3,9	4,4	5,4
Güterbilanz	-2.328,0	-3.014,8	-2.185,6	-717,6	-0,9	-1,1	-0,7	-0,2
Dienstleistungsbilanz	12.849,0	13.994,6	15.167,5	17.211,9	4,7	4,9	5,2	5,6
Einkommensbilanz	-823,0	-1.450,3	-1.288,5	-953,7	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3
Transferbilanz	-1.722,0	-2.349,3	-1.641,1	-1.708,6	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6
Leistungsbilanz	7.976,0	7.180,2	10.052,4	13.832,1	2,9	2,5	3,4	4,5

Quelle: 2009: Eurostat; 2010 bis 2012: OeNB-Prognose vom Dezember 2010.

Tabelle 17

Quartalsverlauf der Prognoseergebnisse

	2010	2011	2012	2010				2011				2012			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Preise, Löhne, Kosten															
	Veränderung zum Vorjahr in %														
HVPI	+1,7	+2,2	+1,8	+1,3	+1,8	+1,7	+1,9	+2,4	+2,3	+2,2	+2,1	+1,8	+1,8	+1,7	+1,7
HVPI ohne Energie	+1,2	+1,7	+1,6	+0,9	+1,1	+1,3	+1,5	+1,7	+1,9	+1,7	+1,6	+1,7	+1,7	+1,6	+1,6
Deflator des privaten Konsums	+1,7	+2,1	+1,9	+1,3	+2,0	+1,7	+1,7	+1,8	+1,9	+2,5	+2,3	+2,0	+1,9	+1,8	+1,8
Deflator der Bruttoanlageinvestitionen	+3,0	+1,5	+1,8	+2,7	+3,6	+2,8	+2,8	+1,9	+0,8	+1,7	+1,8	+1,8	+1,7	+1,8	+1,8
BIP-Deflator	+1,6	+1,8	+1,6	+1,5	+1,8	+2,2	+1,0	+1,4	+1,5	+1,6	+2,8	+2,2	+1,7	+1,4	+1,3
Lohnstückkosten	+0,1	+1,1	+0,7	+1,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	+1,0	+1,8	+1,7	+1,2	+0,7	+0,5	+0,4
Löhne pro Beschäftigten, nominell	+1,1	+2,3	+2,2	+1,1	+1,0	+1,0	+1,4	+1,7	+2,2	+2,7	+2,7	+2,5	+2,3	+2,0	+1,9
Produktivität	+1,0	+1,2	+1,5	-0,2	+1,4	+1,4	+1,6	+1,9	+1,2	+0,9	+0,9	+1,4	+1,6	+1,6	+1,5
Löhne pro Beschäftigten, real	-0,5	+0,2	+0,3	-0,2	-1,0	-0,7	-0,3	-0,1	+0,3	+0,2	+0,4	+0,5	+0,4	+0,3	+0,1
Importdeflator	+3,2	+2,4	+1,6	+1,8	+3,4	+4,1	+3,6	+3,6	+2,7	+1,8	+1,7	+1,6	+1,6	+1,6	+1,6
Exportdeflator	+1,4	+2,7	+1,8	-1,1	+0,4	+2,9	+3,3	+3,7	+3,4	+1,8	+1,8	+1,8	+1,8	+1,8	+1,7
Terms of Trade	-1,8	+0,3	+0,1	-2,8	-2,9	-1,2	-0,3	+0,2	+0,7	+0,0	+0,2	+0,2	+0,1	+0,1	+0,1
Wirtschaftliche Aktivität															
	real, Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %														
BIP	+1,9	+2,1	+2,3	+0,0	+1,2	+0,9	+0,6	+0,3	+0,3	+0,4	+0,6	+0,7	+0,6	+0,6	+0,6
Privater Konsum	+1,0	+1,0	+1,3	+0,2	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,4	+0,4	+0,4
Öffentlicher Konsum	+0,3	+0,3	+0,3	-0,2	-0,1	+0,1	+1,4	-0,5	-0,3	-0,2	+0,0	+0,2	+0,2	+0,2	+0,1
Bruttoanlageinvestitionen	-3,3	+2,1	+3,0	-1,8	-0,6	+0,6	+0,5	+0,4	+0,6	+0,8	+0,9	+0,8	+0,7	+0,6	+0,7
Exporte	+10,4	+7,3	+6,9	+2,0	+5,2	+3,4	+1,3	+1,1	+1,3	+1,4	+1,7	+1,9	+1,7	+1,8	+1,8
Importe	+6,8	+6,0	+6,2	+2,2	+3,3	+2,6	+1,1	+1,0	+1,3	+1,4	+1,5	+1,6	+1,5	+1,6	+1,6
Beiträge zum Wachstum des realen BIP in Prozentpunkten															
Inlandsnachfrage	-0,1	+1,0	+1,3	-0,3	+0,0	+0,3	+0,5	+0,1	+0,2	+0,3	+0,3	+0,4	+0,4	+0,4	+0,4
Nettoexporte	+2,2	+1,2	+1,0	+0,0	+1,3	+0,7	+0,2	+0,1	+0,1	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3	+0,2	+0,3
Lagerveränderungen	-0,2	-0,1	+0,0	+0,2	+0,0	+0,0	-0,1	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0	+0,0
Arbeitsmarkt															
	in % des Arbeitskräfteangebots														
Arbeitslosenquote laut Eurostat	4,5	4,4	4,3	4,5	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3
Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %															
Gesamtbeschäftigung	+0,9	+0,9	+0,8	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3
davon: Privater Sektor	+0,9	+1,0	+1,0	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3	+0,4
Unselbstständig Beschäftigte	+0,8	+1,1	+0,9	+0,1	+0,4	+0,4	+0,4	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,2	+0,3	+0,3	+0,3
Zusätzliche Variablen															
	real, Veränderung zum Vorjahr (Jahreswerte) bzw. zum Vorquartal (Quartalswerte) in %														
Verfügbares Haushaltseinkommen	+0,7	+0,7	+1,4	+0,3	+0,2	+0,7	+0,5	-0,3	+0,1	+0,2	+0,2	+0,5	+0,4	+0,4	+0,4
in % des realen BIP															
Output-Gap	-0,4	-0,2	0,2	-1,2	-0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3

Quelle: OeNB-Prognose vom Dezember 2010. Quartalswerte saisonbereinigt.

Vergleich der aktuellen Wirtschaftsprognosen für Österreich

Indikator	OeNB			WIFO		IHS		OECD			IWF		Europäische Kommission		
	Dezember 2010			September 2010		September 2010		November 2010			Oktober 2010		November 2010		
	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2010	2011	2012
Hauptergebnisse	Veränderung zum Vorjahr in %														
BIP (real)	+1,9	+2,1	+2,3	+2,0	+1,9	+1,8	+2,0	+2,0	+2,0	+2,0	+1,6	+1,6	+2,0	+1,7	+2,1
Privater Konsum (real)	+1,0	+1,0	+1,3	+1,1	+0,8	+1,0	+1,2	+0,9	+1,1	+1,5	x	x	+0,9	+0,8	+0,9
Öffentlicher Konsum (real)	+0,3	+0,3	+0,3	+0,6	-0,3	+0,5	+0,2	+0,8	-0,2	-0,5	x	x	+0,8	+0,0	+0,5
Bruttoanlageinvestitionen (real) ¹	-3,3	+2,1	+3,0	-2,5	+2,4	-0,5	+2,1	-2,4	+2,5	+3,2	x	x	-2,6	+2,7	+2,9
Exporte (real)	+10,4	+7,3	+6,9	+9,2	+6,2	+9,3	+6,5	+8,1	+7,6	+5,8	x	x	+9,0	+6,3	+6,5
Importe (real)	+6,8	+6,0	+6,2	+7,3	+5,4	+7,7	+5,5	+5,5	+6,6	+5,3	x	x	+6,4	+5,6	+5,5
BIP je Erwerbstätigen	+1,0	+1,2	+1,5	+1,1	+1,2	+1,0	+1,1	x	x	x	x	x	+1,3	+1,0	+1,3
BIP-Deflator	+1,6	+1,8	+1,6	+1,0	+1,7	+1,3	+1,7	+1,5	+1,1	+1,2	x	x	+0,6	+1,6	+1,3
VPI	x	x	x	+1,8	+2,1	+1,7	+1,8	x	x	x	+1,5	+1,7	x	x	x
HVPI	+1,7	+2,2	+1,8	+1,8	+2,1	x	x	+1,6	+1,8	+1,9	x	x	+1,7	+2,1	+1,8
Lohnstückkosten	+0,1	+1,1	+0,7	+0,3	+1,0	x	x	x	x	x	x	x	+0,3	+1,2	+0,8
Beschäftigte	+0,9	+0,9	+0,8	+0,8	+0,6	+0,8	+0,9	x	x	x	x	x	+0,7	+0,7	+0,8
	in % des Arbeitskräfteangebots														
Arbeitslosenquote ²	4,5	4,4	4,3	4,4	4,3	4,4	4,2	4,5	4,4	4,3	4,1	4,2	4,4	4,2	4,0
	in % des nominellen BIP														
Leistungsbilanz	2,5	3,4	4,5	2,7	3,3	x	x	2,6	3,1	3,8	2,3	2,4	3,0	3,5	4,1
Öffentliches Defizit	-4,1	-3,0	-2,6	-4,1	-3,5	-4,3	-3,4	-4,4	-3,4	-3,0	x	x	-4,3	-3,6	-3,3
Prognoseannahmen															
Erdölpreis in USD/Barrel Brent	79,5	88,6	90,7	76,0	80,0	75,0	75,0	80,0	80,0	80,0	76,2	78,8	79,9	88,9	90,8
Kurzfristiger Zinssatz in %	0,8	1,4	1,7	0,8	1,0	0,8	1,2	0,8	1,1	1,8	0,8	1,0	0,8	1,4	1,7
USD/EUR-Wechselkurs	1,33	1,39	1,39	1,30	1,35	1,30	1,27	1,39	1,39	1,39	1,31	1,28	1,33	1,39	1,39
	Veränderung zum Vorjahr in %														
BIP real, Euroraum	+1,6 bis +1,8	+0,7 bis +2,1	+0,6 bis +2,8	+1,8	+1,7	+1,7	+1,6	+1,7	+1,7	+2,0	+1,7	+1,5	+1,7	+1,5	+1,8
BIP real, USA	+2,7	+2,4	+2,7	+2,7	+2,0	+2,7	+2,3	+2,7	+2,2	+3,1	+2,6	+2,3	+2,7	+2,1	+2,5
BIP real, Welt	+4,7	+3,8	+4,2	+4,0	+3,5	x	x	x	x	x	+4,8	+4,2	+4,5	+3,9	+4,0
Welthandel	+11,7	+7,2	+7,5	+18,8	+8,0	+16,5	+5,5	+12,3	+8,3	+8,1	+11,4	+7,0	+12,1	+7,1	+6,9

Quelle: OeNB, WIFO, IHS, OECD, IWF, Europäische Kommission.

¹ Für IHS: Bruttoinvestitionen.² Eurostat-Definition; für OECD: Definition der OECD.

Wirken sich Niedrigzinsphasen auf die Risikobereitschaft der österreichischen Banken aus?¹

In der neueren Fachliteratur wird die These geäußert, dass längere Niedrigzinsphasen in einem günstigen wirtschaftlichen Umfeld tendenziell dazu führen, dass auf den Finanzmärkten übermäßige Risiken eingegangen werden. Der Mechanismus, über den niedrige Zinsen zu einem höheren Kreditangebot bei gleichzeitig höherem Risiko in den Kreditportfolios führen, wurde als „risk-taking channel“ (Risikoneigungskanal) bezeichnet. In der vorliegenden Studie wird dieser Kanal untersucht und mit dem traditionelleren Kreditkanal verglichen. Zudem wird auf Basis österreichischer Firmen- und Bankdaten aus dem Kreditregister der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) gezeigt, dass die erwarteten Ausfallraten in den Unternehmenskreditportfolios der österreichischen Banken in der Niedrigzinsphase von 2003 bis 2005 gestiegen sind. Mit diesem neuen Ergebnis leistet die vorliegende Studie zumindest in zweierlei Hinsicht einen wichtigen Beitrag zum bestehenden Diskurs: (1) Basierend auf einem Datensatz, bei dem Kreditgeberdaten den entsprechenden Kreditnehmerdaten zugeordnet werden, wird eine Risikokennzahl für das Kreditportfolio österreichischer Banken ermittelt. (2) Weiters wird untersucht, wie sich ein geldpolitisches Regime auswirkt, bei dem die Leitzinssätze über einen zu langen Zeitraum auf niedrigem Niveau gehalten werden. Bisherige Analysen haben sich im Unterschied dazu hauptsächlich mit den Auswirkungen geldpolitischer Schocks befasst, die gewöhnlich anhand vierteljährlicher Veränderungen in den kurzfristigen Zinssätzen als solche identifiziert wurden.

Paul Gaggl,
Maria Teresa
Valderrama²

In der neueren Fachliteratur wird wiederholt angeführt, dass die anhaltende Niedrigzinsphase mit günstigen Wirtschafts- und Finanzbedingungen im Zeitraum von 2003 bis 2005 zu übermäßigem Vertrauen auf den Finanzmärkten geführt haben könnte. Aufgrund dieses übermäßigen Vertrauens erhöhten sich die Vermögenspreise, während sich die Volatilität verringerte, was einen Wertanstieg bei den Sicherheiten bewirkte. Letzteres beeinflusste die Risikowahrnehmung und -einstellung, und dadurch kam es zu einer Erhöhung des Kreditangebots. Daher war manchen Marktbeobachtern zufolge diese Phase durch erhöhte Risikotoleranz und „übermäßige“ Kredit-

gewährung durch die Banken gekennzeichnet. An dieser Entwicklung ist jedoch nicht nur das erhöhte Kreditvolumen als problematisch einzustufen, sondern vor allem auch die potenzielle Verschlechterung der Kreditqualität. Der Mechanismus, über den niedrige Zinsen zu einem höheren Kreditangebot bei gleichzeitig höherem Risiko in den Kreditportfolios führen, wurde in der Literatur als „risk-taking channel“ (Risikoneigungskanal) bezeichnet.³

Dieser Kanal rückte erst in den Blickpunkt des Interesses, als seine potenziellen negativen Effekte bereits schlagend geworden waren. Insbesondere wird ins Treffen geführt, dass die Unterschätzung dieses Kanals wesent-

¹ Übersetzung aus dem Englischen.

² University of California at Davis, pgaggl@ucdavis.edu; Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, maria.valderrama@oenb.at. Die Autoren danken Gerhard Fiam für die Bereitstellung der Daten und wertvolle Hinweise sowie dem Begutachter David Marqués Ibañez für seine wertvollen Kommentare. Weiters danken die Autoren Oscar Jorda, Alan M. Taylor, Katheryn N. Russ, Kevin D. Salyer und Ankur Patel für ausgesprochen hilfreiche Kommentare und Vorschläge.

³ Als Begriff erstmals von Borio und Zhu (2008) eingeführt, aber Rajan (2006) hatte bereits auf diesen Mechanismus hingewiesen.

Wissenschaftliche
Begutachtung:
David Marqués
Ibañez, EZB

lich zum Entstehen der finanziellen Ungleichgewichte beigetragen haben könnte, die letztlich zur Krise führten. Dies impliziert, dass die Geldpolitik über ihren Einfluss auf die Vermögenspreise, auf die Volatilität auf den Finanzmärkten und auf die Risikowahrnehmung insgesamt zum Entstehen der finanziellen Ungleichgewichte beigetragen haben könnte. Im Sinn dieser Hypothese folgt daraus, dass die Geldpolitik – sofern sie nicht aktiv gegensteuert („leaning against the wind“) – in Wechselwirkung mit der Finanzmarktregulierung und der Risikobewertung auf den Märkten indirekt zum Entstehen finanzieller Ungleichgewichte beitragen kann.

In der vorliegenden Studie werden potenzielle Mechanismen des Risikoneigungskanals beleuchtet. Insbesondere werden dabei die Unterschiede zum traditionelleren Kreditkanal herausgearbeitet, denn beide werden (wenn auch in unterschiedlicher Weise) von Veränderungen des Risikos und der Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer beeinflusst.⁴

Weiters wird in der Studie ein Überblick über die empirische Literatur zu dem beschriebenen Mechanismus geboten. Darüber hinaus wird neue empirische Evidenz für die Existenz dieses geldpolitischen Transmissionskanals vorgestellt. Insbesondere wird der Hypothese nachgegangen, dass über einen langen Zeitraum niedrige Zinsen die Banken dazu verleiten, risikoreichere Geschäfte einzugehen. Anhand eines (durch die Zuordnung von Kreditnehmern zu Kreditgebern einzigartigen) Datensatzes aus dem Kreditregister der OeNB wird gezeigt, dass die (berechneten) erwarteten Ausfallraten in den Unternehmenskreditportfolios der österreichischen Banken infolge der niedrigen Refinanzierungs-

sätze im Zeitraum 2003 bis 2005 signifikant anstiegen (um etwa 9 Basispunkte von 0,53% auf 0,62%). Einerseits werden die Auswirkungen der mehr als zwei Jahre geltenden Niedrigzinsphase (und nicht der vierteljährlichen Veränderungen der Refinanzierungssätze) auf die Wirtschaft untersucht. Andererseits wird mittels eines einzigartigen Kreditgeber-/Kreditnehmerdatensatzes das Risiko für das Kreditportfolio der Kreditgeber gemessen (und nicht das Risiko einzelner Kreditnehmer). Dadurch kann der Teil der Risikoposition eines Kreditgebers, der in der Datenbasis abgebildet ist, besser erfasst werden. Drittens wird im Zuge eines sogenannten „natürlichen Experiments“ eine Kausalbeziehung zwischen unterschiedlichen Zinsphasen und der hier verwendeten Risikomessgröße festgestellt.

1 Risikoneigungskanal und seine Implikationen

1.1 Risikoneigungskanal in Abgrenzung zum Kreditkanal

Als Risikoneigungskanal der geldpolitischen Transmission (im engeren Sinn) wird die Verstärkung von (expansiver) Geldpolitik durch Änderungen der Risikobereitschaft der Banken bezeichnet. Dabei wird infolge der niedrigen Zinssätze nicht nur eine größere Anzahl von Unternehmen und Projekten als kreditwürdig eingestuft; vielmehr lockern auch die Banken ihre Kreditkonditionen bzw. erhöht sich ihre Risikobereitschaft. Der Risikoneigungskanal umfasst mehr als nur zinsatzänderungsbedingte Reinvermögensänderungen bei Kreditgebern und -nehmern. Eine prozyklische Veränderung des Reinvermögens aufgrund von Veränderungen des Sicherheitenwerts und der Risikoprämien wird als Kredit-

⁴ Zum Beispiel Bernanke und Blinder (1988) sowie Bernanke und Gertler (1995).

kanal bezeichnet (Bilanz- und Bankkreditkanal), und dessen realwirtschaftliche Implikationen unterscheiden sich deutlich von jenen des Risikoneigungskanals.

Für ein besseres Verständnis des Begriffs Risikoneigungskanal ist zuerst eine Definition von „Risikobereitschaft“ erforderlich. Im gegebenen Kontext steht Risikobereitschaft für das Ausmaß an Unsicherheit, das Kreditgeber für ihr Portfolio in Kauf zu nehmen bereit sind. Bei einer Bank wird diese Unsicherheit unter anderem mit dem Verhältnis von risikoreichen zu risikolosen Vermögenswerten in ihrem Portfolio, das heißt in der gesamten Bilanzsumme, gemessen. Da sich diese Portfoliozusammensetzung nicht immer bestimmen lässt, kamen in der bestehenden empirischen Fachliteratur verschiedene alternative Messgrößen für die Risikotoleranz einer Bank zum Einsatz. Die verwendeten Messgrößen basieren unter anderem auf (1) der Volatilität der Gewinne einer Bank,⁵ (2) dem Ausfallrisiko einer Bank,⁶ sowie (3) dem Verhältnis von risikogewichteten Aktiva zur Bilanzsumme.⁷ Als alternative Messgröße wird in Kapitel 3 dieses Beitrags die erwartete Ausfallrate des Kreditportfolios einer Bank vorgestellt.

Das Risikoausmaß, das ein Kreditgeber zu einem bestimmten Zeitpunkt einzugehen bereit ist, hängt von seinen Erwartungen über künftige Entwicklungen sowie von seiner Risikowahrnehmung und -einstellung ab. Änderungen des generellen Zinsregimes – z. B. von der Geldpolitik verursacht – wirken sich auf Erwartungen und Risiko-

wahrnehmung insgesamt aus; dies wiederum hat Auswirkungen auf die Realwirtschaft, und zwar einerseits über den Erwartungskanal und andererseits über Bewertungsänderungen bei Aktiva, was ein wichtiges Element des Kreditkanals ist. Daher ist es wichtig zu unterscheiden, ob Veränderungen der Risikoposition auf eine geänderte Risikowahrnehmung und geänderte Erwartungen zurückzuführen sind oder auf eine geänderte Risikobereitschaft und Risikotoleranz.⁸

Wenn die Bonität eines Kreditnehmers aufgrund geänderter Erwartungen oder infolge von Bewertungsänderungen bei den gestellten Sicherheiten anders beurteilt wird als zuvor, dann kommt der Kreditkanal zum Tragen. Im Fall einer Zinserhöhung würde zudem die Wahrscheinlichkeit steigen, dass der Kreditnehmer seinen Kredit nicht zurückzahlen kann, weshalb die Banken das Kreditangebot für den Kreditnehmer tendenziell drosseln würden. Bei einer Zinssenkung hingegen verbessert sich die Risikowahrnehmung, sodass die Vermögenswerte steigen, und somit legen auch die gestellten Sicherheiten und das Reinvermögen der Kreditnehmer wertmäßig zu. In diesem Fall verbessert sich das Rating des Unternehmens bzw. seiner Aktiva, denn bei einem niedrigeren Zinssatz können mehr Projekte finanziert werden, und daher steigt auch der Wert des Unternehmens bzw. der Wert der Aktiva. Unter diesen Umständen ist eine Bank – bei gleichbleibender Risikotoleranz – bereit, das Kreditangebot auszuweiten, und verbessert damit möglicherweise sogar ihre eigene Risikoposition.

⁵ De Nicolò et al. (2010).

⁶ Altunbas et al. (2010).

⁷ De Nicolò et al. (2010).

⁸ Hier wird zwischen Erwartungen und Risikowahrnehmung in dem Sinn unterschieden, dass eine Bank allgemeine künftige Entwicklungen und ihre eigene Situation unterschiedlich einschätzen kann.

Im Unterschied dazu bezieht sich der Risikoneigungskanal auf den Anreiz der Banken, bei der Kreditvergabe Risiken einzugehen. Insbesondere wird angenommen, dass die Risikobereitschaft der Banken zunimmt, das heißt, dass die Banken *ceteris paribus* bereit sind, höhere Risiken einzugehen bzw. das Kreditangebot bei gleichbleibendem Risiko auszuweiten.

1.2 Was sind die Auslöser des Risikoneigungskanals?

Hinsichtlich der Beantwortung der Frage über die Auslöser des Risikoneigungskanals muss man sich zuvor über die Determinanten der Risikobereitschaft im Klaren sein. Aufgrund von Agency-Problemen und informationsbedingten Friktionen hängt die Risikobereitschaft von Ertragserwartung, Risikowahrnehmung und Risikoeinstellung ab. Es gibt viele Belege dafür, dass alle drei Faktoren subjektiv und damit von Individuum zu Individuum verschieden sind. Risikowahrnehmung und Ertragserwartungen einer einzelnen Bank werden jedoch angesichts des Einsatzes von Ratingsystemen nicht ausschließlich durch subjektive Faktoren bestimmt. Zudem dürften Veränderungen in der Risikowahrnehmung über den Kreditkanal zum Tragen kommen, die sich auf die Bewertung der Aktiva und die Ertragserwartungen auswirken; der Risikoneigungskanal bezieht sich jedoch wie erwähnt auf Veränderungen in der Risikoeinstellung und Risikotoleranz. Es stellt sich daher die Frage, welche Faktoren zu einer Veränderung der Risikoeinstellung auf institutioneller Ebene führen und wie diese Veränderung gemessen werden kann.

Der Risikoneigungskanal wurde erstmals von Borio und Zhu (2008) beschrieben. Ihnen zufolge wirkt sich eine expansive Geldpolitik über drei Faktoren auf die Risikobereitschaft aus,

und zwar (1) über die Auswirkungen niedriger Zinsen auf Bewertung, Erträge und Cashflow, (2) über das Renditestreben der Banken, sowie auf den Finanzmarkt im Allgemeinen, aufgrund einer niedrigen Gewinnspanne in Niedrigzinsphasen („search for yield“), sowie (3) über die Kommunikationspolitik und die Reaktionsfunktion der Zentralbank. Wie bereits erwähnt, ist der erste Faktor dem Kreditkanal zuzuordnen. Die beiden anderen Faktoren hingegen sind tatsächlich neu und stellen daher die zentralen Elemente des Risikoneigungskanals dar.

Diese beiden von Borio und Zhu (2008) genannten Faktoren – Renditestreben sowie Kommunikationspolitik und Reaktionsfunktion der Zentralbank – wurden davor im Transmissionsmechanismus nicht bzw. nicht explizit berücksichtigt. Das Renditestreben der Banken scheint eine wichtige Rolle bei der übermäßigen Kreditgewährung zu spielen. Bei diesem Anreizmechanismus steigern niedrige Zinsen die Attraktivität von risikoreicheren Anlageformen, da die Banken (und im Allgemeinen Finanzinstitute) dazu angehalten sind, ihre durchschnittlich erzielten Renditen zu erhöhen. Zur Steigerung ihrer Renditen tätigen die Banken daher bei niedrigen Zinsen *ceteris paribus* risikoreichere Veranlagungen. Rajan (2006) zufolge ist dieser Effekt darauf zurückzuführen, dass Finanzinstitute ihren Kunden sowie ihren Eigentümern bestimmte Renditen zusichern und damit vertraglich im Vorfeld fixierte Verbindlichkeiten eingehen. Weiters weist Rajan (2006) darauf hin, dass unter Umständen auch die Anreizstruktur für Bankmanager einen Einfluss auf die Risikoverlagerung hat.

Der dritte in Borio und Zhu (2008) genannte Faktor ist die Glaubwürdigkeit der Zentralbank. Die Autoren orten

einen Moral-Hazard-Effekt, wenn die Reaktionsfunktion von Zentralbanken im Fall von Verlusten tendenziell asymmetrisch ist, das heißt, Notenbanken reagieren schneller und heftiger auf Kursverluste als auf Kursgewinne (kein „leaning against the wind“). Dann würde die Risikobereitschaft bei Zinssenkungen stärker ansteigen als sie bei entsprechenden Zinserhöhungen sinken würde („Versicherungseffekt“).

Andere Autoren, etwa Berger und Udell (2003), führen das „institutionelle Gedächtnis“ als Erklärung für die Prozyklizität der Kreditvergabe der Banken an. Gemäß diesen Autoren gibt es zahlreiche Belege dafür, dass Banken bei einem Wirtschaftsaufschwung mehr Risiken eingehen. Als Grund für dieses Verhalten wird angeführt, dass Banken im Verlauf ihres eigenen Kreditzyklus die Kreditvergaberichtlinien lockern und immer weniger in der Lage sind, potenzielle Probleme bei Krediten zu erkennen. Interessant an dieser Theorie ist, dass sie bei den Risikobereitschaftsentscheidungen der Banken den menschlichen Faktor sowie Elemente aus der Verhaltensökonomik berücksichtigt. Tatsächlich lassen sich einige Faktoren nennen, die unter Umständen zu einer verstärkten Risikobereitschaft führen, etwa Moral Hazard, „habit formation“,⁹ eingeschränkte Rationalität oder „animal spirits“.

1.3 Implikationen für Geldpolitik und Finanzmarktstabilität

Existiert der Risikoneigungskanal, wird durch ihn die Wirkung geldpolitischer Entscheidungen potenziell verstärkt. Eine expansive Geldpolitik etwa führt dann auch zu Änderungen in der Risikoeinstellung der Kreditgeber und wirkt dadurch noch expansiver. Das kann über eine Lockerung der Kredit-

richtlinien stattfinden, was zu stärkerer Kreditvergabe führen kann. Dieser Verlauf war in den von niedrigem Zinsniveau gekennzeichneten Vorkrisenjahren zumindest in manchen Ländern zu beobachten.

Bedeutsamer aus Sicht der Geldpolitik ist jedoch die Frage, ob der Risikoneigungskanal die anderen Kanäle der geldpolitischen Transmission verstärkt oder abschwächt. Auf den ersten Blick sieht es so aus, als würde der Risikoneigungskanal den Kreditkanal und eventuell den Erwartungskanal verstärken. Damit wäre der Effekt niedriger Zinsen auf die Realwirtschaft bislang unterschätzt worden. Ob bei einer Erhöhung der Zinssätze ein symmetrischer Effekt entsteht, bleibt abzuwarten.

Der Risikoneigungskanal wurde von Borio und Zhu (2008) als das Missing Link zwischen Geldpolitik und Finanzmarktstabilität bezeichnet. Über ihren Einfluss auf die Vermögenspreise und deren Volatilitäten hat die Geldpolitik Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität. Unter Berücksichtigung des Risikoneigungskanals kann sich eine „allzu erfolgreiche“ Geldpolitik möglicherweise nachteilig auf die Finanzmarktstabilität auswirken, wenn sie eine übermäßige Kreditvergabe begünstigt.

Berger und Udell (2003) zufolge ist der Risikoneigungskanal vor allem deshalb problematisch, weil die von den Banken während eines Wirtschaftsaufschwungs übernommenen höheren Risiken erst mit einer gewissen Verzögerung sichtbar werden, das heißt, erst wenn Probleme bei der Kreditrückzahlung auftreten. Der Aufbau finanzieller Ungleichgewichte während einer Niedrigzinsphase bleibt daher möglicherweise unbemerkt. Kommt es dadurch zu einer übermäßigen Kreditvergabe

⁹ Altunbas et al. (2010).

kann sich diese destabilisierend auf die Wirtschaft auswirken; und zwar vor allem dann, wenn das Verhalten der Banken untereinander korreliert ist.

Daraus folgt, dass dem Faktor Risiko im Zusammenspiel zwischen Niedrigzinsphasen und Finanzmarktstabilität eine entscheidende Rolle zukommen kann. *Ceteris paribus* können Veränderungen in der generellen Risikobewertung zu einer Abschwächung oder Verstärkung sämtlicher Transmissionskanäle der Geldpolitik (Zinskanäle, Bankkreditkanal, Bilanzkanal) führen. Sicher ist aber, dass sie durch den Risikoneigungskanal verstärkt werden, sodass die Auswirkungen einer expansiven Geldpolitik unter Umständen unterschätzt werden. Über ihren Einfluss auf die Vermögenspreise, auf die Volatilität der Finanzmärkte und allgemein auf die Risikowahrnehmung kann die Geldpolitik dazu beitragen. Wenn die Geldpolitik nicht aktiv (und effektiv) gegensteuert („leaning against the wind“) bzw. gegensteuern kann, könnte sie indirekt zum Entstehen von finanziellen Ungleichgewichten beitragen.

2 Empirische Evidenz für andere Länder

Da die Hypothese eines Risikoneigungskanals erst vor relativ kurzer Zeit formuliert wurde, gibt es bislang nur wenig empirische Evidenz zu seiner Bedeutung. Seine Existenz ist schwer nachzuweisen, da die Effekte des Risikoneigungskanals kaum losgelöst von jenen anderer Transmissionskanäle betrachtet werden können. Darüber hinaus ist Risikomessung für sich genommen keineswegs trivial. Im Folgenden werden einige von anderen Autoren verwendete Strategien und deren Ergebnisse vorgestellt.

Diese Studien lassen sich zwei Kategorien zuordnen: Die einen versuchen den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Risiko mithilfe von Makrodaten zu erfassen, die anderen analysieren das Verhalten der Banken auf Basis von Mikrodaten.

In der Gruppe der Makrostudien ist die Analyse von Bekaert et al. (2010) insofern einzigartig, als darin erstmals direkte Evidenz dafür erbracht wird, dass die Geldpolitik einen systematischen Einfluss auf die wahrgenommene Risikoaversion der Investoren ausübt. In ihrer strukturellen VAR-(vektorautoregressiven) Analyse zeigen die Autoren, dass die expansive Geldpolitik in den USA im Zeitraum Jänner 1990 bis Juli 2007 mittelfristig zu einem Abnehmen der Risikoaversion (gemessen am VIX-Index¹⁰) führte, jedoch scheinbar keinen Einfluss auf die – an der Volatilität der Aktienkurse gemessene – Unsicherheit ausübte. Andererseits gelangen sie zu dem Schluss, dass auf Phasen großer Unsicherheit eine Lockerung des geldpolitischen Kurses folgt.

Andererseits zeigen Angeloni und Faia (2009) ebenfalls anhand eines strukturellen VAR-Modells, dass eine Leitzinssatzsenkung sowohl in den USA als auch im Euroraum über rund zwei Jahre einen signifikant positiven Einfluss auf das Bilanzrisiko der Banken hat.

Die Anzahl der wissenschaftlichen Arbeiten, in denen das Verhalten der Banken mittels Mikrodaten untersucht wird, hat in jüngster Vergangenheit stark zugenommen. Zumeist liefern diese Studien basierend auf Mikropaneln Daten Belege für den Effekt von Leitzinssatzänderungen auf das Kreditvergabeverhalten der einzelnen Banken.

De Nicolò et al. (2010) versuchen anhand von zwei verschiedenen Ansät-

¹⁰ Der Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) drückt die erwartete Schwankungsbreite des US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 aus.

zen eine negative Korrelation zwischen Geldpolitik und Risikobereitschaft zu belegen. Bei der ersten Anwendung wird für die USA eine negative Korrelation zwischen dem Leitzinssatz und zwei Ex-ante-Messgrößen des Bankenrisikos festgestellt. Bei den beiden Messgrößen handelt es sich um den Durchschnittswert einer bankinternen Risikokennzahl sowie die Differenz zwischen Kreditzinssätzen und dem effektiven Taggeldsatz. Beide stammen aus einer Umfrage zum Unternehmenskreditgeschäft in den USA (Survey of Terms of Bank Lending). Bei der zweiten Anwendung wird auf Basis von Quartalsabschlussdaten US-amerikanischer Banken das Verhältnis von risikogewichteten Aktiva zur Bilanzsumme als Risikomesszahl verwendet.¹¹ Unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrads der Banken, der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der Konjunkturaussichten stellen die Autoren eine starke negative Korrelation zwischen den Leitzinsen und der Risikobereitschaft der Banken fest. Für schwach kapitalisierte Banken gilt dieses Ergebnis jedoch nicht.

Zum gegenteiligen Ergebnis kommen Delis und Kouretas (2010) in einer Untersuchung, die 3.628 Banken aus dem Euroraum im Zeitraum von 2001 bis 2008 umfasst und auf Schätzungen von Risikogleichungen unter Berücksichtigung von Eigenkapitalvorschriften und Aufsichtsrahmen basiert. Als Risikomessgrößen verwenden die Autoren das Verhältnis Risikoaktiva¹² zur Bilanzsumme und den Prozentanteil der notleidenden Kredite an den insgesamt vergebenen Krediten. Zwischen dem Zinssatz und der Risikobereitschaft besteht laut den Autoren – hinsichtlich ver-

schiedener Zinssätze und Schätzmethoden sowie der Verwendung von Jahres- bzw. Quartalsdaten – eine robuste negative Korrelation. Bei gut kapitalisierten Banken ist die Risikobereitschaft jedoch niedriger.

In ihrer Analyse von Einzelkrediten aus dem spanischen Kreditregister für den Zeitraum 1984 bis 2006, in der sie die Bilanzcharakteristika, einschließlich des Verschuldungsgrads, der Banken berücksichtigen, stellen Jiménez et al. (2008) fest, dass nach Phasen akkommodierender Geldpolitik die Risikobereitschaft steigt. Ihren Ergebnissen zufolge besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit als Antragsteller mit einer schlechten bzw. gar keiner Kredithistorie, einen Kredit zu erhalten, wenn der Leitzinssatz im Quartal vor der Kreditgewährung niedrig war. Jiménez et al. (2008) kommen allerdings auch zu dem Schluss, dass der Risikogehalt des Gesamtportfolios von Banken bei niedrigen Zinsen sinkt. Dieser Effekt wäre daher eher dem Kreditkanal als dem Risikoneigungskanal zuzuordnen.

Mit der Verwendung einer umfangreichen und einzigartigen Datenbank, in der die Quartalsbilanzdaten börsennotierter Banken in der EU und den USA einer Reihe von Hilfsindikatoren für das Bankenrisiko zugeordnet werden, gehen Altunbas et al. (2010) einen Schritt weiter. Ihr Regressionsansatz ist dem in Jiménez et al. (2008) verwendeten Ansatz sehr ähnlich. Unter Berücksichtigung einer Vielzahl von Aggregat-, Banken- und Firmencharakteristika stellen sie fest, dass es infolge niedriger oder (gemessen an der Abweichung von der Taylor-Regel) zu niedriger Leitzinssätze bei der Unternehmenskreditvergabe zu erhöhter

¹¹ Diese Zahl ist umso näher an 1, je höher das Risiko im Portfolio ist.

¹² Die Risikoaktiva sind als Bankaktiva ausgenommen Bargeld, Staatsanleihen und Forderungen gegenüber anderen Banken definiert.

Risikobereitschaft seitens der Banken kommt. Ihr wichtigstes Maß für den Risikogehalt eines Kredits ist die erwartete Ausfallhäufigkeit (Expected Default Frequency – EDF). Bei diesem von Moody's KMV bereitgestellten Indikator handelt es sich um einen Vorlaufindikator des Kreditrisikos, der auf dem von Merton (1974) zur Preisermittlung von Unternehmensanleihen entwickelten Modell basiert.¹³

Maddaloni und Peydró (2010) befassen sich mit einem anderen interessanten Aspekt des Risikoneigungskanals und seinen Grundlagen auf der Mikroebene. Anhand der Ergebnisse von Umfragen zum Kreditgeschäft im Euroraum und in den USA weisen sie nach, dass die Banken auf die niedrigen Leitzinsen im Zeitraum 2003 bis 2005 mit einer deutlichen Lockerung ihrer Kreditrichtlinien reagierten. Die Autoren dokumentieren zwar die Auswirkungen dieser Vorgehensweise und die darauffolgende Krise in verschiedenen Ländern, zur Risikosituation der Banken nach der Lockerung ihrer Kreditvergabepolitik äußern sie sich jedoch nicht.

Diesbezügliche Entwicklungen außerhalb der USA und Europas werden nur in Ioannidou et al. (2009) untersucht. Die Autoren kommen dabei für die Kreditvergabepolitik bolivianischer Banken als Reaktion auf Leitzinssatzänderungen in den USA zu ähnlichen Ergebnissen wie die zuvor genannten Studien. Insbesondere können die Autoren die Annahme nicht verwerfen, dass die Wahrscheinlichkeit für die

Vergabe von Krediten an Schuldner mit geringer Bonität bei niedrigen Leitzinsen steigt. Ein für diese Studie einzigartiges Ergebnis ist, dass die Risikoprämien für derartige Kredite mit steigender monatlicher Ausfallwahrscheinlichkeit nicht erhöht werden (sie können sogar noch sinken). Daraus schließen die Autoren, dass die Banken das zusätzlich übernommene Risiko offenbar nicht einpreisen. Dieses Ergebnis ist insofern interessant, als es der landläufigen Begründung des Renditestrebens für die erhöhte Risikobereitschaft in den USA im letzten Jahrzehnt entgegensteht.

3 Empirische Evidenz für Österreich

In diesem Kapitel wird lediglich ein bestimmter Aspekt des vorher dargestellten Risikoneigungskanals analysiert. Dazu wird ein durch die Zuordnung von Kreditnehmern zu Kreditgebern einzigartiger Datensatz verwendet, in dem ein signifikanter Teil der österreichischen Unternehmenskredite berücksichtigt ist.¹⁴ Mithilfe dieses Datensatzes soll eingeschätzt werden, ob die relative historische Niedrigzinsphase des Zeitraums 6. Juni 2003 bis 6. Dezember 2005 – in dem der Refinanzierungssatz der EZB auf einem, aus der damaligen Perspektive, historischen Tiefstand von 2 % p. a. lag¹⁵ – einen signifikanten Einfluss auf das, seitens der Banken in ihren Unternehmenskreditportfolios, eingegangene Risiko hatte.

Die hier angewendete Vorgehensweise ist am ehesten mit jener von

¹³ Moody's EDF ist ein weitverbreiteter Indikator des Kreditrisikos, der nicht nur von Banken, sondern auch von Notenbanken und Regulierungsbehörden verwendet wird (z. B. EZB, 2010). Weiters hat er sich als gutes Vorhersagemodell während der Krise behauptet (Munves et al., 2009).

¹⁴ Die im vorliegenden Datensatz erfassten Unternehmenskredite decken im Durchschnitt über den Zeitraum von 2000 bis 2008 etwa 43 % aller österreichischen Unternehmenskredite ab. Unternehmenskredite machten in diesem Zeitraum im Durchschnitt 36 % der österreichischen Bankbilanzen aus.

¹⁵ Im Vergleich zu den derzeitigen niedrigen Zinsen, erscheinen 2 % in diesem Zeitraum nicht mehr „allzu niedrig“. Wenn man aber bedenkt, dass damals die Output-Lücke viel positiver war, während die Inflation höher war, ist der damalige Realzinssatz im Vergleich niedriger als der jetzige Realzinssatz.

Altunbas et al. (2010) und De Nicolò et al. (2010) vergleichbar: Für ihre Schätzung des Effekts der Leitzinsen auf die erwartete Ausfallhäufigkeit bzw. die risikogewichteten Aktiva der Banken verwenden beide Studien Messgrößen für die Risikoposition der Banken, die dem in dieser Studie verwendeten Ansatz zur Risikoeinschätzung von Unternehmenskreditportfolios ähnelt. In der vorliegenden Studie wird jedoch versucht, den Effekt einer bestimmten geldpolitischen Phase – im Gegensatz zu kurzfristigen Zinsänderungen auf Quartalsbasis – zu erfassen. Dies ist ein wesentlicher Aspekt, denn die von Borio und Zhu (2008) formulierte Hypothese über den Risikoneigungskanal bezieht sich auf Phasen, in denen die Leitzinsen „über einen zu langen Zeitraum zu niedrig“ sind.

Kapitel 3 ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 3.1 werden die verwendeten Datenquellen beschrieben, in Abschnitt 3.2 die Messgröße für den Risikogehalt des Kreditportfolios der Banken. Der empirische Ansatz und die Ergebnisse werden in Abschnitt 3.3 vorgestellt.

3.1 Datensatz

Die Kreditnehmerinformationen stammen aus den Jahresbilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen österreichischer Unternehmen, die die OeNB im Zusammenhang mit ihrer Refinanzierungstätigkeit erhebt. Zusätzlich dazu erfasst die OeNB in der Großkreditevidenz (GKE) die monatlichen Meldungen der Banken zu Krediten über mehr als 350.000 EUR.¹⁶ Die streng vertraulichen Einzeldaten zu Firmen und Banken stehen für die Schätzungen nur in anonymisierter Form zur Verfügung. Darüber hinaus

müssen die Daten vor ihrer Veröffentlichung aggregiert werden, damit sie den Datenschutzbestimmungen entsprechen.

Diese beiden Datensätze ermöglichen eine Zuordnung der Charakteristika jedes einzelnen Kreditnehmers zu den jeweils von den Kreditgebern bereitgestellten Darlehen und anderen Formen von Bankkrediten. Bedauerlicherweise enthält der Datensatz mit Jahresbilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen nicht alle Firmen, deren finanzielle Verbindlichkeiten in der GKE-Stichprobe erfasst sind. Das liegt daran, dass die Meldung zu Bilanzdaten sowie Gewinn- und Verlustrechnungen – im Unterschied zu den gesetzlich verpflichtenden GKE-Meldungen – auf freiwilliger Basis erfolgt. Folglich ist die verwendete Unternehmensstichprobe zugunsten relativ großer und finanziell solider Unternehmen verzerrt, und daher sind alle Schätzergebnisse der vorliegenden Studie bezüglich Risikoverhalten als Untergrenze für die tatsächlichen Werte zu interpretieren.

Neben den Jahresbilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen wird auch der Eintritt der Insolvenz (sowie gegebenenfalls das Datum der Konkureröffnung) einzelner Schuldner berücksichtigt. In der rund 8.000 österreichische Firmen umfassenden Stichprobe (1994 bis 2008) waren insgesamt 533 Konkurse zu verzeichnen, die als Proxy für den Zahlungsausfall verwendet werden. Die niedrige Anzahl der Konkurse ist nicht überraschend angesichts der Tatsache, dass sich der verwendete Datensatz aus relativ großen und finanzkräftigen Unternehmen zusammensetzt.

¹⁶ Nähere Informationen sind der Richtlinie zur Großkreditevidenzmeldung unter http://www.oenb.at/de/img/gke-richtlinie-20080729-d-1_tcm14-88440.pdf zu entnehmen.

3.2 Messung des Risikos im Kreditportfolio der Banken

Für die Einschätzung der Effekte einer Niedrigzinsphase auf die Risikobereitschaft der Banken wird eine Messgröße konstruiert, mit der die Risikoposition auf Einzelbankebene zu jedem beliebigen Zeitpunkt ermittelt werden kann. In früheren, auf Kreditnehmer-/Kreditgeberdaten basierenden empirischen Untersuchungen des Risikoneigungskanals wurde zumeist der Risikogehalt einzelner Kredite oder Aktiva verwendet. Daher weisen solche Studien einen Anstieg des Risikos bei neu vergebenen Einzelkrediten aufgrund von günstigeren Refinanzierungsbedingungen nach. Mit diesen Ergebnissen ist jedoch noch kein ausreichender Nachweis dafür erbracht, dass die Banken insgesamt ein höheres Risiko eingingen. Es könnte auch sein, dass die riskanteren neuen Kredite durch andere Veranlagungen des Kreditgebers völlig abgesichert waren. Daher wird in der vorliegenden Studie in Anlehnung an Altunbas et al. (2010) sowie De Nicolò et al. (2010) eine Risikokennzahl für das gesamte hier erfasste Unternehmenskreditportfolio jeder Bank errechnet. Diese Kennzahl entspricht aber nicht der Gesamtrisikoposition des Kreditgebers, da die Unternehmenskredite in den Bilanzen der meisten österreichischen Banken zwar einen wichtigen, aber nur einen Posten unter mehreren, darstellen.¹⁷

In einem ersten Schritt wird die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability

of Default – PD) für alle Firmen der Stichprobe anhand der Jahresbilanzen sowie der Gewinn- und Verlustrechnungen geschätzt. Als Approximation für den Zahlungsausfall werden die Konkurse aus der Stichprobe herangezogen, was ein sehr konservatives Maß ist. Grundsätzlich wäre ein breiteres Maß, wie etwa Zahlungsverzug oder ungenügende Deckung der Kreditraten und Schlechterfüllung auf Einzelkreditenebene, vorzuziehen. Da ein solches Maß nicht zur Verfügung steht, sind die Schätzwerte als Untergrenze für die tatsächliche PD jedes Kreditnehmers zu interpretieren.

Dem in Hayden (2003) verwendeten Ansatz folgend werden für jeden Kreditnehmer – unter Verwendung der zum Zeitpunkt der Schätzung verfügbaren Jahresbilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen – Logit-Modelle für jedes Jahr im Zeitraum 2000 bis 2008 geschätzt.¹⁸ Das heißt, für das Jahr 2000 werden Bilanzdaten für den Zeitraum 1994 bis 2000 herangezogen, für 2001 Daten bis 2001, usw. Mittels dieser Regressionen lassen sich die ex ante prognostizierbaren PDs der einzelnen Kreditnehmer für jeden Zeitpunkt zwischen den Jahren 2000 und 2008 schätzen (Out-of-Sample-Prognose). Für die weiteren Analysen stellen diese Schätzungen die zentralen Kennzahlen für die Einschätzung der Bonität jedes Unternehmens dar.

In der Praxis jedoch greifen Banken und andere Investoren für ihre Investitionsentscheidungen meist auf Ratings

¹⁷ Zum Beispiel, risikobehaftet und für die Gesamtrisikoposition vieler Banken wichtiger, sind zusätzlich noch vom Interbankengeschäft über die Wertpapierpositionen bis zu den Auslandsaktiva viele weitere Komponenten der Bilanz. Diese und andere mögliche bankspezifische Faktoren werden in der Untersuchung durch das Einbeziehen bankspezifischer Variablen berücksichtigt.

¹⁸ In Hayden (2003) werden basierend auf einer Stichprobe für den Zeitraum 1987 bis 1999 PDs zur Bewertung alternativer Ratingmodelle für österreichische Unternehmen geschätzt. Nähere Informationen zum Schätzverfahren sind Gaggli und Valderrama (2011) zu entnehmen. Die Ergebnisse in dieser Analyse beruhen auf PDs für einen dreijährigen Horizont. Gaggli und Valderrama (2011) analysieren auch alternative Prognosezeiträume und zeigen, dass die Effekte der Risikobereitschaft infolge von längeren Perioden günstiger Refinanzierungsbedingungen mit der Dauer des Prognosezeitraums zunehmen.

(d. h. ordinale Bewertungsskalen wie jene von Standard & Poor's oder Moody's) zurück und nicht auf direkte Schätzungen der PD jedes einzelnen Schuldners. Das liegt unter anderem daran, dass Ratings leichter interpretierbar sind als ein PD-Schätzwert. Darüber hinaus fließen in die Ratings Informationen über die Unternehmen ein, die aus den Bilanzen bzw. den Gewinn- und Verlustrechnungen nicht direkt ablesbar sind. Zur Beurteilung, ob die Unternehmenseinschätzungen der einzelnen Banken die Zulassungskriterien für Refinanzierungsgeschäfte erfüllen, entwickelte die OeNB daher eine Ratingskala mit PD-Werten für 21 Risikoklassen. In der Skala können die von der OeNB geschätzten PD-Werte sowie die von den Banken auf Basis ihrer internen Ratingmodelle gemeldeten PD-Schätzwerte harmonisierten Risikoklassen zugeordnet und verglichen werden. Außerdem lassen sich diese Risikoklassen auch jeweils äquivalenten S&P-Ratings zuordnen. Zur Veranschaulichung der Verteilung der von den österreichischen Banken vergebenen Unternehmenskredite auf die in der Praxis verwendeten Risikoklassen werden die Schätzwerte für die PDs jedes Kreditnehmers einem Risikoring innerhalb der OeNB-Ratingskala zugeordnet.

Nach der Zuordnung jedes Unternehmens zu einer Risikoklasse lässt sich über den Anteil der pro Risikoklasse vergebenen Kredite die Risikozusammensetzung im Unternehmenskreditportfolio jeder Bank für jeden Zeitpunkt veranschaulichen. In der hier

verwendeten Stichprobe mit Unternehmens-Bank-Paaren werden diese Anteile für den Zeitraum von Jänner 2000 bis August 2008 monatlich berechnet.¹⁹

Grafik 1 (linke Abbildung) stellt die zuvor genannten Anteile für die österreichische Durchschnittsbank in der Stichprobe dar.²⁰ Als Referenzwert (horizontale Linie) ist auch die Gleichverteilung über alle Risikoklassen hinweg abgebildet. Der Großteil der von der österreichischen Durchschnittsbank vergebenen Unternehmenskredite wurde demzufolge an Firmen der Risikoklassen 3 bis 15 vergeben. Jedoch wurde auch ein nicht zu vernachlässigender Anteil an die Risikoklassen 16 und darüber vergeben. Die Grafik zeigt die Risikozusammensetzung bei den Unternehmenskrediten der durchschnittlichen österreichischen Bank anhand der OeNB-Ratingskala; diese Verteilung ist jedoch nicht mit einer kardinalen Risikomessgröße gleichzusetzen. Aus Grafik 1 (linke Abbildung) geht daher nicht das relative Risiko einzelner Risikoklassen hervor. Damit ist es sehr schwierig, anhand der Veränderungen in dieser Verteilung Veränderungen der Risikobereitschaft zu messen, denn die Form der Verteilung hängt stark von der Ausgestaltung der zugrunde liegenden Ratingskala ab.

Aus diesem Grund soll hier – anstatt die Verteilung in Grafik 1 (linke Abbildung) analytisch zu betrachten – eine einzige kardinale Messgröße für den Risikogehalt im Unternehmenskreditportfolio einer Bank ermittelt werden. Grafik 1 (rechte Abbildung) veranschaulicht die zugrunde liegende

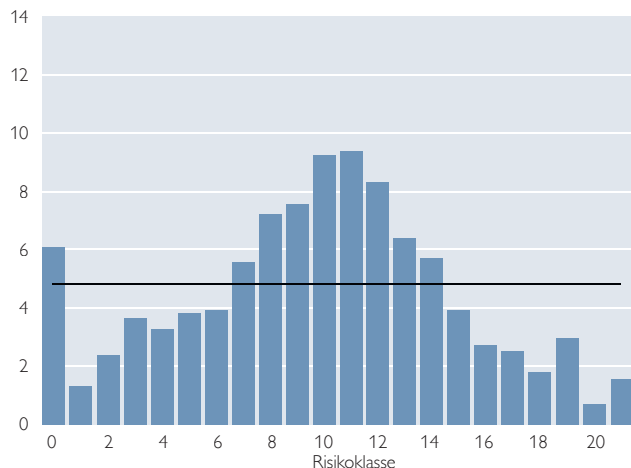
¹⁹ Da die genaue Spezifikation der OeNB-Ratingskala der Geheimhaltung unterliegt, kann sie hier nicht vorgestellt werden. Sämtliche in der vorliegenden Studie präsentierten zentralen empirischen Ergebnisse sind allerdings von der genauen Spezifikation der OeNB-Ratingskala unabhängig; die Skala wird ausschließlich zur Verdeutlichung der Ergebnisse eingesetzt.

²⁰ Die Analyse beschränkt sich auf den Zeitraum bis zum Zusammenbruch von Lehman Brothers, da potenzielle Auslöser der darauffolgenden Krise, nicht aber die Krise selbst, untersucht werden sollen. Nähere Informationen zur Erstellung aller in dieser Studie angeführten Risikomessgrößen sind Gaggli und Valderrama (2011) zu entnehmen.

Kreditportfolio der österreichischen Durchschnittsbank und erwartete Ausfallraten

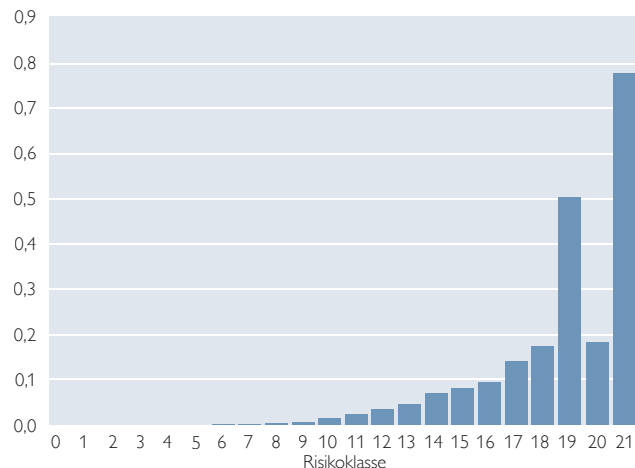
Anteil der Kredite (Durchschnitt)

Kredite in % (Durchschnitt)



Erwartete Ausfallrate (Durchschnitt)

Kredite in % (Durchschnitt)



Quelle: eigene Berechnungen.

Idee: Hier wurde der Kreditanteil pro Risikoklasse mit der durchschnittlichen PD der jeweiligen Risikoklasse gewichtet. Dieses Maß, das den Anteil der gefährdeten Kreditsumme ausdrückt, wird als die erwartete Ausfallrate der jeweiligen Risikoklasse interpretiert. Diese alternative Darstellung zeigt, dass nur die Vergabe von Krediten an sehr hohe Risikoklassen tatsächlich zu signifikanten Quoten der zu erwartenden Verluste führt und die resultierende Verteilung folglich kardinal interpretiert werden kann.

Durch Addition dieser Ausfallraten über alle Risikoklassen hinweg erhält man eine kardinale Kennzahl für die berechnete erwartete Ausfallrate des gesamten Unternehmenskreditportfolios einer Bank.²¹ Auf Basis der vorliegenden PD-Schätzungen für einen Drei-Jahres-Horizont beläuft sich die erwartete Ausfallrate für die österreichische Durchschnittsbank in der Stichprobe im Zeitraum 2000 bis 2008 auf 0,52 %.

Im Folgenden soll anhand dieser Kennzahl auf Einzelbankebene eingeschätzt werden, ob sich längere Phasen mit extrem akkommodierender Geldpolitik auf das Risikoausmaß in den Unternehmenskreditportfolios der Banken auswirken.

3.3 Auswirkungen von „zu niedrigen“ Zinsen über einen „zu langen“ Zeitraum: ein natürliches Experiment

Zur Beantwortung der Frage, ob „zu niedrige Zinsen über einen zu langen Zeitraum“ zu einer Erhöhung der Risikopositionen der heimischen Banken führen, wurde in der vorliegenden Studie das empirische Difference-in-Differences-Verfahren angepasst. Das Verfahren erfreut sich aufgrund der richtungweisenden Arbeit von Card und Krueger (1994) in der angewandten empirischen Mikroökonomie großer Beliebtheit. Es ist immer dann von Nutzen, wenn man die Effekte einer für alle Betroffenen

²¹ Diese Kennzahl soll ähnliche Informationen liefern wie die von Moody's KMV bereitgestellte Expected Default Frequency und weist starke Ähnlichkeit zur in De Nicolò et al. (2010) verwendeten Quote der risikogewichteten Aktiva auf. Zu beachten ist jedoch, dass das hier verwendete Maß von der genauen Definition der zugrunde liegenden Ratingskala unabhängig ist.

gleich wirksamen diskreten Politikmaßnahme analysieren möchte. In der vorliegenden Analyse sind die Banken die Betroffenen, und der geldpolitische Kurs der EZB repräsentiert die Politikmaßnahme. Der der Methode zugrunde liegende Gedanke lässt sich am besten anhand eines randomisierten medizinischen Experiments erläutern. Angenommen, man möchte die Wirksamkeit von Aspirin als fiebersenkendes Mittel testen. Zu diesem Zweck werden in einer Arztpraxis die Patienten nach dem Zufallsprinzip in zwei Gruppen geteilt. Nachdem bei allen Patienten die Körpertemperatur gemessen wurde, erhält die eine Gruppe tatsächlich Aspirin (Interventionsgruppe) und die andere Gruppe bekommt ein Placebo (Kontrollgruppe).²² Anhand einer neuerlichen Temperaturmessung nach Ablauf einer Stunde wird sowohl für die Interventionsgruppe als auch für die Kontrollgruppe die Differenz der Durchschnittstemperatur festgestellt. In Folge lässt sich die Wirksamkeit von Aspirin als fiebersenkendes Mittel an der Differenz zwischen den beiden Differenzen ablesen. Die Schwierigkeit bei der Anwendung dieser Methode auf ökonomische Fragestellungen besteht darin, pseudorandomisierte Gruppen zu definieren, was üblicherweise als das Design eines „natürlichen Experiments“ bezeichnet wird.

In der vorliegenden Studie soll nun analysiert werden, wie sich ein bestimmter geldpolitischer Kurs (das Aspirin im zuvor genannten Beispiel) auf die Risikobereitschaft der Banken (Änderungen der Körpertemperatur

bei den Patienten) auswirkt. Anhand der Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB lässt sich leicht eine Phase mit historisch niedrigen Zinsen identifizieren: Der Zeitraum von 6. Juni 2003 bis 6. Dezember 2005 ist gut geeignet, denn die Refinanzierungssätze waren bis dahin noch nie so niedrig und wurden auch noch nie über einen so langen Zeitraum unverändert beibehalten.²³

In einem ersten Schritt wird eine Pseudorandomisierung vorgenommen, indem die Analyse auf jene Phasen beschränkt wird, in denen die (am Refinanzierungssatz der EZB gemessene) Geldpolitik als exogen zur österreichischen Wirtschaft – bzw. in statistischer Terminologie als „zufällig“ – bezeichnet werden kann. Ob und wann die Geldpolitik aus österreichischer Sicht potenziell zu restriktiv oder zu expansiv war, soll anhand eines Vergleichs des tatsächlichen EZB-Leitzinssatzes mit einem hypothetischen „Referenzsatz“ für Österreich festgestellt werden. Wenn dieser so definiert wird, dass er einen Zinssatz misst, wie er ausschließlich auf Grundlage österreichischer Wirtschaftsdaten zustande gekommen wäre, dann ist jede Abweichung als geldpolitische Intervention zu interpretieren, die exogen zur österreichischen Wirtschaft ist. Für diesen Ansatz ist es daher von zentraler Bedeutung, eine Referenzregel zu finden, die bei der Anwendung auf Euroraum-Daten die tatsächlichen Leitzinsen der EZB sehr gut abbildet. Eine naheliegende Wahl ist eine Taylor-Regel, die Leitzinssätze anhand von Inflation und Output-Lücken

²² Die Auswahl der gesamten Gruppe entspricht zwar nicht dem Zufallsprinzip (denn alle Patienten, die zum Arzt gehen, sind krank), aber für die Zuordnung zur Interventions- bzw. Kontrollgruppe wirft der Arzt sozusagen eine Münze auf.

²³ Auch wenn nur ein Bruchteil der Banken tatsächlich an der Refinanzierung durch die Notenbank teilnimmt und daher für viele Banken die Veränderung der Zinskurve einen größeren direkten Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen hat, wird trotzdem der Abstand zwischen lang- und kurzfristigem Zinssatz durch die Geldpolitik (signalisiert durch den Refinanzierungssatz) beeinflusst.

prognostiziert.²⁴ Unter Verwendung dieses Referenzkurses wird die Abweichung von der Taylor-Regel errechnet, die als die Differenz zwischen den tatsächlichen Refinanzierungssätzen der EZB und den mit der Taylor-Regel für Österreich prognostizierten Referenzsätzen definiert ist. Damit lassen sich die Phasen identifizieren, in denen die Geldpolitik – im Sinn des hier gewählten Vorgehens – exogen zur österreichischen Wirtschaftslage war. Der Refinanzierungszinssatz der EZB wird als „restriktiv“ interpretiert, wenn die Abweichung der Taylor-Regel für Österreich weniger als –25 Basispunkte beträgt; als „expansiv“ wird er bei einer Abweichung von über 25 Basispunkten interpretiert. Die Wahl des Schwellenwerts orientiert sich an der Beobachtung, dass die EZB die Leitzinsen üblicherweise in Schritten von zumindest 25 Basispunkten verändert. Grafik 2 (linke Abbildung) zeigt die Unterteilung der verwendeten Stichprobe in Teilperioden, in denen der Refinanzierungssatz der Definition nach exogen zur österreichischen Wirtschaft war. Die Taylor-Regel-Prognosen für Österreich und den Euroraum sind ebenfalls abgebildet. Aus der Grafik geht klar hervor, dass in beinahe allen hervorgehobenen Phasen die Taylor-Regel für Österreich eine größere Abweichung

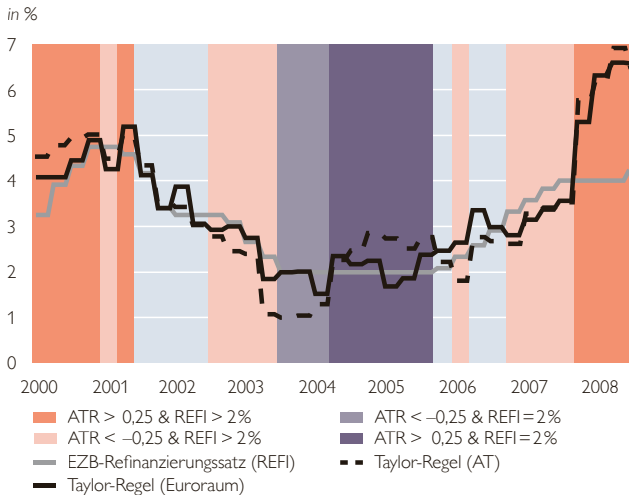
prognostiziert als jene für den Euroraum. Um sicherzustellen, dass die Aussagekraft der Ergebnisse dieser Analyse nicht durch die wenigen ausgewählten Perioden beeinträchtigt ist, in denen die Abweichungen von der Taylor-Regel für den Euroraum die tatsächlich beobachtete Geldpolitik schlechter prognostizieren als jene für Österreich, werden alternativ auch die Teilperioden ausgewählt, in denen die Abweichung von der Taylor-Regel für Österreich im Absolutwert 50 Basispunkte beträgt. Grafik 2 (rechte Abbildung) zeigt, dass bei dieser Spezifikation die Taylor-Regel für den Euroraum in keinem Fall stärker als jene für Österreich in dieselbe Richtung vom tatsächlichen EZB-Refinanzierungssatz abweicht. In den ausgewählten Teilperioden lässt sich folglich argumentieren, dass der Leitzinssatz der EZB weder direkt noch indirekt – etwa über die enge wirtschaftliche Verflechtung zwischen Österreich und Deutschland – auf die österreichische Wirtschaft ausgerichtet war.

Im nächsten Schritt wird die vom dritten Quartal 2003 bis zum Ende des vierten Quartals 2005 dauernde „Interventionsphase“ nochmals in zwei Phasen unterteilt: In der ersten Phase lagen Inflation und Output-Lücken der österreichischen Wirtschaft (Abweichung von der Taylor-Regel unter –25 Basis-

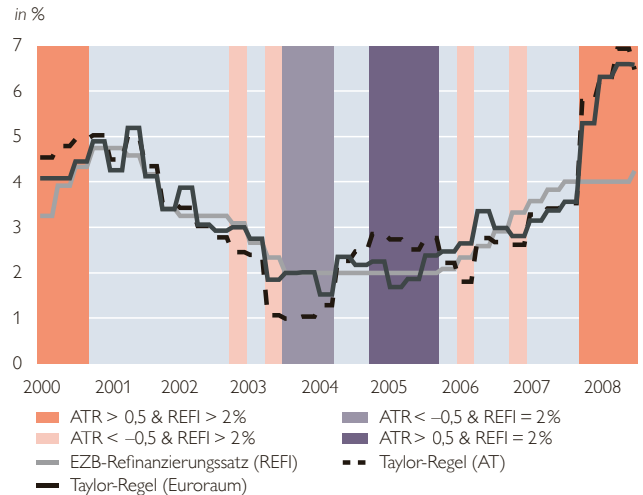
²⁴ Diese Methode wird oft, mit guten Ergebnissen, verwendet, um den Refinanzierungssatz zu modellieren. Dies bedeutet nicht, dass die EZB eine Taylor-Regel verfolgt und klarerweise muss die EZB geldpolitische Entscheidung für den gesamten Euroraum treffen und kann nicht auf die Situation in einzelnen Ländern abstellen. Aus statistischer Sicht ist dies jedoch nicht ausreichend, um einen kausalen Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Risikoverhalten der österreichischen Banken zu untersuchen. Wenn z. B. eine bestimmte geldpolitische Maßnahme (wegen seines bedeutenden Gewichts im Euroraum-Durchschnitt) stark auf Deutschland abgestimmt ist und sich die österreichische Wirtschaft zu diesem Zeitpunkt im „Gleichschritt“ mit Deutschland bewegt, so ist diese geldpolitische Maßnahme aus statistischer Sicht so zu bewerten „als ob“ sie auf Österreich ausgerichtet wäre. In einem derartigen Fall stellt eine geschätzte Korrelation zwischen einer Änderung der EZB-Geldpolitik und Geschehnissen in der österreichischen Wirtschaft keine klare Aussage über die Richtung des Einflusses dar. Details der Taylor-Regel-Spezifikationen finden sich in Gaggli und Valderrama (2011). Sie zeigen, dass die hier vorgestellten Ergebnisse verschiedenen Spezifikationen der Referenzregel gegenüber robust sind. Die hier genannten Effekte basieren auf einer Taylor-Regel, bei der Inflation und Output-Stabilisierung gleich gewichtet sind und für alle Gleichgewichts- oder Zielvariablen Näherungswerte anhand eines Hodrick-Prescott-Trends herangezogen werden. Dies ist eine sehr agnostische Spezifikation einer Taylor-Regel, da Veränderungen der EZB-Zielwerte für Inflation und Output-Lücke ebenso berücksichtigt werden können wie Veränderungen der gleichgewichtigen kurzfristigen Realzinsen.

Design eines natürlichen Experiments

Abweichung von der Taylor-Regel (ATR) für Österreich zumindest 25 Basispunkte



Abweichung von der Taylor-Regel (ATR) für Österreich zumindest 50 Basispunkte



Quelle: eigene Berechnungen.

punkten) unter dem Euroraum-Durchschnitt. In der zweiten Phase – das heißt bereits ab dem zweiten Quartal 2004 – legten Inflation und Output-Lücken in Österreich rasch zu und lagen daher über dem Euroraum-Durchschnitt (Abweichung von der Taylor-Regel über 25 Basispunkten). Die erste Phase war von den Nachwirkungen des Platzens der Dotcom-Blase gekennzeichnet, die zweite Phase von einer raschen Erholung und vom Beginn eines Booms, der bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise anhielt.

Für die erste Phase ist dementsprechend eine ausgesprochen akkommodierende Geldpolitik angemessen – die Refinanzierungssätze waren knapp zuvor auf einen Tiefstand von 2 % p. a. gesenkt worden. Tatsächlich zeigt die Taylor-Regel für Österreich eine noch expansivere Geldpolitik an als von der EZB umgesetzt wurde. In der zweiten Phase legt die Taylor-Regel für Österreich eine deutliche geldpolitische Straffung nahe, doch die EZB-Leitzinsen wurden nicht verändert.

Anhand dieser Fallstudie kann analysiert werden, ob über einen „zu langen“ Zeitraum „zu niedrige“ Leitzinsen signifikante Auswirkungen auf die Risikobereitschaft der Banken haben. Tabelle 1 (zweite Spalte) zeigt, dass die durchschnittlich erwarteten Ausfallraten der österreichischen Banken nach der Definition in Abschnitt 3.2 um etwa 9 Basispunkte von 0,53 % auf 0,62 % stiegen. Auch wenn dieser Anstieg statistisch signifikant ist, heißt dies nicht zwangsläufig, dass die Veränderungen in den Risikopositionen der Banken auf die Leitzinssatzentscheidungen der EZB zurückzuführen waren. Wie im zuvor angeführten medizinischen Experiment muss dieser Anstieg mit einer kontrafaktischen Veränderung der Risikopositionen in Phasen mit Leitzinssatzänderungen verglichen werden (was den Temperaturänderungen in der Kontrollgruppe entspricht).

Für die Erstellung eines Kontrafaktuals werden die übrigen Phasen untersucht, in denen die EZB-Leitzinsen relativ häufig angepasst wurden, aber

Tabelle 1

Auswirkungen einer längeren Niedrigzinsphase auf die Risikoübernahme

	$i_{EZB} > 2\%$	$i_{EZB} = 2\%$	Differenz
<i>Experiment 1: Abweichung von der Taylor-Regel zumindest 25 Basispunkte</i>			
Abweichung kleiner als –25 Basispunkte	0,4960 (0,0066)	0,5269 (0,0121)	0,0309 (0,0201)
Abweichung größer als 25 Basispunkte	0,4574 (0,0069)	0,6171 (0,0141)	0,1598 (0,0499)
Differenz	–0,0386 (0,0225)	0,0903 (0,0466)	0,1289 (0,0495)
<i>Experiment 2: Abweichung von der Taylor-Regel zumindest 50 Basispunkte</i>			
Abweichung kleiner als –50 Basispunkte	0,5213 (0,0106)	0,5269 (0,0121)	0,0056 (0,0199)
Abweichung größer als 50 Basispunkte	0,4416 (0,0074)	0,6639 (0,0199)	0,2223 (0,0624)
Differenz	–0,0797 (0,0266)	0,1370 (0,0613)	0,2167 (0,0631)

Quelle: eigene Berechnungen.

Anmerkung: Standardfehler sind in Klammer angeführt.

die geldpolitischen Beschlüsse waren exogen zur österreichischen Wirtschaftslage. Grafik 2 (linke Abbildung) zeigt, dass sich diese Phasen ebenfalls zwei Gruppen zuordnen lassen: Phasen, in denen die Wirtschaftslage in Österreich im Vergleich zum Euroraum-Durchschnitt günstig war (Abweichung von der Taylor-Regel größer 25 Basispunkte) – und folglich die Taylor-Regel für Österreich eine restriktivere Geldpolitik nahegelegt hätte als tatsächlich umgesetzt wurde – und Phasen, in denen aus österreichischer Sicht eine akkommodierendere Geldpolitik angebracht gewesen wäre (Abweichung von der Taylor-Regel kleiner –25 Basispunkte). In Analogie zur „Interventionsphase“ (2003 bis 2005) werden nun die Differenzen in den durchschnittlichen erwarteten Ausfallraten der Banken zwischen den beiden Teilperioden berechnet. In der ersten Spalte von Tabelle 1 lässt sich ablesen, dass diese kontrafaktische Differenz leicht negativ, aber statistisch nicht signifikant ist. In Phasen mit relativ häufigen Anpassungen der EZB-Leitzinsen gab es keine signifikanten Veränderun-

gen in den Risikopositionen der Banken als Reaktion auf einen Kurswechsel von einer (der Abweichung von der Taylor-Regel für Österreich zufolge) „zu restriktiven“ auf eine „zu expansive“ Geldpolitik.

Ein Vergleich der beiden Differenzen zeigt, dass der gemessene Anstieg des übernommenen Risikos in der Interventionsphase rund 13 Basispunkte größer als in der kontrafaktischen Phase war. Dieser Effekt ist statistisch signifikant und gemessen am Durchschnitt der gesamten Stichprobe von 0,52 % beträchtlich.

Da die Abweichung von der Taylor-Regel für den Euroraum in manchen Teilperioden dasselbe Vorzeichen hat und sogar größer ist als jene für Österreich, stellt sich die Frage, ob die geldpolitischen Entscheidungen der EZB zumindest in diesen Phasen eventuell doch endogen zur österreichischen Wirtschaftslage waren. Um dies zu berücksichtigen, wird die genannte Berechnung mit einer etwas restriktiveren Pseudorandomisierung nochmals durchgeführt: Dabei muss die Abweichung von der Taylor-Regel für

Österreich im Absolutwert größer als 50 Basispunkte sein. Das alternative Auswahlkriterium ist in Grafik 2 (rechte Abbildung) dargestellt. Auf Basis dieser Spezifikation ergibt sich ein noch stärkerer Anstieg von rund 22 Basispunkten bei den durchschnittlichen erwarteten Ausfallraten (Tabelle 1). Diese Analyse liefert daher – neben anderen möglichen Einflussfaktoren – gewisse Indizien dafür, dass die Niedrigzinsphase von 6. Juni 2003 bis 6. Dezember 2005 die österreichischen Banken dazu veranlasst hat, signifikant mehr Risiko einzugehen.

Die hier vorgestellte Analyse unterstellt jedoch implizit, dass sich „Interventionsperiode“ (2003 bis 2005) und „Kontrollperioden“ (2000 bis 2002 sowie 2006 bis 2008) ausschließlich im Bezug auf das geldpolitische Regime bzw. auf die österreichische Inflation und Output-Lücken relativ zum Euroraum unterscheiden. Da diese Annahme mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht erfüllt ist, stellen Gaggl und Valderrama (2011) eine erweiterte Analyse an, die für eine Reihe wichtiger Makro- und individueller Bankfaktoren kontrolliert, die das Risikoverhalten der österreichischen Banken maßgeblich beeinflusst haben könnten. Im Speziellen wird in dieser erweiterten Analyse gefunden, dass die hier vorgestellten Ergebnisse gegenüber den folgenden Kontrollvariablen robust sind: Levels der österreichischen Inflation und Output-Lücken, Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen für Österreich („term spread“) sowie jene zwischen österreichischen und europäischen langfristigen Zinsen („country-risk spread“), Kreditwachstum in Österreich, Anteil von Firmenkrediten im Gesamtportfolio österreichischer Banken, Anteil der Firmen-

kredite in der vorliegenden Stichprobe am österreichischen Gesamtvolumen von Firmenkrediten. Weiters wird auf der Bankenebene für die Größe, die Kapitalisierung, die Liquidität, die Anzahl der Bankfirmenbeziehungen, sowie unbeobachtete Bankenheterogenität („fixed-effects“) kontrolliert.

Durch die Berücksichtigung der Kapitalausstattung der Banken kann z. B. das Bedenken ausgeräumt werden, dass der beobachtete Effekt auf regulatorische Änderungen infolge von Basel II zurückzuführen sein könnte. Spezielle vertragliche Bedingungen zwischen individuellen Banken und ihren Kunden werden von „fixed-effects“ aufgefangen. Weiters kann ein struktureller Wandel der Managementpraktiken sowie des Risikomanagements (z. B. durch einen Umstieg auf VaR²⁵-Analyse aufgrund von Basel II) während der Interventionsphase als primärer Grund für die hier gemessenen Effekte ausgeschlossen werden, da die vorliegende Analyse qualitativ äquivalente Ergebnisse liefert, wenn die Perioden (in der erweiterten Analyse) vor und nach der Interventionsphase getrennt als Kontrafaktual herangezogen werden.

Basierend auf der erweiterten Untersuchung (Gaggl und Valderrama, 2011) lässt sich argumentieren, dass der gewählte empirische Ansatz tatsächlich einen kausalen Zusammenhang zwischen der Niedrigzinsphase 2003 bis 2005 und der Risikoposition österreichischer Banken im Firmenkreditgeschäft nachweist.

4 Schlussfolgerungen

In der vorliegenden Studie wurden kurz einige der wichtigsten Merkmale des Risikoneigungskanals der geldpolitischen Transmission dargestellt. Für die potenzielle Existenz und ökonomische Relevanz dieses Kanals wurden

²⁵ Value-at-Risk.

erst in letzter Zeit Belege erbracht. Wenn dieser Kanal tatsächlich in dieser Form existiert, dann beeinflusst die Geldpolitik die Realwirtschaft nicht nur über die Bewertung von Vermögensgegenständen sowie die laufende und künftig zu erwartende Bonität der Kreditnehmer, sondern hat auch Auswirkungen auf das Risikoverhalten der Kreditgeber. Die daraus folgenden Implikationen sind unter Umständen nicht nur für die Geldpolitik bedeutsam, sondern auch in Bezug auf die Finanzstabilität. Der Risikoneigungskanal impliziert, dass die Geldpolitik teilweise zum Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten beiträgt, die im ungünstigsten Fall in einer – durch übermäßige Kreditvergabe und insbesondere höheres Risiko in den Kreditportfolios der Banken verursachten – Finanzkrise kulminieren könnten.

Es gibt unterschiedliche Erklärungsansätze dafür, welche Mechanismen diesem unerwünschten Nebeneffekt einer expansiven Geldpolitik zugrunde liegen könnten, doch gibt es weder eindeutige empirische Belege für deren relative Bedeutung, noch herrscht darüber im theoretischen Diskurs Einigkeit. Die mögliche Existenz des Risikoneigungskanals rückte erstmals in einer längeren Niedrigzinsphase – bei zugleich günstiger Wirtschafts- und Finanzlage als wesentlicher Nebenbedingung – in den Blickpunkt des Interesses. Daher ist es wenig überraschend, dass als Ursache für den Risikoneigungskanal am häufigsten das Streben nach Renditen genannt wird. Dieses Motiv kommt dann zum Tragen, wenn die Gewinnspannen der Banken und Investoren infolge „zu niedriger“ Zinsen über einen „zu langen“ Zeitraum deutlich schrumpfen. Jedoch wird von einer Vielzahl weiterer Faktoren ebenso angenommen, dass sie das

beschriebene Phänomen (zumindest zum Teil) verursachen, etwa die speziellen vertraglichen Vereinbarungen zwischen Investoren und Banken oder die Anreizstrukturen für Bank- und Investmentfondsmanager. Als ein weiterer Erklärungsansatz lässt sich nicht rationales menschliches Verhalten nennen.

Der erwähnte Mangel an empirischen Belegen für das Bestehen des Risikoneigungskanals und seine Ursachen besteht vermutlich aufgrund der Schwierigkeit, diesen Kanal vom traditionelleren Kreditkanal abzugrenzen. Dies ist wiederum zum Teil darauf zurückzuführen, dass es kaum ausreichend detaillierte Datensätze gibt, an denen man die jeweiligen Hypothesen testen könnte. Noch schwerwiegender ist jedoch das Fehlen formal-theoretischer Modelle, die die Merkmale beider Kanäle im Detail anführen und damit das präzise Formulieren überprüfbarer Hypothesen zur Unterscheidung der beiden erlauben würden.

Mit der empirischen Analyse in der vorliegenden Studie wird ein Beitrag zur Fachliteratur über das Bestehen des Risikoneigungskanals geleistet. Auf Basis eines durch die Zuordnung von Kreditnehmern und -gebern einzigartigen Datensatzes wird der Nachweis erbracht, dass die österreichischen Banken infolge der im Zeitraum von 6. Juni 2003 bis 6. Dezember 2005 unverändert niedrigen EZB-Leitzinsen bei der Vergabe von Unternehmenskrediten ein signifikant höheres Risiko eingingen. Der verwendete Ansatz veranschaulicht außerdem, dass die EZB-Leitzinsen in dieser Phase aus österreichischer Perspektive über einen zu langen Zeitraum zu niedrig waren, was eine Bestätigung für eine der am häufigsten genannten Ursachen für den Risikokanal ist.

Literaturverzeichnis

- Altunbas, Y., L. Gambacorta und D. Marqués Ibañez. 2010.** Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking? EZB Working Paper 1166.
- Angeloni, I. und E. Faia. 2009.** A Tale of Two Policies: Prudential Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks. Kiel Working Papers 1569. Institut für Weltwirtschaft. Kiel.
- Bekaert, G., M. Hoerova und M. Lo Duca. 2010.** Risk, Uncertainty and Monetary Policy. SSRN eLibrary.
- Berger, A. N. und G. F. Udell. 2003.** The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior. FEDS Working Paper 2003-02; BIZ Working Paper 125.
- Bernanke, B. S. und A. Blinder. 1989.** Credit, Money, and Aggregate Demand. NBER Working Paper Series. 2534.
- Bernanke, B. S. und M. Gertler. 1995.** Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. NBER Working Paper Series. 5146.
- Borio, C. E. und V. H. Zhu. 2008.** Capital Regulation, Risk-Taking, and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism? BIZ Working Paper 268.
- Card, D. und A. B. Krueger. 1994.** Minimum Wages and Employment: A Case Study of the Fast-Food Industry in New Jersey and Pennsylvania. In: American Economic Review 84(4). American Economic Association. 772–793. September.
- De Nicolò G., G. Dell’Ariccia, L. Laeven und F. Valencia. 2010.** Monetary Policy and Bank Risk Taking. IWF. Juli.
- Delis, M. D und G. Kouretas. 2010.** Interest Rates and Bank Risk-Taking. MPRA Paper 20132. Universitätsbibliothek München. Deutschland.
- EZB. 2010.** Financial Stability Review. Dezember.
- Gaggi, P. und M. T. Valderrama. 2011.** Do Banks Take More Risk in Extended Periods of Expansive Monetary Policy? Evidence from a Natural Experiment. OeNB. Mimeo.
- Hayden, E. 2003.** Are Credit Scoring Models Sensitive With Respect to Default Definitions? Evidence from the Austrian Market (April). EFMA 2003 Helsinki Meetings.
- Ioannidou, V., S. Ongena und J. L. Peydró. 2009.** Monetary Policy and Subprime Lending: A Tall Tale of Low Federal Funds Rates, Hazardous Loans, and Reduced Loan Spreads. European banking centre discussion paper 2009–04s. Universität Tilburg. EZB.
- Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró-Alcalde und J. Saurina. 2008.** Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk? CEPR Discussion Papers 6514.
- Maddaloni, A. und J. Peydró. 2010.** Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the U.S. Lending Standards (20. September 2010). EZB Working Paper 1248.
- Merton, R. 1974.** On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates. In: Journal of Finance 29. 449–470.
- Munves, D., D. Hamilton und O. Gokbayrak. 2009.** The Performance of EDFs since the Start of the Credit Crisis. Moody’s Analytics. Juni.
- Rajan, R. G. 2006.** Has Finance Made the World Riskier? European Financial Management 12(4). 499–533.

Einfluss volkswirtschaftlicher Faktoren auf die Bankgewinne

Fabio Rumler,
Walter Waschiczek¹

Die vorliegende Studie untersucht die Effekte der makroökonomischen Veränderungen, die das österreichische Bankensystem in den letzten 15 Jahren erfahren hat, auf die Bankgewinne. Diese Veränderungen werden durch mehrere Proxy-Variablen auf Basis von Bilanzkennzahlen auf der Einzelbankebene sowie anhand von gesamtwirtschaftlichen Variablen abgebildet, zudem wird für einige betriebswirtschaftliche Faktoren kontrolliert. Die Schätzung erfolgt mithilfe einer Panelregression basierend auf unkonsolidierten Meldedaten aller österreichischen Banken von 1995 bis 2009. Während für die Disintermediation (weniger Kredite in der Bilanzsumme) und den Konzentrationsgrad im Bankensektor ein positiver Einfluss auf die Bankenprofitabilität gefunden wird, zeigen sich für die Änderungen der Eigentümerstruktur (Privatisierung und stärkeres Auslandseigentum) und für das verstärkte Auslandsengagement der österreichischen Banken auf Basis unkonsolidierter Daten keine eindeutigen und signifikanten Auswirkungen auf den Gewinn der Banken. Wie in anderen Ländern sind die Bankgewinne in Österreich vom Konjunkturzyklus abhängig und werden zudem positiv von der Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinsen beeinflusst.

Banken spielen in allen Volkswirtschaften eine wesentliche Rolle in der Transformation von Ersparnissen in Investitionen. In einem primär bankbasierten Finanzsystem, wie dem österreichischen, trifft dies in besonderem Ausmaß zu. Entwicklungen im Bankenbereich sind daher nicht nur für die Banken selbst von Belang, sondern haben darüber hinaus auch erhebliche gesamtwirtschaftliche Relevanz. Somit ist die Effizienz bzw. die Profitabilität des Bankensektors nicht nur aus mikroökonomischer Perspektive für das einzelne Institut von Interesse, sie hat auch erhebliche gesamtwirtschaftliche Bedeutung. Gewinne sind eine Grundlage für die Kapitalbildung von Wirtschaftsunternehmen, auch von Banken. Zuwächse im Eigenkapital stammen entweder aus neu begebenem Kapital oder aus einbehaltenen Gewinnen (abzüglich der Auszahlungen an die Anteilseigner in Form von Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufen etc.). Aber nicht nur durch ihren unmittelbaren Beitrag zur Eigenkapitalbildung beeinflussen die Gewinne die Kosten der Kapitalaufbrin-

gung einer Bank, die Ertragslage beeinflusst auch die Bonitätseinschätzung durch externe Kapitalgeber. Je besser die Gewinnsituation, desto günstiger ist infolge einer besseren Bonitätseinschätzung durch potenzielle Investoren die Begebung von neuem Kapital. Das gilt sowohl für die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung als auch für Fremdkapitalinstrumente. So lagen die Renditen AAA-gerateter Bankanleihen im Euroraum zwischen Anfang 2001 und September 2010 um durchschnittlich 2,9 Prozentpunkte unter jenen der Anleihen von Banken mit der Einstufung BBB.

Über ihre Effekte auf das Bankkapital beeinflussen die Gewinne die Kreditvergabe der Banken, wie die Theorie des Bankkapitalkanals zeigt, die den Zusammenhang zwischen Eigenkapitalquoten und dem Kreditangebot behandelt (Van den Heuvel, 2002, 2009). Internationale Studien haben ergeben, dass kapitalstarke Banken geldpolitische und makroökonomische Schocks besser absorbieren können (Altunbas et al., 2004; Gambacorta und Mistrulli,

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Johann Burgstaller,
Johannes Kepler
Universität Linz

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, fabio.rumler@oenb.at, walter.waschiczek@oenb.at. Die Autoren danken Jürgen Eckhardt, Wolfgang Harrer, Johannes Langthaler und Alfred Stiglbauer für ihre Unterstützung bei der Erstellung des Datensatzes sowie Pirmin Fessler, Markus Knell, Lukas Reiss und insbesondere dem Gutachter für wertvolle Anregungen und Diskussionen.

2004). Andererseits könnte eine Verminderung des Bankkapitals die Banken dazu veranlassen, auf der Aktivseite ihre Ausleihungen zu vermindern. In diese Richtung könnte man auch die Ergebnisse des Bank Lending Survey interpretieren, wonach bilanzielle Restriktionen der Banken im Verlauf der Krise durchaus einen gewissen Beitrag zur Verschärfung der Kreditrichtlinien geleistet haben. Gleichzeitig können gut kapitalisierte Banken leichter Einlagen aufnehmen und haben daher mehr Mittel für die Kreditvergabe zur Verfügung.

Die Rahmenbedingungen, unter denen die österreichischen Banken ihre Gewinne erzielen, wurden in den letzten Jahrzehnten von einer Vielzahl makroökonomischer und wirtschaftspolitischer Entwicklungen beeinflusst.² Katalysator dieser Entwicklung war die EU-Integration und die damit verbundene Liberalisierung der regulatorischen Rahmenbedingungen für den österreichischen Finanzmarkt ab Mitte der 1990er-Jahre. Auf EU-Ebene manifestierte sich der erhöhte Konkurrenzdruck in der Etablierung der Währungsunion und in weiterer Folge in den Bemühungen zur Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen bis 2005. Besonders bedeutsam für die österreichischen Banken war darüber hinaus die Öffnung der zentral-, ost- und südosteuropäischen Märkte. Infolge dieser Integration der Finanzmärkte erfuhr der Bankensektor in den letzten beiden Jahrzehnten eine massive Internationalisierung. Vor allem in Zentral-, Ost- und Südosteuropa haben die österreichischen Banken große Positionen aufgebaut.

Parallel dazu war, begünstigt durch die umfassende Liberalisierung der

nationalen und internationalen Finanzmärkte, in Österreich – wie in den meisten Ländern mit bankbasierten Finanzsystemen – eine Entwicklung zu vermehrter Kapitalmarktorientierung erkennbar. Durch die deregulierten Rahmenbedingungen wurden neue Finanzinstrumente und Transaktionen ermöglicht. Kapitalmarktinstrumente nahmen in der Unternehmensfinanzierung und in den Veranlagungen der privaten Haushalte einen immer größeren Raum ein. Für die Banken bedeutete dies zum einen den Wegfall von Zinserträgen, zum anderen zusätzliche Nichtzinserträge, da sie als Universalbanken viele dieser Finanzinstrumente ebenfalls anbieten.

Mit der verstärkten Deregulierung ging eine umfassende Bankenprivatisierung einher. Der Anteil der öffentlichen Hand am Kapital der österreichischen Banken hat sich in den letzten 20 Jahren sukzessive vermindert, nahm allerdings im Jahr 2008 aufgrund der Rekapitalisierungen im Rahmen des Bankenpakets wieder zu. Mit der Änderung der Eigentümerstruktur dürften auch Änderungen in der Corporate Governance der betroffenen Banken (und möglicherweise auf dem Gesamtmarkt) einhergegangen sein. Darüber hinaus war die Integration des österreichischen Bankenmarktes in die EU mit einer deutlichen Zunahme der Fusionen verbunden. Ein erklärtes Ziel der Fusionsaktivitäten – vor allem in den 1990er-Jahren – war die Schaffung größerer Einheiten, um dadurch eine „kritische Masse“ für die Herausforderungen der EU-Integration zu schaffen.³ Durch Fusionen und Übernahmen hat sich die Anzahl der Marktteilnehmer substanziell vermindert. Die An-

² Siehe dazu auch Glauning et al. (2001), Mooslechner (2005) und Waschiczek (1999, 2005).

³ Darüber hinaus gab es auch eine Reihe anderer Gründe für Fusionen und Übernahmen im Bankbereich, wie die Realisierung von Synergieeffekten.

zahl selbstständiger Banken sank zwischen 1995 und 2009 von 1.041 auf 855.

Im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Bankgewinne hat die vorliegende Arbeit zum Ziel, die Auswirkungen der makroökonomischen und wirtschaftspolitischen Veränderungen, die das österreichische Bankensystem in den vergangenen 15 Jahren erfahren hat, auf die Bankgewinne zu quantifizieren. Makroökonomische Determinanten der Bankgewinne wurden bisher vor allem in länderübergreifenden Vergleichsstudien, die aggregierte Daten für die Bankensektoren pro Land verwenden, untersucht. Panelanalysen von Einzelbankdaten konzentrierten sich hingegen zumeist auf die betriebswirtschaftlichen Einflussfaktoren. Für die spezifische österreichische Situation wurde der Einfluss der wirtschaftspolitischen und der ökonomischen Rahmenbedingungen auf die Bankprofitabilität bisher nicht systematisch analysiert. Die vorliegende Studie versucht diese Lücke zu schließen und hat zum Ziel, die Auswirkungen makroökonomischer und wirtschaftspolitischer Veränderungen, die das österreichische Bankensystem in den letzten 15 Jahren erfahren hat, mithilfe von Mikrodaten zu Bankgewinnen zu untersuchen. Zudem werden mikroökonomische Bestimmungsfaktoren in die Analyse integriert, sodass die Studie eine umfassende Untersuchung von mikro- und makroökonomischen Determinanten der Bankgewinne in Österreich darstellt.

Die vorliegende Studie ist wie folgt gegliedert: Kapitel 1 bietet einen kurzen Überblick über die Literatur zu den Determinanten der Bankgewinne. Kapitel 2 beschreibt die Datenbasis und die der Analyse zugrunde liegenden

Variablen. In Kapitel 3 wird die verwendete ökonometrische Methode beschrieben und die Schätzergebnisse werden analysiert. Kapitel 4 fasst die Ergebnisse zusammen und zieht einige wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen.

1 Literaturüberblick

Die Bestimmungsgründe der Bankenprofitabilität wurden bereits in einer Vielzahl von Studien – sowohl auf internationaler Ebene als auch speziell auf die Situation in Österreich bezogen – analysiert.⁴ Hauptstoßrichtung der Analyse sind dabei primär mikroökonomische bzw. bankspezifische Determinanten der Gewinnentwicklung der Banken anhand von Variablen wie Größe, Kapitalausstattung, Risiko- oder Kostenmanagement. Hinsichtlich der Effekte der Bankengröße auf die Profitabilität sind die Ergebnisse nicht eindeutig, neuere Arbeiten finden aber zumeist einen negativen Zusammenhang (z. B. Maudos und Fernández de Guevara, 2004; für Österreich: Liebeg und Schwaiger, 2006). Viele Autoren finden einen starken, positiven Beitrag der Eigenkapitalausstattung auf die Ertragslage der Banken (Bikker und Hu, 2002; Demirgüç-Kunt und Huizinga, 2000; Maudos und Fernández de Guevara, 2004; Carbó Valverde und Rodríguez Fernández, 2007). Zumeist wird dabei ein Zusammenhang zwischen Kapitalausstattung und Risikoaversion postuliert. Demnach sind Banken mit hohem Eigenkapital weniger risikofreudig und ignorieren potenzielle Diversifikationsmöglichkeiten oder andere Wege zur Ertragssteigerung (Goddard et al., 2004). Als Indikator für die Qualität des Managements wird in einigen Studien der Einfluss der

⁴ Angesichts der starken Umwälzungen, die das Bankwesen international und in Österreich in den letzten Jahren erfahren hat, konzentriert sich dieses Kapitel auf die Literatur des letzten Jahrzehnts.

Cost-Income-Ratio untersucht. Während ein positiver Beitrag der Cost-Income-Ratio zur Gesamtrentabilität der Banken nicht weiter verwunderlich ist, finden andere Autoren (Maudos und Fernández de Guevara, 2004; Liebeg und Schwaiger, 2006) auch einen negativen Zusammenhang mit der Zinsspanne.

Bei jenen Arbeiten, die auf makroökonomische Einflussfaktoren fokussieren, handelt es sich zumeist um länderübergreifende Vergleichsstudien, die die Profitabilität der Bankensysteme verschiedener Länder vergleichen und dabei aggregierte Daten pro Land verwenden. Auf internationaler Ebene findet eine Reihe von Studien (Albertazzi und Gambacorta, 2009; Bikker und Hu, 2002; Demirgüç-Kunt und Huizinga, 2000) einen positiven Einfluss der Konjunktursituation auf die Dynamik der Bankgewinne. Demirgüç-Kunt und Huizinga (2000) betonen dabei die Bedeutung institutioneller Faktoren, wie unterschiedliche Strukturen des Finanzsektors, das Rechtssystem bzw. die Besteuerung. Kaum Evidenz gibt es bisher für den Einfluss des Eigentümerstatus der Banken auf ihre Ertragskraft.

Eine Reihe von Studien untersuchte den Einfluss der Marktstruktur (Wettbewerbsintensität, Marktzugangsbeschränkungen) auf die Bankenprofitabilität. Die meisten diesbezüglichen Studien basieren auf dem Structure-Conduct-Performance (SCP)-Modell, das eine kausale Verbindung zwischen der Marktstruktur, dem Verhalten von Unternehmen (in diesem Fall der Banken) und ihrem Profit herstellt sowie einen positiven Zusammenhang von Marktmacht und Gewinnen postuliert. Goddard et al. (2004) sowie Hahn (2008) finden einen negativen Einfluss der Wettbewerbsintensität (positiver Einfluss des Konzentrationsgrads) auf die Gewinne der Banken. Demgegen-

über geht die Efficient-Structure-Hypothese davon aus, dass bei Banken mit einem guten Management geringere Kosten anfallen und dadurch höhere Gewinne erzielt werden. Diese werden über die Zeit Marktanteile gewinnen können, was zu einer höheren Marktkonzentration führt (Berger, 1995, 2007).

Weiters beeinflusst das Zinsniveau und hier wiederum vor allem die Möglichkeit, aus der Fristentransformation Gewinne zu ziehen, das heißt die Steigung der Yield Curve, die Bankgewinne (Albertazzi und Gambacorta, 2009). Demirgüç-Kunt und Huizinga (2000) finden auch einen positiven Zusammenhang zwischen Bankgewinnen und Inflation. Schließlich beeinflusst die Höhe der Unternehmenssteuern die Gewinne der Banken (Albertazzi und Gambacorta, 2009; Demirgüç-Kunt und Huizinga, 2000).

Die spezifische österreichische Situation der Bankgewinne wurde in einigen Studien unter verschiedenen Gesichtspunkten betrachtet. In der Mehrzahl standen mikroökonomische Faktoren und/oder die Marktstruktur im Mittelpunkt der Analyse, wenngleich alle Arbeiten auch zumindest einige makroökonomische Variablen (zumeist als Kontrollvariablen) einbezogen. Die erste umfassende Analyse der Ertragslage der österreichischen Banken stammt von Mooslechner (1995), der vor allem den Einfluss mikroökonomischer Variablen sowie der Marktstruktur untersuchte. Er fand einen negativen Konnex der Ertragskraft mit der Bilanzsumme und nur schwache Zusammenhänge mit der Bilanzstruktur, wobei der Kreditanteil einen positiven Einfluss hatte. Arpa et al. (2001) analysierten in einer Regressionsanalyse den Einfluss makroökonomischer Variablen auf die Erträge (und die Risikovorsorgen) österreichischer Banken.

Auch Burgstaller (2006) hatte eine stark makroökonomische Perspektive, wohingegen Hahn (2008) im Wesentlichen die Effekte der Marktstruktur des österreichischen Bankenmarktes auf die Erträge der Banken untersuchte. Liebeg und Schwaiger (2006) analysierten nicht die Bankgewinne insgesamt, sondern konzentrierten sich in ihrer Arbeit auf die Determinanten der Zinsspannen österreichischer Banken unter einem primär mikroökonomischen Blickwinkel.

Die vier letztgenannten Studien untersuchen den Einfluss der Konjunktur auf die Bankgewinne, wobei nur Liebeg und Schwaiger (2006) einen signifikanten Beitrag des Konjunkturzyklus (auf die Zinsspanne) finden. Bei den anderen drei Arbeiten, die das Wirtschaftswachstum als Variable verwenden, zeigt sich kein signifikanter Einfluss. In Bezug auf die Bedeutung der Zinsen für die Bankgewinne finden Arpa et al. (2001) einen positiven Einfluss der absoluten Höhe von kurz- und langfristigen Zinsen sowie Liebeg und Schwaiger (2006) des Abstands zwischen den kurz- und langfristigen Zinsen sowie der Volatilität des Zinsniveaus; Burgstaller (2006) findet hingegen keinen signifikanten Zusammenhang. Drei der Untersuchungen analysierten den Einfluss der Marktstruktur auf die Bankgewinne und fanden jeweils einen positiven Zusammenhang zwischen höherer Marktkonzentration und der Bankenprofitabilität, wobei unterschiedliche Variablen verwendet wurden.⁵ Auf Mikroebene erwiesen sich Effizienzindikatoren (nicht aber Skalenerträge, die Hahn, 2008, abgetestet hat) und die Eigenkapitalausstat-

tung durchwegs als signifikant. Gemischt war der Befund in Bezug auf den Marktanteil eines Instituts, wo Liebeg und Schwaiger (2006) einen signifikant negativen Einfluss (auf die Zinsspanne) fanden, während Hahn (2008) keinen Effekt (auf die Gesamtkapitalrentabilität) feststellen konnte. Im Hinblick auf die Ertragsstruktur fanden Liebeg und Schwaiger (2006) einen positiven Einfluss sowohl des Anteils der Zinserträge als auch der Nichtzinserträge an der Bilanzsumme. Variablen, die die Effekte der zuvor skizzierten Änderungen in den Rahmenbedingungen auf die Profitabilität der österreichischen Banken erfassen, wurden in den erwähnten Studien nicht inkludiert.

2 Daten und Variablen

2.1 Paneldatensatz besteht aus Einzelbank- und Makrodaten

Die Datenbasis der vorliegenden Untersuchung bilden die Meldungen all jener Banken, die von 1995 bis 2009 in Österreich aktiv waren.⁶ Insgesamt wurden 1.042 Banken in die Analyse einbezogen. Daten über Bilanzpositionen und die Ertragslage der österreichischen Banken wurden den vierteljährlichen Meldungen im Rahmen des (unkonsolidierten) Vermögens-, Erfolgs- und Risikoausweises (VERA) entnommen, für die Daten ab dem vierten Quartal 1995 zur Verfügung stehen. Angaben über das Kernkapital und die risikogewichteten Aktiva der Banken stammen bis zum Jahr 2007 aus dem Monatsausweises (MAUS, Teil C) der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) und ab dem Jahr 2007 aus dem Ordnungsnormenausweis (unkonsolidiert).

⁵ Liebeg und Schwaiger (2006) verwenden den Lerner-Index, Burgstaller (2006) den Anteil der zehn größten Banken an der Bilanzsumme und Hahn (2008) den Herfindahl-Hirschman-Index.

⁶ Mit Ausnahme der Zweigstellen gemäß § 9 BWG (regelt die Tätigkeit der Zweigstellen von Kreditinstituten gemäß Niederlassungsfreiheit innerhalb der EU).

Da konsolidierte Daten für die österreichischen Banken erst ab 2006 zur Verfügung stehen, wurden für die Analyse die unkonsolidierten Werte herangezogen, auch wenn diese wesentliche Elemente der Geschäftstätigkeit der österreichischen Banken nicht berücksichtigen. Nicht enthalten sind insbesondere die Auslandstöchter der österreichischen Banken, die im letzten Jahrzehnt markant an Bedeutung gewonnen haben. Da aber die Entwicklung auf dem inländischen Markt im Zentrum der vorliegenden Analyse steht, erscheint die Verwendung unkonsolidierter Daten vertretbar, zumal zwar nicht das Ausmaß, wohl aber die Dynamik des Auslandsgeschäfts auch durch Werte aus der unkonsolidierten Statistik (wenn auch möglicherweise abgeschwächt) erfasst werden kann.

Hinsichtlich der Ertragskenngrößen beruhen die Angaben der Banken für Betriebserträge und -aufwendungen (und damit auch für das Betriebsergebnis) auf der Summe des bisherigen Geschäftsjahres (Werte für das dritte Quartal beziehen sich somit auf die Summe der ersten drei Quartale des betreffenden Jahres usw.). Darüber hinaus melden die Banken für das Jahresbetriebsergebnis, die Wertberichtigungen, das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT), ihre Steuerleistung und schließlich den Jahresüberschuss/Fehlbetrag quartalsweise aktualisierte Vorschauwerte für das laufende Geschäftsjahr. Das heißt, für die meisten Profitabilitätskenngrößen sind nur erwartete und nicht tatsächliche Werte (diese finden sich nur in den Jahresabschlussdaten) verfügbar. Für das Betriebsergebnis stehen sowohl in

den Quartalswerten als auch in den Vorschauwerten für das laufende Geschäftsjahr Angaben zur Verfügung. Da die beiden Werte für das Betriebsergebnis für die jeweils vierten Quartale nur relativ geringe Unterschiede aufweisen, können die Vorschauwerte problemlos für die Ertragszahlen herangezogen werden. Das bedeutet aber auch, dass Ertragskennzahlen nur auf Jahresbasis verfügbar sind. Daher wurden für die vorliegende Untersuchung Jahreswerte für den Zeitraum 1995 bis 2009 verwendet. Diese Daten wurden in anonymisierter Form für alle Banken, die zwischen 1995 und 2009 bestanden, ausgewertet.

Die Daten zum BIP-Wachstum und zur Inflation stammen von Statistik Austria, wobei die Inflationsrate auf Basis des HVPI berechnet wurde. Die Daten zu kurz- und langfristigen Zinsen kommen von Thomson Reuters.

2.2 Tendenzieller Fall der Profitrate der Banken

Als abhängige Variable werden zwei Ausprägungen von Gewinnen betrachtet: der Jahresüberschuss vor Steuern und das Betriebsergebnis. Der Jahresüberschuss vor Steuern ist die Summe von Betriebsergebnis, Wertberichtigungen⁷ und außerordentlichen Erträgen und entspricht somit dem Vorsteuergewinn der Banken. Durch die Verwendung von Ergebnissen vor Steuern wird der Effekt von Änderungen in der Besteuerung ausgeschaltet. Durch die Verwendung dieser beiden Gewinnkennzahlen kann der Effekt der Wertberichtigungen, die im Jahresüberschuss vor Steuern enthalten und in den Jahren 2008 und 2009 markant

⁷ Hier wurden die Salden aus der Zuführung und Auflösung der Wertberichtigungen auf Forderungen an Kreditinstitute und an Kunden und der Wertberichtigungen auf Wertpapiere sowie auf Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen zusammengefasst. Die Position beinhaltet sowohl bereits erfolgte Direktabschreibungen als auch erwartete Wertberichtigungen.

gestiegen sind, berücksichtigt werden. Der gängigen Praxis folgend, werden beide Gewinnmaße jeweils auf das Kernkapital der Bank bezogen, sodass als Rentabilitätsmaß die Eigenkapitalrendite (Return on Equity – ROE) dient. Der ROE misst, wie hoch sich das von den Eigenkapitalgebern investierte Kapital in einer bestimmten Periode verzinst hat. Durch die Relation auf das Kernkapital werden die Daten über die einzelnen Banken und über den Zeitverlauf vergleichbar gemacht.⁸

Grafik 1 gibt die Entwicklung der ungewichteten Durchschnittswerte aller im Sample vertretenen Banken für alle verwendeten Variablen während des gesamten Beobachtungszeitraums wieder.⁹ Grafik 1, Abbildung (a) zeigt, dass der Jahresüberschuss vor Steuern, der die Wertberichtigungen und das außerordentliche Ergebnis berücksichtigt, in Relation zum Kernkapital (ROE I) im ungewichteten Durchschnitt aller betrachteten Banken – nach einem leichten Anstieg in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre – in den Jahren 2000 bis 2007 tendenziell sank, bis die Finanz- und Wirtschaftskrise die Bankgewinne stark verminderte. Abbildung (b) in Grafik 1 zeigt, dass die andere betrachtete Gewinngröße, das Betriebsergebnis in Relation zum Kernkapital (ROE II), im Durchschnitt ebenfalls seit dem Jahr 2000 gesunken ist. Die Profitabilität der Ban-

ken wies daher während des abgelaufenen Jahrzehnts im Durchschnitt einen fallenden Trend auf.

2.3 Determinanten der Bankgewinne

Die Veränderung der verschiedenen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird in der vorliegenden Studie zum einen anhand von Kennzahlen aus der Bilanz bzw. der Erfolgsrechnung der Banken und zum anderen durch makroökonomische Kennzahlen gemessen. Weiters wird eine Reihe betriebswirtschaftlicher Faktoren miteinbezogen, die ebenfalls aus Bankdaten stammen.

2.3.1 Disintermediation

Das Ausmaß der Disintermediationstendenzen wird im Rahmen dieser Studie durch den Anteil der an inländische Nichtbanken vergebenen (Buch-)Kredite an der Bilanzsumme zum Ausdruck gebracht.¹⁰ In dem Ausmaß, in dem Verschiebungen von bank- zu kapitalmarktbasierter Formen der Finanzierung stattfinden, vermindert sich dieser Anteil. Grafik 1, Abbildung (c) zeigt, dass diese Größe im Durchschnitt aller Banken seit dem Jahr 2000 gefallen ist. Zu den Effekten dieser Disintermediationstendenzen auf die Bankgewinne ist die Literatur nicht eindeutig. Während einige Studien zu dem Schluss kommen, dass ein höherer

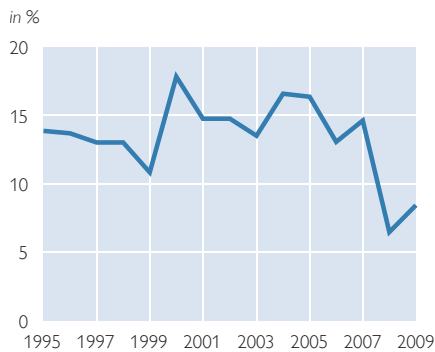
⁸ In manchen Studien werden der Jahresüberschuss vor Steuern und das Betriebsergebnis auch auf die Bilanzsumme des jeweiligen Instituts bezogen. Die daraus resultierende Kennzahl wird Return on Assets (ROA) genannt. Aus ökonomischen Gründen wird in der vorliegenden Studie allerdings der ROE bevorzugt, da viele der erklärenden Variablen ebenso auf die Bilanzsumme bezogen sind und sich daher schon per Konstruktion eine Korrelation zwischen dem ROA und manchen erklärenden Variablen ergeben würde, die sich negativ auf die Verlässlichkeit der Schätzergebnisse auswirken könnte. Dieser Punkt wird jedoch in den meisten vorliegenden Studien negiert (z. B. Maudos und Fernández de Guevara, 2004).

⁹ Da im Rahmen der vorliegenden Studie ungewichtete Durchschnittswerte aller betrachteten Banken ausgewiesen werden, unterscheiden sich die hier angegebenen Zahlen von den von der OeNB in ihren regelmäßigen Statistiken und Analysen veröffentlichten Zahlen.

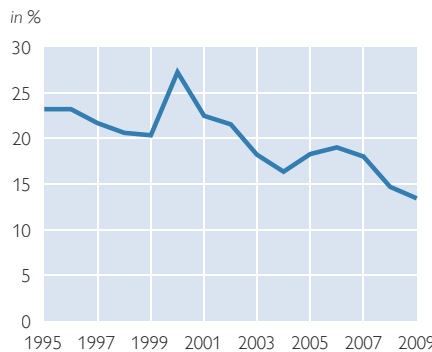
¹⁰ Die Disintermediation macht sich auch auf der Passivseite der Bankbilanzen bemerkbar, indem Bankeinlagen in den Veranlagungen der privaten Haushalte durch Kapitalmarktprodukte substituiert werden. Ergebnisse für die Einlagenquote könnten sich von jenen für die Kreditquote unterscheiden, wenn beide unterschiedlichen Einflussfaktoren unterliegen.

Ungewichtete Jahresmittelwerte ausgewählter Variablen von 1995 bis 2009

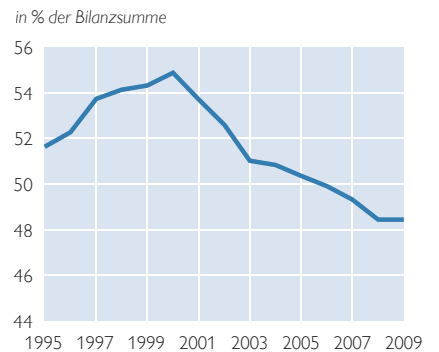
(a) ROE I



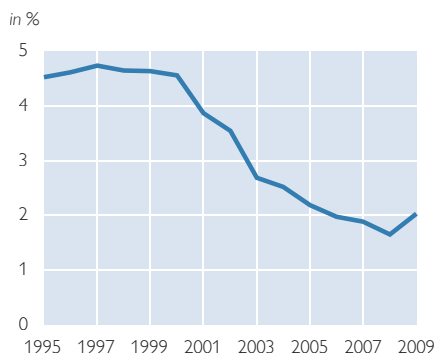
(b) ROE II



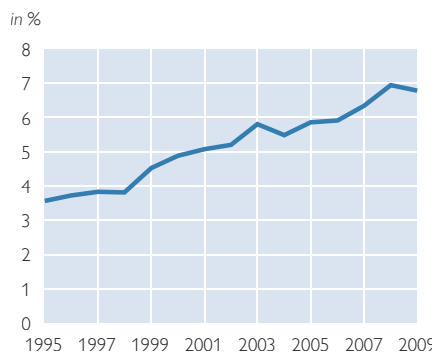
(c) Kredite



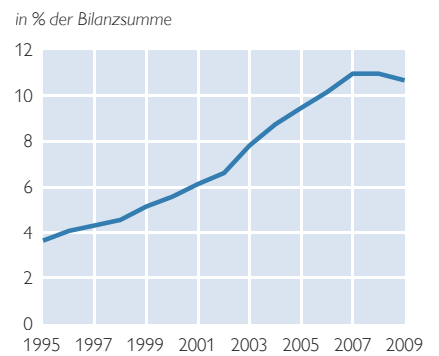
(d) Anteil in öffentl. Eigentum (Dummy)



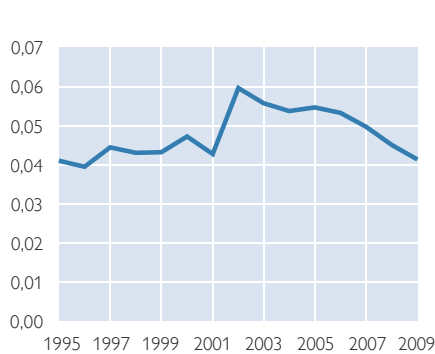
(e) Anteil in Auslandsbesitz (Dummy)



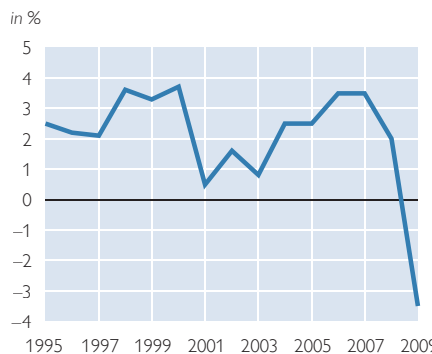
(f) Auslandskredite



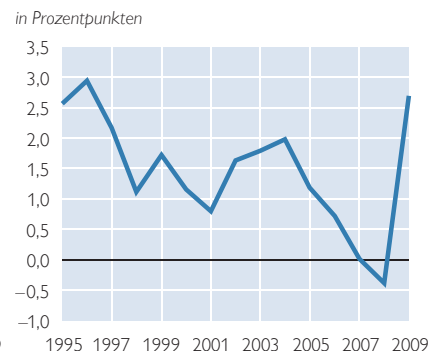
(g) Herfindahl-Hirschman-Index



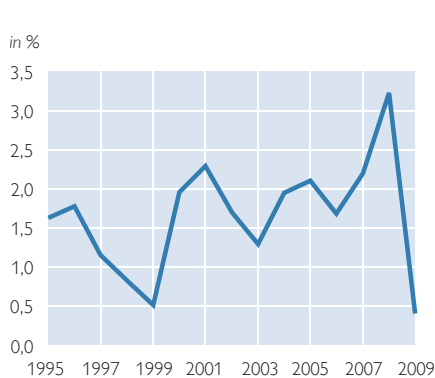
(h) BIP-Wachstum



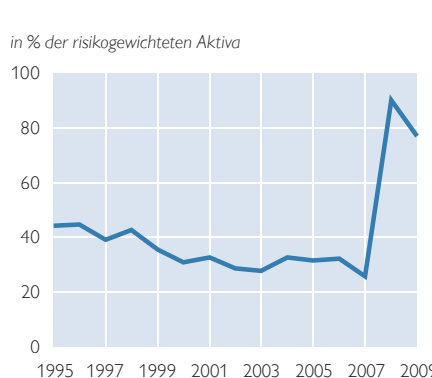
(i) Zinsstruktur (10 Jahre minus 3 Monate)



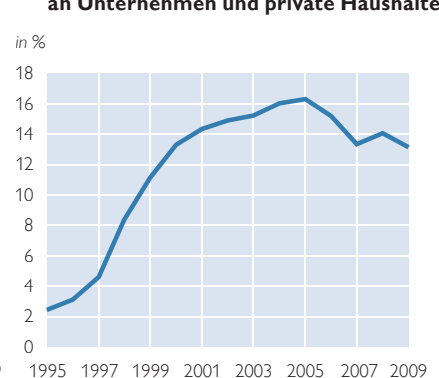
(j) Inflationsrate (HVPI)



(k) Kernkapital



(l) Fremdwährungsanteil an den Krediten an Unternehmen und private Haushalte



Quelle: OeNB.

Anteil der Nichtzinserträge die Volatilität der Bankprofite erhöht (Stiroh, 2004; Carbó Valverde und Rodríguez Fernández, 2007), argumentieren andere, dass die daraus resultierende Diversifikation die Ertragsbasis der Banken stabilisiert (Lown et al., 2000; Rossi et al., 2009). Per saldo wird in der vorliegenden Studie erwartet, dass sich die Disintermediationstendenzen positiv auf die Erträge der Banken ausgewirkt haben; das heißt je geringer der Anteil der Kredite an der Bilanzsumme, desto größer die Gewinne.

2.3.2 Privatisierung

Als Indikator für den Stand der Privatisierungen in Österreich (bzw. für den noch bestehenden Staatsanteil) dient der Anteil öffentlichen Eigentums an den österreichischen Banken. Eine Bank wird dann als Bank im Staatseigentum betrachtet, wenn der Anteil öffentlichen Eigentums (Bund, Länder, Gemeinden) mehr als 50% beträgt. Minderheitsanteile des Staats (bis 50%) werden nicht berücksichtigt. Es wird somit eine Dummy-Variable (0-, 1-Variable) verwendet, um die Eigentumsverhältnisse einer Bank abzubilden. Die ökonomische Begründung für die Verwendung einer Dummy-Variablen liegt darin, dass es hier im Wesentlichen um die Effekte von durch Eigentumsverhältnisse hervorgerufene Verhaltensänderungen geht, die durch die Konzentration auf den Mehrheitseigentümer am adäquatesten abgebildet werden können. Grafik 1, Abbildung (d) zeigt, dass ab dem Jahr 2000 der Anteil der noch in öffentlichem Eigentum stehenden Banken an der Anzahl aller österreichischen Kreditinstitute von 5% auf unter 2% gesunken ist. Die Erwartungen hinsichtlich der Effekte der Privatisierung auf die Bankgewinne sind nicht eindeutig. Einerseits ging öffentliches Eigentum an Banken vielfach mit Be-

schränkungen der Geschäftsmöglichkeiten einher, auch die Eigenkapitalaufbringung (und damit die Möglichkeiten der Geschäftsausweitung) war in manchen Fällen beschränkt. Somit könnte ein positiver Effekt der Privatisierung auf die Bankgewinne erwartet werden. Andererseits wiesen die in den letzten Jahren im Zuge der Krise verstaatlichten Banken eine ungünstige Ertragslage auf.

2.3.3 Internationalisierung der Eigentümerstruktur

Das Prozedere zur Erfassung der Internationalisierung der Eigentümerstruktur ist ähnlich wie jenes beim Umfang der Privatisierung des österreichischen Bankensektors. Eine Bank wird dann als Bank in Auslandsbesitz qualifiziert, wenn der Anteil ausländischen Eigentums mehr als 50% beträgt (d. h. wieder in Form einer Dummy-Variablen). Zu einem nicht unwesentlichen Teil erhöhte sich der Auslandsanteil am österreichischen Bankwesen im Zuge von Privatisierungen, aber in einer Reihe von Fällen wurden auch nicht in staatlichem Eigentum stehende Kreditinstitute an ausländische Investoren verkauft. Grafik 1, Abbildung (e) zeigt einen über den gesamten Beobachtungszeitraum stetigen Anstieg des Anteils der in Auslandsbesitz stehenden Banken auf aktuell etwa 7% (wieder gemessen an der Anzahl aller Banken). Der erwartete Effekt ausländischen Eigentums auf die Gewinne der Banken ist wiederum nicht eindeutig. Wenn ausländische Eigentümer höhere Renditeansprüche als ihre inländischen Kapitaleigner stellen, wäre ein höherer Ertrag zu erwarten. Zudem könnten für den Fall, dass die Bank in einen multinationalen Konzern integriert wird, Effizienzgewinne erwartet werden, wenn es dem Konzern möglich ist, international agierenden Kunden auf

ihre jeweiligen Märkte zu folgen. Demgegenüber könnten bei ausländischem Eigentum Informationsasymmetrien zwischen Eigenkapitalgebern und Management eine größere Rolle spielen. Auch regulatorische, sprachliche und kulturelle Differenzen könnten von Belang sein und sich negativ auf die Gewinne auswirken (Buch, 2005). Insgesamt ist die empirische Evidenz zu der Frage, ob ausländisch dominierte Banken profitabler sind, uneinheitlich, wobei für die USA eher eine positive Korrelation zwischen Auslandseigentum und Bankenprofitabilität und für andere entwickelte Länder eher kein oder ein negativer Zusammenhang festgestellt wurde (Berger, 2007).

2.3.4 Internationalisierung der Geschäftstätigkeit

Der Grad der Internationalisierung der Geschäftstätigkeit der Banken wird anhand des Anteils des Auslandsgeschäfts an der Bilanzsumme gemessen.¹¹ Da in der vorliegenden Studie unkonsolidierte Daten verwendet werden, bilden diese Zahlen das internationale Geschäft der österreichischen Banken nur unvollständig ab und unterschätzen somit sein absolutes Ausmaß erheblich. Die großen österreichischen Kommerzbanken verfügen in den zentral-, ost- und südosteuropäischen Ländern mittlerweile über ein umfangreiches Netz an Tochterbanken, deren Geschäftsvolumen in der Bilanzsumme des österreichischen Bankensektors nicht enthalten ist. Die Dynamik dieses Internationalisierungsschubs, den das österreichische Bankwesen durch die Ostöffnung erfuhr, wird jedoch auch

durch diese Kennzahl relativ gut erfasst. Seit 1995 ist der durchschnittliche Anteil des Auslandskreditgeschäfts an der Bilanzsumme auf über 10% in den letzten beiden Jahren des vorliegenden Samples gestiegen (Grafik 1, Abbildung (f)). In konsolidierter Betrachtung hat das Zentral-, Ost- und Südosteuropa-Geschäft einen wesentlichen Beitrag zu den Erträgen der österreichischen Banken geleistet (siehe dazu die regelmäßige Berichterstattung im Finanzmarktstabilitätsbericht der OeNB). Auch in der unvollständigen Erfassung durch unkonsolidierte Daten sollte der Auslandsanteil am Geschäftsvolumen positiv mit den Erträgen der Banken korreliert sein.

2.3.5 Wettbewerbsintensität

Zur Messung der Wettbewerbsintensität des Bankensystems werden in der Literatur vielfach Indikatoren der Marktstruktur herangezogen. Dahinter steht die Überlegung, dass ein größerer Marktanteil mit einer höheren Marktmacht einhergeht, was sich in einer Einschränkung des Wettbewerbs niederschlägt. Diese Argumentationslinie basiert auf dem Structure-Conduct-Performance (SCP)-Paradigma, das einen positiven Zusammenhang von Marktmacht und Gewinnen postuliert.¹² Auch in der Bankenpraxis spielen derartige Überlegungen eine Rolle. Vielfach werden – neben anderen Gründen – die Stärkung der Marktposition und die Milderung der Intensität des Wettbewerbs auf regionalen und nationalen Märkten explizit als Motiv für Fusionen und Übernahmen im Bankensektor genannt. Somit sollte eine

¹¹ Wie bereits im Zusammenhang mit der Messung der Disintermediation wird auch der Auslandsanteil am Geschäftsvolumen anhand der Aktivseite gemessen, es wäre aber auch möglich, dabei auf die Passiva abzustellen.

¹² Allerdings ist die Annahme des SCP-Modells in der Literatur nicht unumstritten. Die Kausalität könnte genauso umgekehrt sein, wie die Efficient-Structure-Hypothese postuliert. Diese geht davon aus, dass bei Banken mit einem guten Management geringere Kosten anfallen und höhere Gewinne erzielt werden und daher über die Zeit Marktanteile gewonnen werden können, was zu einer höheren Marktkonzentration führt.

höhere Marktkonzentration zu einer höheren Profitabilität der Banken führen. Eines der gängigsten Maße für die Wettbewerbsintensität auf einem Markt ist der Herfindahl-Hirschman-Index (HHI). Der HHI ist als die Summe der Quadrate der Marktanteile der einzelnen Unternehmen (in Prozent) definiert.¹³ Da der HHI die Marktanteile der Banken quadriert, werden größere Banken stärker berücksichtigt. Grafik 1, Abbildung (g) zeigt, dass der HHI bis 2001 leicht stieg, sich im Jahr 2002 sprunghaft erhöhte und seither wieder tendenziell gesunken ist.¹⁴ Auf der Basis dieses Indikators ist der Konzentrationsgrad auf dem österreichischen Bankenmarkt daher seit 1995 insgesamt nicht gestiegen.¹⁵

2.3.6 Konjunkturelle Faktoren

Schließlich sind bei einer makroökonomischen Analyse der Bankgewinne auch konjunkturelle Aspekte zu beachten. Eine Reihe von Studien hat gezeigt, dass die aktuelle Position im Konjunkturzyklus die Bankgewinne merklich beeinflussen kann (Albertazzi und Gambacorta, 2009). Das Wirtschaftswachstum ist das umfassendste Maß der makroökonomischen Entwicklung und damit sowohl ein Indikator für die Nachfrage nach Bankdienstleistungen als auch für das Kreditrisiko

(Wertberichtigungen). Daher wird das reale BIP-Wachstum als erklärende Variable herangezogen und es wird erwartet, dass das Wirtschaftswachstum und die Bankgewinne positiv miteinander korreliert sind.

Darüber hinaus ist das allgemeine Zinsniveau, vor allem aber der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen, ein wesentlicher Faktor für die Erklärung der Ertragslage der Banken. Da die Fristigkeit der Aktiva und Passiva von Banken zumeist verschieden ist (üblicherweise weisen die Veranlagungen der Banken längere Laufzeiten bzw. Zinsbindungsfristen auf als ihre Refinanzierung), beeinflussen Veränderungen der Zinsstruktur die Rentabilität der Fristentransformation erheblich. Es wird ein positiver Zusammenhang zwischen Zinsabstand und Bankenprofitabilität erwartet.

Wie in anderen Studien zu diesem Thema wird auch die Inflationsrate als weitere makroökonomische Variable in die Analyse einbezogen. Arpa et al. (2001), Bikker und Hu (2002) sowie Demirgüç-Kunt und Huizinga (2000) finden einen positiven Zusammenhang zwischen Bankgewinnen und Inflation. Dieser Zusammenhang wird allerdings in der Literatur kaum begründet. Vorstellbar ist z. B., dass die Provisionen und Gebühren allein aufgrund des Anstiegs des nominellen Werts der zu-

¹³ Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Banken in Österreich durch das Sektorsystem in vielfacher Weise miteinander verflochten sind. Durch das Regionalprinzip der dezentralen Sektoren (Raiffeisenbanken, Sparkassen und Volksbanken) sind die lokalen Märkte für große Teile des Bankensystems untereinander abgegrenzt. Eine alternative Berechnung des HHI, die diesem Effekt Rechnung trägt, indem die drei dezentralen Sektoren hypothetisch als jeweils ein Konzern betrachtet werden, hat keine nennenswerten Auswirkungen auf die später präsentierten Regressionsergebnisse.

¹⁴ Der starke Anstieg im Jahr 2002 reflektiert die Fusion von Bank Austria AG und Creditanstalt-Bankverein AG. Da unkonsolidierte Daten verwendet werden, kann der Zusammenschluss dieser beiden Institute erst zu diesem Zeitpunkt erfasst werden.

¹⁵ Ein ähnliches Bild bietet die Entwicklung einer anderen gängigen Maßzahl für die Wettbewerbsintensität, der Concentration Ratio, die den kumulierten Anteil der x größten Banken misst. Der Anteil der fünf größten Banken am Kreditvolumen sank von 2005 bis 2009 von 41 % auf 35 %; davor wies diese Kennzahl relativ starke Schwankungen, aber keinen eindeutigen Trend auf. Schließlich zeigt auch die Entwicklung der Bilanzsumme der Banken keinen Anstieg des Konzentrationsgrads in den letzten Jahren.

grunde liegenden Aktiva steigen oder auch, dass Kreditzinsen schneller als Einlagezinsen an die Inflation angepasst werden, was in Zeiten höherer Inflation temporär zu höheren Erträgen führt.

2.3.7 Kontrollvariablen

Darüber hinaus werden einige mikroökonomische Kontrollvariablen, die sich in anderen Studien (insbesondere in den Studien über die Erträge österreichischer Banken) als besonders aussagekräftig für die Entwicklung der Bankgewinne erwiesen haben, in die Analyse miteinbezogen.

- *Größe der Bank:* Der Zusammenhang zwischen der Größe und der Profitabilität einer Bank ist in der Literatur umstritten. Neben dem Marktmachtargument, auf das im Zusammenhang mit der Wettbewerbsintensität bereits eingegangen wurde, wird auch das Vorliegen von Skalenerträgen für einen positiven Zusammenhang zwischen Größe und Gewinn einer Bank angeführt. Vor allem im Kreditgeschäft sollte delegiertes Monitoring im Sinn von Diamond (1984) durch Senkung der Transaktionskosten Skalenerträge bewirken. Empirische Untersuchungen über die Existenz von Fixkostendegressionen (*Economies of Scale*) und Synergieeffekten (*Economies of Scope*) im Bankbereich kommen allerdings nicht zu eindeutigen Erkenntnissen. In den 1990er-Jahren wurden für die österreichischen Banken sogar negative Skalenerträge ermittelt (Mooslechner, 1995). Seitdem dürften technischer Fortschritt und regulatorische Änderungen die optimale Größe für

europäische Banken jedoch erhöht haben. Da die Skalenerträge im Kreditbereich am ausgeprägtesten sein dürften, wird die Größe der Bank anhand des Marktanteils am inländischen Kreditgeschäft – gemessen als Anteil der Kredite des eigenen Instituts an der gesamten Kreditvergabe des Bankensektors – erfasst.

- *Risikobereitschaft:* Nicht unwesentlich für die Ertragskraft einer Bank ist auch ihr Risikoverhalten. Als Indikator dafür wird in vielen Studien (z. B. Maudos und Fernández de Guevara, 2004) die Eigenkapitalquote (Kernkapitalquote) verwendet, wobei eine höhere Eigenkapitalquote als Ausdruck einer höheren Risikoaversion angesehen wird. Da sich für Österreich die Kernkapitalquote allerdings erst ab dem Berichtstermin 1998 ermitteln lässt, wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit das Verhältnis des Kernkapitals zu den risikogewichteten Aktiva (bis 2007) bzw. dem risikogewichteten Forderungswert der On-Balance-Geschäfte (ab 2008) herangezogen.¹⁶ In den Jahren 2008 und 2009 ist diese Relation sprunghaft gestiegen, da die Banken im Zuge der Krise ihr Kernkapital deutlich erhöhten und überdies im Jahr 2009 die risikogewichteten Aktiva leicht rückläufig waren (Grafik 1, Abbildung (k)). Angesichts des starken positiven Zusammenhangs von Eigenkapitalausstattung und Ertragslage der Banken in vielen anderen Studien wird auch in der vorliegenden Studie eine positive Beziehung erwartet.

¹⁶ Im Jahr 2007, in dem der Übergang von Basel I auf Basel II erfolgte, fand eine Umstellung der Meldevorschriften statt. Für jene Banken, die 2007 nicht mehr nach den alten Vorschriften meldeten, wurde als Näherungswert das Eigenmittelerfordernis für das Kreditrisiko gemäß §§ 22a – 22h BWG, multipliziert mit 12,5 (dem Kehrwert von 8 %, der Mindestkernkapitalquote), herangezogen.

- *Fremdwährungskreditanteil*: Ein wesentliches Merkmal der österreichischen Bankenentwicklung seit Mitte der 1990er-Jahre bildet die starke Ausbreitung der Fremdwährungskredite an private Haushalte und (in geringerem Ausmaß) an den Unternehmenssektor. Daher wurde der Anteil der Fremdwährungskredite an den gesamten an Unternehmen und private Haushalte vergebenen Krediten als weitere Kontrollvariable in die Untersuchung miteinbezogen. Der (ungewichtete durchschnittliche) Anteil der Fremdwährungskredite am gesamten Kreditvergabevolumen an die privaten inländischen Nichtbanken hat sich zwischen 1995 und 2005 mehr als vervierfacht und lag Ende 2009 trotz eines Rückgangs bei rund 12 % (Grafik 1, Abbildung (l)). Da der starke Anstieg ein sehr österreichspezifisches Phänomen darstellt, wurde dieser bisher erst in einer Studie untersucht: Liebeg und Schwaiger (2006) fanden einen negativen Einfluss auf die Zinsspanne.
- *Sektorspezifische Dummy-Variablen*: Um für mögliche Heterogenität in den Gewinnen zu kontrollieren, die auf die Zugehörigkeit der Banken zu einem bestimmten Sektor zurückgeht, werden in der Schätzung Dummy-Variablen für jeden Sektor, der im Sample vertreten ist (Raiffeisenbanken, Sparkassen, Volksbanken, Aktienbanken, Landes-Hypothekenbanken, Bausparkassen und Sonderbanken), verwendet. Da Banken im Zuge von Mergers & Acquisitions (M&A) oder anderen Umgruppierungen den Sektor wechseln können, sind diese Dummy-Variablen nicht notwendigerweise über die Zeit konstant.
- *Euro-Einführung*: Im Vorfeld der WWU wurden vonseiten mancher Banken Befürchtungen laut, die Einführung des Euro könnte sich negativ auf die Gewinne auswirken, weil Wechselspesen und andere Erträge, die sich z. B. aus Hedging-Geschäften mit europäischen Währungen ergeben, in Hinkunft wegfallen würden. Um diese Hypothese zu testen, wird eine Dummy-Variable inkludiert, die ab dem Jahr 1999 (dem Zeitpunkt der Einführung des Euro als Buchgeld) den Wert 1 annimmt.
- *Finanzkrise*: Die Finanzkrise hat sicherlich als wichtigstes singuläres Ereignis im makroökonomischen Umfeld der letzten 15 Jahre die Daten aller verwendeten Variablen maßgeblich beeinflusst. Um diesen Effekt, der auch in den makroökonomischen Variablen wie Wirtschaftswachstum und Zinsstruktur sichtbar ist, auch explizit in der Schätzung zu berücksichtigen, wird eine Dummy-Variable verwendet, die für die Jahre 2008 und 2009 den Wert 1 annimmt.
- *Trend*: Wie aus Grafik 1, Abbildungen (a) und (b) ersichtlich ist, dürften der ROE I und noch deutlicher der ROE II einen negativen Trend über die Zeit aufweisen. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wird in die Schätzgleichung auch ein Zeittrend eingefügt.

3 Schätzmethode und Ergebnisse

Die beiden zu erklärenden Kenngrößen für Bankgewinne, der Jahresüberschuss vor Steuern in Relation zum Kernkapital (ROE I) und das Betriebsergebnis in Relation zum Kernkapital (ROE II), stehen auf Ebene der einzelnen Banken $i = 1, \dots, N$ für die Jahre 1995 bis 2008, $t = 1, \dots, 15$, zur Verfügung. Es bietet sich somit eine Panelregression als

Schätzmethode an. Um individuelle Heterogenität, das heißt Heterogenität in den Bankgewinnen, die durch keine der unabhängigen Variablen erklärt wird, in der Schätzung zu erfassen, wird das Modell in einer Fixed-Effects-Spezifikation geschätzt:¹⁷

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + Z'_i\gamma + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

wobei y_{it} die abhängige Variable (jeweils ROE I und ROE II), α die Konstante und β sowie γ die zu schätzenden Koeffizientenvektoren symbolisieren. X_{it} ist der Vektor aller erklärenden Variablen, die auf der Mikroebene beobachtet werden: die Kreditvergabe in Relation zur Bilanzsumme, die Auslandskredite und Fremdwährungskredite in Relation zur Bilanzsumme, der Marktanteil am Kreditgeschäft, das Kernkapital in Relation zu den risikogewichteten Aktiva und die Dummy-Variablen für Banken in öffentlichem oder ausländischem Eigentum und für die Sektorzugehörigkeit. Der Vektor Z_i beinhaltet die Variablen, die nur über die Zeit variieren: der HHI, die Makrovariablen Wirtschaftswachstum, Zinsstruktur und Inflation und die Dummies für die Euro-Einführung sowie die Finanzkrise und der Zeittrend. μ_i bezeichnet die individuellen Fixed Effects und ε_{it} die individuellen Fehlerterms, die voneinander unabhängig und normalverteilt angenommen werden.

3.1 Disintermediation und Auslandsbesitz dämpfen Bankgewinne

Tabelle 1 zeigt die Ergebnisse der Fixed-Effects-Schätzung für den ROE I und den ROE II.¹⁸ Grundsätzlich zeigen sich etwas unterschiedliche Ergebnisse, je nachdem, ob der Jahresüberschuss vor Steuern (ROE I) oder das Betriebsergebnis (ROE II) betrachtet wird. Da der ROE I die bereits um Wertberichtigungen bereinigte Größe ist und somit ein vollständigeres Bild der Ertragsituation einer Bank darstellt, wird die Regression mit dem ROE I als Standard-spezifikation betrachtet. Der ROE II, der noch nicht um Wertberichtigungen bereinigt ist, gibt aber möglicherweise ein besseres Bild der Ertragsentwicklung in der laufenden Periode, da Wertberichtigungen oftmals aus Vorperioden stammen, und verdient deshalb ebenfalls Beachtung. Insgesamt wird jedoch der ROE I als die relevantere Gewinngröße erachtet und daher auf die Regression mit dem ROE II nur bei abweichenden Ergebnissen hingewiesen.

Es zeigt sich ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen dem Kreditanteil an der Bilanzsumme und den Bankgewinnen. Jene Banken, die einen geringeren Anteil ihrer Aktiva im klassischen Kreditgeschäft und damit umso mehr in anderen Formen, wie etwa Wertpapieren und Beteiligungen, halten, dürften damit auch höhere Ge-

¹⁷ Die Schätzmethode wird in der Panelökonometrie Fixed-Effects Least Squares genannt, wobei die sogenannte Within-Transformation der Schätzgleichung zum Tragen kommt (Baltagi, 2008, Kapitel 2). Eine Alternative zur Fixed-Effects-Schätzmethode wäre die sogenannte Random-Effects Generalized Least Square (GLS)-Schätzmethode, bei der angenommen wird, dass die individuellen Effekte nicht fix (deterministisch), sondern zufällig (einer Normalverteilung gehorchend) verteilt sind. In der vorliegenden Studie wurde allerdings die Fixed-Effects-Schätzmethode gewählt, da einerseits das Sample keine zufällig ausgewählte Stichprobe, sondern die gesamte Grundgesamtheit aller österreichischen Banken enthält, und andererseits eine Korrelation zwischen den individuellen Effekten und den anderen erklärenden Variablen nicht ausgeschlossen werden kann. Letzteres stellt eine Grundannahme der Random-Effects GLS-Schätzmethode dar (Näheres siehe ebenso Baltagi, 2008, Kapitel 2).

¹⁸ Um zu überprüfen, ob die Schätzergebnisse robust in Bezug auf die gewählte Schätzmethode sind, wird dasselbe Modell auch mithilfe der nach Arellano und Bond (1991) benannten Methode geschätzt. Die entsprechenden Schätzergebnisse sind im Anhang der vorliegenden Studie dargestellt und bestätigen weitgehend die in Tabelle 1 angeführten Ergebnisse der Fixed-Effects-Schätzung.

Tabelle 1

Erklärung der Bankgewinne mithilfe der Fixed-Effects-Panelregressionsanalyse

Abhängige Variable	ROE I	ROE II
Kredite in % der Bilanzsumme	-0,079***	0,106***
in öffentlichem Eigentum (Dummy)	0,291	-1,403
in Auslandsbesitz (Dummy)	-7,854**	-4,761
Auslandskredite in % der Bilanzsumme	0,052	0,119**
HHI	0,481*	-0,530***
BIP-Wachstum	0,331**	-0,168*
Zinsstruktur (10 Jahre minus 3 Monate)	1,234***	0,040
Inflationsrate (HVPI)	3,165***	1,858***
Marktanteil am Kreditgeschäft	0,650	1,051
Kernkapital in % der risikogewichteten Aktiva	0,002**	-0,001
Fremdwährungskreditanteil	0,085	-0,017
Euro-Einführung (Dummy ab 1999)	-1,608	0,948
Finanzkrise (Dummy für 2008 und 2009)	-9,232***	-2,505***
Trend	-0,165**	-0,871***
Anzahl der Beobachtungen	12.694	12.694
Anzahl der Banken	1.042	1.042
R ² (Within R ²)	0,27	0,13

Quelle: Eigene Berechnungen.

Anmerkung: Zusätzlich zu den angeführten Variablen sind in den Regressionen auch sektorspezifische Dummies sowie eine Konstante enthalten. *** bedeutet Signifikanz auf dem 1%-Niveau, ** auf dem 5%-Niveau und * auf dem 10%-Niveau. Die Standardfehler sind robust in Bezug auf Heteroskedastizität und kontrollieren für Cluster der 1.042 Banken.

Die Koeffizienten der als Verhältniszahlen definierten Variablen und der Makrovariablen sind als Semielastizitäten zu interpretieren: Steigt die jeweilige erklärende Variable um 1 Prozentpunkt, so steigt bzw. sinkt der ROE um x Prozentpunkte (z. B. 0,3 Prozentpunkte höherer ROE I infolge 1 Prozentpunkt höheren Wirtschaftswachstums). Bei den Dummy-Variablen bedeutet die Änderung von 0 auf 1 eine Erhöhung bzw. Senkung des ROE um x Prozentpunkte (etwa eine Senkung des ROE I um durchschnittlich 7,9 Prozentpunkte, wenn die Bank mehrheitlich in ausländisches Eigentum übergeht).

winne erwirtschaften. Die Disintermediationstendenzen im österreichischen Bankensektor könnten damit durchaus ertragsteigernd gewirkt haben. Der Koeffizient von $-0,08$ bedeutet: Sinkt der Kreditanteil an der Bilanzsumme bei einem durchschnittlichen Institut um 1 Prozentpunkt, so steigt der ROE I (*ceteris paribus*) um 0,08 Prozentpunkte. Beim ROE II, in dem die Wertberichtigungen noch nicht abgezogen sind, wird hingegen ein umgekehrter Zusammenhang gefunden. Offensichtlich ergeben sich aus Wertpapieren und Beteiligungen im Durchschnitt geringere Wertberichtigungserfordernisse als im Kreditgeschäft.

Die im Beobachtungszeitraum fortschreitende Privatisierung der österreichischen Banken dürfte sich auf die Bankgewinne neutral ausgewirkt haben,

da die vorliegenden Ergebnisse keine signifikante Korrelation zwischen der Dummy-Variablen für Institute, die sich mehrheitlich in öffentlichem Eigentum befinden, und den Gewinnen zeigen. Die Profitabilität der Banken mehrheitlich im Staatsbesitz ist im Durchschnitt nicht höher als jener mehrheitlich im Privatbesitz.

Im Gegensatz dazu dürfte die Internationalisierung der österreichischen Bankenlandschaft durchaus die Gewinne beeinflusst haben. Bei der Dummy-Variablen für mehrheitlich ausländische Eigentümer findet man einen signifikant negativen Einfluss auf den ROE I. Das heißt Banken, die mehrheitlich in ausländisches Eigentum übergangen, haben im Untersuchungszeitraum weniger Gewinne erwirtschaftet. Es dürften somit die zuvor

genannten Faktoren, die sich bei ausländischen Übernahmen negativ auf die Erträge auswirken, die positiven Faktoren überwiegen. Allerdings, wenn man den ROE II betrachtet, ist dieser Effekt zwar ebenso negativ, aber nicht mehr statistisch signifikant.

Die andere Seite der Internationalisierung der österreichischen Banken, die zunehmende Vergabe von Krediten ins Ausland, hat sich zwar positiv, aber nicht statistisch signifikant auf den ROE I ausgewirkt. Bei dieser Variablen könnte aber das zuvor angeschnittene Problem zum Tragen kommen, dass in einer unkonsolidierten Betrachtung der Bankgewinne, jener Ertragsanteil, der über ausländische Töchter erwirtschaftet wird, unberücksichtigt bleibt und daher der Effekt der Internationalisierung auf die Gewinnsituation der österreichischen Banken unterschätzt wird. Beim ROE II hingegen wird ein signifikant positiver Effekt der Auslandskredite auf die Ertragssituation gefunden. Diese zusätzlichen Erträge dürften aber durch höhere Wertberichtigungen wettgemacht worden sein.

Die anhand des HHI gemessene Wettbewerbsintensität im österreichischen Bankensektor hat gemäß Fixed-Effects-Schätzung einen signifikant positiven Effekt auf den ROE I. Dies bedeutet, dass in den Jahren, in denen die Marktkonzentration im österreichischen Bankensektor gestiegen (gesunken) ist, ceteris paribus auch die durchschnittlichen Gewinne größer (kleiner) ausgefallen sind. Beim ROE II findet sich hingegen ein negativer Effekt des HHI auf die Erträge.

3.2 Bankgewinne sind prozyklisch und von der Steigung der Yield Curve abhängig

Von den makroökonomischen Variablen, die in die Untersuchung inkludiert wurden, haben alle drei einen positiven und signifikanten Effekt auf die Bankgewinne. Das Wirtschaftswachstum – gemessen an der Prozentveränderung des realen BIP – wirkt sich positiv auf den ROE I aus, das heißt, in Jahren mit hohem Wirtschaftswachstum fallen auch die Bankgewinne höher aus. Der Effekt ist aber mit durchschnittlich 0,3 Prozentpunkten relativ klein. In hohem Maß trifft dieser Zusammenhang sicherlich im Jahr 2009 zu, als die Finanzkrise den Bankensektor voll getroffen hat und auch das BIP schrumpfen ließ. Dass dieser Zusammenhang allerdings nicht ausschließlich durch die letzten beiden Jahre getrieben ist, zeigt einerseits die Tatsache, dass die Variable trotz der Einbeziehung eines Dummy für die Finanzkrise (siehe letzter Absatz in diesem Abschnitt) signifikant ist und auch in einer Schätzung desselben Modells nur mit Daten bis 2007 signifikant bleibt.¹⁹ Betrachtet man allerdings den ROE II, so wird in der Fixed-Effects-Schätzung ein negativer Zusammenhang von Wirtschaftswachstum und Bankgewinnen festgestellt.

Die Steigung der Yield Curve – gemessen am Abstand zwischen den Drei-Monats-Zinsen und den Renditen für zehnjährige Bundesanleihen – hat ebenfalls einen signifikant positiven Effekt auf den ROE I. Dieser Zinsabstand hat Einfluss auf die Zinsspanne zwischen

¹⁹ Um zu überprüfen, ob die Ergebnisse robust in Bezug auf das Jahrhundertereignis der Finanzkrise, die die Daten der letzten beiden Jahre maßgeblich beeinflusst haben dürfte, sind, wurde eine alternative Schätzung mit Daten von 1995 bis 2007 durchgeführt. Die Ergebnisse dieser Schätzung bestätigen die in Tabelle 1 gezeigten Ergebnisse auf qualitativer Ebene für jede Variable.

(eher kurzfristig angenommenen) Einlagen und (eher langfristig vergebenen) Krediten und bestimmt somit die Ertragslage der Banken. Wie bereits in Demirgüç-Kunt und Huizinga (2000) findet sich ein positiver Zusammenhang zwischen Inflationsrate und Bankgewinnen. Banken profitieren offenbar von einem inflationären Umfeld.

Von den mikroökonomischen Kontrollvariablen wird lediglich bei der Kernkapitalausstattung ein signifikanter und positiver Einfluss auf die Bankgewinne gefunden. Weniger risikofreudige Banken, die anhand eines höheren Kernkapitals in Relation zu den risikogewichteten Aktiva identifiziert werden, erwirtschafteten im betrachteten Zeitraum in Österreich größere Gewinne als risikofreudigere Banken. Die Größe der Banken – gemessen anhand ihres Marktanteils am inländischen Kreditgeschäft – sowie die Fremdwährungskreditvergabe haben im untersuchten Sample keinen signifikanten Einfluss auf die beiden betrachteten Gewinngrößen.

Die Euro-Einführung – abgebildet durch eine Dummy-Variablen ab 1999 – hatte gemäß dem vorliegenden Ergebnis keinen nachhaltigen Einfluss auf die Bankgewinne, während die Dummy-Variablen für die Finanzkrise einen klar negativen Einfluss auf die beiden Gewinnvariablen hat. Zusätzlich konnte bei beiden Gewinngrößen ein zwar geringfügiger, aber signifikant negativer Trend über den betrachteten Zeitraum festgestellt werden.

4 Schlussfolgerungen

Insgesamt legen die Ergebnisse nahe, dass die österreichischen Banken die großen Herausforderungen durch die strukturellen Umwälzungen auf den Finanzmärkten gut gemeistert haben. Die Änderungen im wirtschaftspolitischen Umfeld haben nicht jene Ertrags-

einbußen, wie sie vor der Liberalisierung und der Integration des österreichischen Bankenmarktes vielfach erwartet worden waren, mit sich gebracht. Trotz eines leichten trendmäßigen Rückgangs stellten sich die Profite – sieht man von der aktuellen Krise ab – noch immer als robust dar.

Die Regressionsergebnisse zeigen, dass die Banken von den Disintermediationstendenzen der letzten 15 Jahre sogar profitiert haben. Banken, die einen größeren Anteil ihrer Finanzierungen außerhalb des „klassischen“ Kreditgeschäfts getätigt haben, erwirtschafteten im Durchschnitt höhere Gewinne als Institute mit einem größeren Kreditanteil. Der positive Zusammenhang kann auch dahingehend interpretiert werden, dass mit der Disintermediation eine breitere Streuung der Bankaktiva (und damit der Gewinne) einhergeht. Diese Resultate sind aber auch im Hinblick darauf von Bedeutung, dass das Geschäftsmodell der österreichischen Banken auf einer starken Position im Einlagen- und Kreditgeschäft fußt (was in der aktuellen Krisensituation einen gewissen stabilisierenden Faktor darstellte).

In Bezug auf die geänderte Eigentümerstruktur zeigen sich nur relativ wenige Anhaltspunkte, dass sich dadurch die Bankenprofitabilität verändert hätte. Es wurden zwar gewisse Hinweise, dass sich ausländische Eigentümer negativ auf die Bankenprofitabilität auswirken, gefunden, dieses Ergebnis ist allerdings nicht robust in Bezug auf die zweite untersuchte Gewinngröße und auf unterschiedliche Schätzmethoden. Die Privatisierung hingegen hatte den Ergebnissen zufolge keinen signifikanten Einfluss auf die Bankgewinne.

Ebenso hatte die Euro-Einführung keinen nachhaltigen Einfluss auf die Bankgewinne. Überraschend war hin-

gegen, dass die Internationalisierung des Aktivgeschäfts der Banken (abgebildet durch die Auslandskredite) nicht zu signifikant höheren Gewinnen geführt hat. Dieses Ergebnis hängt möglicherweise damit zusammen, dass in den vorliegenden Daten nur unkonsolidierte Gewinngrößen betrachtet werden und daher das Osteuropa-Geschäft nur unvollständig abgebildet werden konnte. Selbst wenn ein gewisser Teil der Kredite an ausländische Kunden auch in Form von Direktkrediten über das Mutterinstitut abgewickelt wird, so spielen Tochterbanken vor allem für große Institute doch eine wesentliche Rolle. Große Banken spielen aber in einer Paneldatenuntersuchung nicht die gleiche dominante Rolle wie in einer Betrachtung von aggregierten Daten, sodass dieses Ergebnis auch stärker – als in der öffentlichen Diskussion üblich – von kleineren und mittleren Banken geprägt ist.

Die Bankgewinne weisen in Österreich – wie in vielen anderen Ländern – eine starke Zyklizität auf. Überdies zeigen die Schätzergebnisse einen signifikant positiven Einfluss des Abstands zwischen kurz- und langfristigen Zinsen sowie der Inflationsrate auf die Bankgewinne.

Bei den Kontrollvariablen wurde lediglich in Bezug auf die Kernkapital-

ausstattung ein signifikant positiver Einfluss festgestellt. Das Ergebnis, dass eine höhere Kernkapitalausstattung im Durchschnitt in den letzten 15 Jahren nicht zulasten höherer Gewinne gegangen ist, ist auch für die aktuelle wirtschaftspolitische Diskussion über künftige regulatorische Vorgaben für den Bankensektor von Relevanz. Weiters haben nach den vorliegenden Ergebnissen die Fremdwährungskredite, deren Expansion im Zuge der Krise ein Ende fand, keinen positiven Beitrag zur Ertragskraft der Banken geleistet.

Bei der Diskussion der Ergebnisse ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Regression auf unkonsolidierten Daten basiert, wodurch wesentliche Entwicklungen im Bankensektor nur unvollständig erfasst werden konnten. Auch die aktuelle Krise, die massive Einbrüche der Gewinne, aber auch bei einigen erklärenden Variablen hervorgerufen hat, erschwert die langfristige Betrachtung. Noch vollkommen offen ist zum derzeitigen Zeitpunkt, ob und in welchem Ausmaß die Finanzkrise die Rahmenbedingungen für die Geschäftstätigkeit der österreichischen Banken geändert hat, und inwieweit die Ergebnisse der vorliegenden Studie auch für die Nachkrisenjahre Gültigkeit haben.

Literaturverzeichnis

- Albertazzi, U. und L. Gambacorta. 2009.** Bank Profitability and the Business Cycle. In: *Journal of Financial Stability* 5(4). 393–409.
- Altunbas, Y., G. de Bondt und D. Marqués. 2004.** Bank Capital, Bank Lending, and Monetary Policy in the Euro Area. In: *Kredit und Kapital* 37(4). 443–464.
- Arellano, M. und S. Bond. 1991.** Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. In: *Review of Economic Studies* 58. 277–297.
- Arpa, M., I. Giulini, A. Ittner und F. Pauer. 2001.** The Influence of Macroeconomic Developments on Austrian Banks: Implications for Banking Supervision. *BIS Papers* 1. 91–116.
- Baltagi, B. H. 2008.** *Econometric Analysis of Panel Data*. Vierte Ausgabe. Wiley. West Sussex.
- Berger, A. N. 1995.** The Profit-Structure Relationship in Banking – Tests of Market-Power and Efficient-Structure Hypotheses. In: *Journal of Money, Credit and Banking* 27(2). 404–431.

- Berger, A. N. 2007.** International Comparisons of Banking Efficiency. In: *Financial Markets, Institutions & Instruments* 16(3). 119–144. August.
- Bikker, J. A. und H. Hu. 2002.** Cyclical Patterns in Profits, Provisioning and Lending of Banks. DNB Staff Reports 86.
- Buch, C. M. 2005.** Distance and International Banking. *Review of International Economics* 13(4). 787–804.
- Burgstaller, J. 2006.** Bank Income and Profits over the Business and Interest Rate Cycle. Johannes Kepler Universität Linz. Department of Economics. Working Paper 0611.
- Carbó Valverde, S. und F. Rodríguez Fernández. 2007.** The Determinants of Bank Margins in European Banking. In: *Journal of Banking and Finance* 31. 2043–2063.
- Demirgüç-Kunt, A. und H. Huizinga. 2000.** Financial Structure and Bank Profitability. World Bank Policy Research Working Paper 2430.
- Diamond, D. 1984.** Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: *Review of Economic Studies* 51. 393–414.
- Gambacorta, L. und P. E. Mistrulli. 2004.** Does Bank Capital Affect Lending Behaviour? In: *Journal of Financial Intermediation* 13(4). 436–457.
- Glauning, U., C. Magerl und P. Mooslechner. 2001.** Österreichs Bankensystem im Umbruch: Neue Fragen auf alte Antworten? In: *Festschrift für Heinz Handler*. 46–77. Wien.
- Goddard, J., P. Molyneux und J. O. S. Wilson. 2004.** The Profitability of European Banks. A Cross-Sectional and Dynamic Panel Analysis. *The Manchester School* 72(3). 363–381.
- Hahn, F. R. 2008.** Testing for Profitability and Contestability in Banking: Evidence from Austria. In: *International Review of Applied Economics* 22. 639–653.
- Liebeg, D. und M. Schwaiger. 2006.** Determinanten der Zinsspannen österreichischer Banken. In: *Finanzmarktstabilitätsbericht* 12. OeNB. 116–130.
- Lown, C., D. Morgan und S. Rohatgi. 2000.** Listening to Loan Officers: The Impact of Commercial Credit Standards on Lending and Output. In: *Economic Policy Review* 6(2). Federal Reserve Bank of New York. 1–16.
- Maudos, J. und J. Fernández de Guevara. 2004.** Factors Explaining the Interest Margin in the Banking Sectors of the European Union. In: *Journal of Banking & Finance* 28. 2259–2281.
- Mooslechner, P. 1995.** Die Ertragslage des Bankensystems in Österreich und Deutschland. Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung im Auftrag der Bank Austria AG. Wien.
- Mooslechner, P. 2005.** Vom „ruinösen Wettbewerb“ zur wettbewerbsfähigen Position auf einem um Osteuropa erweiterten Heimmarkt. Banken und Bankenpolitik in Österreich seit den 1970er Jahren. In: Rathkolb, O., Th. Venus und U. Zimmerl. *Bank Austria Creditanstalt. 150 Jahre österreichische Bankengeschichte im Zentrum Europas*. Wien.
- Rossi, S. P. S., M. S. Schwaiger und G. Winkler. 2009.** How Loan Portfolio Diversification Affects Risk, Efficiency and Capitalization: A Managerial Behavior Model for Austrian Banks. In: *Journal of Banking & Finance* 33(12). 2218–2226. Dezember.
- Stiroh, K. J. 2004.** Diversification in Banking: Is Noninterest Income the Answer? In: *Journal of Money, Credit and Banking* 36(5). 853–882.
- Van den Heuvel, S. J. 2002.** Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission? In: *Economic Policy Review* 8(1). Federal Reserve Bank of New York. 258–265.
- Van den Heuvel, S. J. 2009.** The Bank Capital Channel of Monetary Policy. Federal Reserve Board. August. Mimeo.
- Waschiczek, W. 1999.** Die österreichischen Banken zu Beginn der Währungsunion. In: *Berichte und Studien* 3. OeNB. 103–133.
- Waschiczek, W. 2005.** 10 Jahre EU-Beitritt: Auswirkungen auf die Finanzmarktstruktur. In: *Geldpolitik & Wirtschaft* Q2/05. OeNB. 125–138.

Anhang

Robustheitstest: Schätzung nach der Arellano-Bond-Methode

Die Fixed-Effects-Schätzung ist die Standardmethode in der Panelökonomie. Sie geht davon aus, dass alle erklärenden Variablen in Bezug auf die abhängige Variable exogen sind und dass es auch keine Zusammenhänge der Variablen über die Zeit gibt. Um zu erlauben, dass möglicherweise die abhängigen Variablen mit ihrer eigenen Vergangenheit korreliert sind und damit das Panel über eine dynamische Struktur verfügt²⁰ oder einzelne Variablen in Bezug auf die Gewinngrößen endogen sind, wird als alternative Schätzmethode zusätzlich die von Arellano und Bond (1991) eingeführte Schätzmethode für dynamische Panels (mit großem N und kleinem T) verwendet. Diese Schätzmethode basiert nicht mehr auf Least Squares, sondern auf der Generalized Method of Moments (GMM), wobei nun der erste Lag der jeweils abhängigen Variablen ($y_{i,t-1}$) als zusätzliche erklärende Variable aufscheint:²¹

$$y_{it} = \alpha + \delta y_{i,t-1} + X'_{it}\beta + Z'_i\gamma + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Ergebnisse stimmen weitgehend mit der Fixed-Effects-Schätzung überein

Die Schätzergebnisse auf Basis der Arellano-Bond-Methode sind in Tabelle 2 zusammengefasst.²² Wie aufgrund der Autokorrelation der abhängigen Variablen bereits vermutet, wird nun ein signifikanter Erklärungsbeitrag des jeweils ersten Lags von ROE I und ROE II auf die Bankgewinne gefunden.²³ Der Zusammenhang ist – wie schon die Autokorrelation – beim ROE II stärker ausgeprägt als beim ROE I. In Bezug auf die Disintermediation und die Wettbewerbsintensität bestätigt die Arellano-Bond-Schätzung die Ergebnisse der Fixed-Effects-Schätzung. Hingegen wird mithilfe der alternativen Schätzmethode kein signifikanter Einfluss der Internationalisierung – weder im Hinblick auf die Eigentümerstruktur noch auf die Geschäftstätigkeit – auf die Bankgewinne festgestellt.

In Bezug auf die makroökonomischen Variablen Wirtschaftswachstum, Steigung der Yield Curve und Inflation zeigt sich für den ROE I kein Unterschied zwischen der Arellano-Bond- und der Fixed-Effects-Schätzung. Beim

²⁰ Die Autokorrelation des ROE I mit seinem ersten Lag beträgt rund 58 %, beim ROE II sind es sogar 86 %.

²¹ Arellano und Bond (1991) entwickelten eine Schätzmethode, die mit der Endogenität, die durch die Einbeziehung von Lags der abhängigen Variablen zwischen diesen und den panelindividuellen Effekten entsteht, in entsprechender Form umgeht. Es wird eine Instrumentenschätzmethode – GMM – verwendet, wobei die Lags der abhängigen Variablen durch alle ihre weiteren verfügbaren Lags sowie weitere möglicherweise endogene Variablen ebenfalls durch alle verfügbaren eigenen Lags instrumentiert werden. Zusätzlich werden die ersten Differenzen aller exogenen Variablen als Instrumente verwendet (für eine detaillierte Erklärung siehe Arellano und Bond, 1991). In der Lehrbuchliteratur wird diese Schätzmethode auch als Difference GMM bezeichnet, da die Momentbedingungen mit den ersten Differenzen der Residuen gebildet werden (Baltagi, 2008). Die Annahme, ob die individuellen Effekte fix oder zufällig sind, ist nun für die Schätzung unerheblich, da sie bei der Differenzenbildung aus der Gleichung fallen.

²² Die üblichen Spezifikations-tests bei der Arellano-Bond-Methode deuten auf eine gewisse Spezifikationsproblematik vor allem in der Schätzung mit dem ROE II hin. Während der Test auf Autokorrelation der Residuen erster und zweiter Ordnung in der Regression mit dem ROE I keine Fehlspezifikation erkennen lässt, zeigt die Präsenz von Autokorrelation zweiter Ordnung in den Residuen ein Problem in der Schätzung mit dem ROE II an. Der Test auf Validität der verwendeten Instrumente (Hansen-Test) zeigt überdies, dass manche der verwendeten Instrumente nicht strikt exogen sind, dieser Test ist allerdings im Fall vieler Instrumente nicht sehr zuverlässig.

²³ In einer weiteren Schätzung wurde auch ein zweiter Lag der jeweiligen abhängigen Variablen als zusätzliche erklärende Variable eingefügt. Dieser war aber in beiden Fällen nicht signifikant, sodass daraus geschlossen werden kann, dass die dynamische Struktur des Panels mit einem Lag der abhängigen Variablen ausreichend abgebildet ist.

Erklärung der Bankgewinne mithilfe der Arellano-Bond-Schätzmethode (Difference GMM)

Abhängige Variable	ROE I	ROE II
ROE I (t-1)	0,070**	
ROE II (t-1)		0,481***
Kredite in % der Bilanzsumme	-0,167***	0,151***
in öffentlichem Eigentum (Dummy)	-2,708	-2,870
in Auslandsbesitz (Dummy)	-2,095	7,225
Auslandskredite in % der Bilanzsumme	0,245	0,059
HHI	0,135	-0,651**
BIP-Wachstum	0,341**	0,417***
Zinsstruktur (10 Jahre minus 3 Monate)	1,062***	0,656**
Inflationsrate (HVPI)	2,432***	1,045***
Marktanteil am Kreditgeschäft	-0,046	0,522
Kernkapital in % der risikogewichteten Aktiva	0,002**	-0,001
Fremdwährungskreditanteil	0,246	0,012
Euro-Einführung (Dummy ab 1999)	-2,355	1,105
Finanzkrise (Dummy für 2008 und 2009)	-8,789***	-1,495***
Trend	-0,419**	-0,366***
Anzahl der Beobachtungen	10.649	10.649
Anzahl der Banken	975	975
Anzahl der Instrumente	110	110

Quelle: Eigene Berechnungen.

Anmerkung: Zusätzlich zu den angeführten Variablen sind in den Regressionen auch sektorspezifische Dummies sowie eine Konstante enthalten. *** bedeutet Signifikanz auf dem 1%-Niveau, ** auf dem 5%-Niveau und * auf dem 10%-Niveau. Die Standardfehler sind robust in Bezug auf Heteroskedastizität und kontrollieren für Cluster der 975 Banken.

ROE II üben bei der Arellano-Bond-Methode das Wirtschaftswachstum und die Zinsstruktur ebenfalls einen positiven und signifikanten Effekt auf die Bankgewinne aus. Somit haben sich bei der alternativen Schätzmethode die Ergebnisse bezüglich der Makrovariablen für ROE I und ROE II angeglichen, vor allem aber hat sich nun der unerwartete negative Effekt des Wirtschaftswachstums auf den ROE II umgedreht.

Insgesamt bestärken die Ergebnisse auf Basis der Arellano-Bond-Methode die zuvor beschriebenen Schätzergebnisse, obwohl aufgrund des inkludierten Lags der abhängigen Variablen und der nochmals verzögerten Instrumente rund ein Sechstel weniger Beobachtungen in die Arellano-Bond-Schätzung einfließen. Daher können die vorliegenden Schätzergebnisse als weitgehend robust in Bezug auf die beiden unterschiedlichen Schätzmethoden betrachtet werden.

Hinweise

Studienübersicht zu Geldpolitik & Wirtschaft

Näheres finden Sie unter www.oenb.at

Heft Q4/09

Verhaltener Konjunkturaufschwung –
Lage auf dem Arbeitsmarkt bleibt angespannt
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2009 bis 2011
vom Dezember 2009

Gerhard Fenz, Martin Schneider

Fiskal- und strukturpolitische Herausforderungen der Wirtschaftskrise 2008/09
Bernhard Grossmann, Jürgen Janger, Lukas Reiss

Unternehmensbeteiligungen der privaten Haushalte in Österreich –
Evidenz auf Basis von Mikrodaten

Michael Andreasch, Pirmin Fessler, Martin Schürz

Lohnstaffelung und Lohnführerschaft in Österreich – Bestandsaufnahme
und Implikationen

Markus Knell, Alfred Stiglbauer

Was bedeutet die aktuelle Krise konkret für österreichische Unternehmen?
Eine Unternehmensbefragung

Claudia Kwapil

Determinanten der Rohölpreisentwicklung: Angebot, Nachfrage, Kartell
oder Spekulation?

Andreas Breitenfellner, Jesús Crespo Cuaresma, Catherine Keppel

Heft Q1/10

Weltweite wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr 2009

Anna Orthofer, Josef Schreiner, Klaus Vondra

Schocks, die Krise und Unsicherheit bei Inflationserwartungen:
Theorie und Evidenz im Euroraum

Ernest Gnan, Johannes Langthaler, Maria Teresa Valderrama

Zusammenhang zwischen Wettbewerb und Inflation

Jürgen Janger, Philipp Schmidt-Dengler

Bestimmungsgründe sektoraler Preisvergleichs- und Anbieterwechselraten
in Österreich

Jürgen Janger

Bankenrekapitalisierung und -restrukturierung: eine ökonomische Analyse
verschiedener Optionen

Helmut Elsinger, Martin Summer

Heft Q2/10

Verhaltener Wirtschaftsaufschwung bei notwendiger Budgetkonsolidierung
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2010 bis 2012 vom Juni 2010

Christian Ragacs, Klaus Vondra

Immobilienerschaften in Österreich

Pirmin Fessler, Peter Mooslechner, Martin Schürz

Aktienmarktvolatilität und Konjunkturzyklus

Burkhard Raunig, Johann Scharler

Modellierung und Prognose des EUR/USD-Wechselkurses:
die Bedeutung nichtlinearer Anpassungen an die Kaufkraftparität

Jesús Crespo Cuaresma, Anna Orthofer

Zentralbanken nach der Krise: Aufgaben, Strategien, Instrumente –
Zusammenfassung der 38. Volkswirtschaftlichen Tagung

Ernest Gnan, Sylvia Kaufmann

Heft Q3/10

Weltwirtschaft bleibt auf Erholungskurs

Gerhard Fenz, Philipp Mayer, Josef Schreiner

Der österreichische Arbeitsmarkt in der großen Rezession:
Entwicklungen und wirtschaftspolitische Maßnahmen

Alfred Stiglbauer

Veränderung der Lohnverteilung in Österreich:
eine Analyse mit Daten der Verdienststrukturerhebung

Wolfgang Pointner, Alfred Stiglbauer

Preiskonditionen in Österreich:

Verbreitung im Einzelhandel und Erfassung in der Inflationsmessung

Manfred Fluch, Fabio Rumler, Tina Wittenberger

Technologischer Wandel im Zahlungsmittelbereich –
langfristige Konsequenzen für die Geld- und Wettbewerbspolitik

Helmut Stix, Martin Summer

Heft Q4/10

Erholung der österreichischen Wirtschaft setzt sich fort
Gesamtwirtschaftliche Prognose für Österreich 2010 bis 2012
vom Dezember 2010

Gerhard Fenz, Martin Schneider

Wirken sich Niedrigzinsphasen auf die Risikobereitschaft
der österreichischen Banken aus?

Paul Gaggl, Maria Teresa Valderrama

Einfluss volkswirtschaftlicher Faktoren auf die Bankgewinne

Fabio Rumler, Walter Waschiczek

Periodische Publikationen der Oesterreichischen Nationalbank

Nähere Informationen zu den periodischen Publikationen der OeNB finden Sie unter www.oenb.at

Geldpolitik & Wirtschaft

vierteljährlich

Die auf Deutsch und Englisch erscheinende Quartalspublikation der OeNB analysiert die laufende Konjunkturentwicklung, bringt mittelfristige makroökonomische Prognosen, veröffentlicht zentralbank- und wirtschaftspolitisch relevante Studien und resümiert Befunde volkswirtschaftlicher Workshops und Konferenzen der OeNB.

Focus on European Economic Integration

vierteljährlich

Der Focus on European Economic Integration (FEEI) konzentriert sich auf die Region Zentral-, Ost- und Südosteuropa und reflektiert damit einen strategischen Forschungsschwerpunkt der OeNB. Die Beiträge der vierteljährlich auf Englisch erscheinenden Publikation umfassen extern begutachtete empirische und theoretische Studien zur makrofinanziellen und monetären Integration sowie einschlägige Länderanalysen und länderübergreifende Vergleiche.

Statistiken – Daten & Analysen

vierteljährlich

Diese Publikation enthält Kurzberichte und Analysen mit dem Fokus auf österreichischen Finanzinstitutionen sowie auf Außenwirtschaft und Finanzströmen. Den Analysen ist eine Kurzzusammenfassung vorangestellt, die auch in englischer Sprache zur Verfügung gestellt wird. Der Tabellen- und Erläuterungsabschnitt deckt finanzwirtschaftliche und realwirtschaftliche Indikatoren ab. Im Internet sind die Tabellen und Erläuterungen (jeweils deutsch und englisch) sowie ein zusätzliches Datenangebot abrufbar. Im Rahmen dieser Serie erscheinen fallweise auch Sonderhefte, die spezielle statistische Themen behandeln.

Research Update

vierteljährlich

Das quartalsweise im Internet erscheinende Research Update der Hauptabteilung Volkswirtschaft der OeNB informiert Kollegen aus anderen Zentralbanken oder internationalen Institutionen, Wirtschaftsforscher, politische Entscheidungsträger und an Ökonomie Interessierte über die Forschungsschwerpunkte und Tätigkeiten der Hauptabteilung Volkswirtschaft. Zusätzlich bietet das Research Update Informationen über Publikationen, Studien oder Working Papers sowie über Veranstaltungen (Konferenzen, Vorträge oder Workshops) des laufenden Quartals. Das Research Update ist in englischer Sprache verfasst.

Näheres finden Sie unter www.oenb.at/research.update

Finanzmarktstabilitätsbericht

halbjährlich

Der auf Deutsch und Englisch erscheinende Finanzmarktstabilitätsbericht der OeNB enthält regelmäßige Analysen finanzmarktstabilitätsrelevanter Entwicklungen in Österreich und im internationalen Umfeld sowie Artikel zu Themen, die im Zusammenhang mit der Stabilität der Finanzmärkte stehen.

Workshop-Bände

drei- bis viermal jährlich

Die im Jahr 2004 erstmals herausgegebenen Bände enthalten in der Regel die Beiträge eines Workshops der OeNB. Im Rahmen dieser Workshops werden geld- und wirtschaftspolitisch relevante Themen mit nationalen und internationalen Experten aus Politik und Wirtschaft, Wissenschaft und Medien eingehend diskutiert. Die Publikation erscheint größtenteils auf Englisch.

Working Papers

etwa zehn Hefte jährlich

Die Working-Paper-Reihe der OeNB dient der Verbreitung und Diskussion von Studien von OeNB-Ökonomen bzw. externen Autoren zu Themen, die für die OeNB von besonderem Interesse sind. Die Beiträge werden einem internationalen Begutachtungsverfahren unterzogen und spiegeln jeweils die Meinung der Autoren wider.

Geschäftsbericht mit Wissensbilanz und Umwelterklärung (Nachhaltigkeitsbericht) jährlich

In mehreren Kapiteln werden im Geschäftsbericht der OeNB die Geldpolitik, die Wirtschaftslage, neue Entwicklungen auf den Finanzmärkten im Allgemeinen und auf dem Gebiet der Finanzmarktaufsicht im Speziellen, die sich wandelnden Aufgaben der OeNB und ihre Rolle als internationaler Partner erörtert. Der Bericht enthält auch den Jahresabschluss, die Wissensbilanz und die Umwelterklärung der OeNB.

Tagungsband zur Volkswirtschaftlichen Tagung

jährlich

Die Volkswirtschaftliche Tagung der OeNB stellt eine Plattform für den internationalen Meinungs- und Informationsaustausch zu währungs-, wirtschafts- und finanzmarktpolitischen Fragen zwischen Zentralbanken, wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, Finanzmarktvertretern und der universitären Forschung dar. Der Konferenzband enthält alle Beiträge der Tagung.

Konferenzband zur Conference on European Economic Integration

jährlich

Schwerpunkt der Conference on European Economic Integration (CEEI) der OeNB sind zentralbankrelevante Fragen im Zusammenhang mit Zentral-, Ost- und Südosteuropa und dem EU-Erweiterungsprozess. Der Konferenzband enthält Beiträge zur CEEI und erscheint auf Englisch in einem renommierten internationalen Verlag.

Näheres finden Sie unter <http://ceec.oenb.at>

Adressen der Oesterreichischen Nationalbank

Hauptanstalt

Otto-Wagner-Platz 3
1090 Wien
Internet: www.oenb.at

Postanschrift

Postfach 61
1011 Wien

Telefon/ Fax/ E-Mail

Tel.: (+43-1) 404 20-6666
Fax: (+43-1) 404 20-2399
E-Mail: oenb.info@oenb.at

Zweiganstalten

Zweiganstalt Österreich Nord

Coulinstraße 28
4020 Linz

Postfach 346
4021 Linz

Tel.: (+43-732) 65 26 11-0
Fax: (+43-732) 65 26 11-6399
E-Mail: regionnord@oenb.at

Zweiganstalt Österreich Süd

Brockmanngasse 84
8010 Graz

Postfach 8
8018 Graz

Tel.: (+43-316) 81 81 81-0
Fax: (+43-316) 81 81 81-6799
E-Mail: regionsued@oenb.at

Zweiganstalt Österreich West

Adamgasse 2
6020 Innsbruck

Adamgasse 2
6020 Innsbruck

Tel.: (+43-512) 594 73-0
Fax: (+43-512) 594 73-6599
E-Mail: regionwest@oenb.at

Repräsentanzen

Repräsentanz London

Oesterreichische Nationalbank
48 Gracechurch Street, 5th floor
London EC3V 0EJ, Vereinigtes Königreich

Tel.: (+44-20) 7623-6446
Fax: (+44-20) 7623-6447

Repräsentanz New York

Oesterreichische Nationalbank
450 Park Avenue, Suite 1202
New York, N. Y. 10022, USA

Tel.: (+1-212) 888-2334
Fax: (+1-212) 888-2515

Repräsentanz Brüssel

Oesterreichische Nationalbank
Ständige Vertretung Österreichs bei der EU
Avenue de Cortenberg 30
1040 Brüssel, Belgien

Tel.: (+32-2) 285 48-41, 42, 43
Fax: (+32-2) 285 48-48