Klaus S. Friesenbichler, Werner Hölzl

Leichter Anstieg der Ertragskraft der Sachgütererzeugung erwartet. Cash-Flow, EGT und Eigenkapital in Österreich

Aufgrund der kräftigen Sachgüterkonjunktur (Warenproduktion +11,4%) dürfte die Cash-Flow-Umsatz-Relation 2011 auf 11,8% gestiegen sein. Ähnlich dürfte sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 7,5% des Umsatzes im Jahr 2010 auf 7,8% im Jahr 2011 erhöht haben. Der Anstieg der Cash-Flow-Quote auf ein Niveau, das etwas über dem langjährigen Durchschnitt von 11,7% liegt, korrespondiert mit der Erholung der Wertschöpfung in der Sachgütererzeugung auf das Niveau vor der Krise. Ähnlich zog die Eigenkapitalquote 2010 gegenüber dem Vorjahr leicht an (auf 39,6%). Sie lag damit etwas unter dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer (41,8%).

Begutachtung: Jürgen Janger • Wissenschaftliche Assistenz: Eva Jungbauer, Elisabeth Neppl-Oswald, Eva Sokoll • **E-Mail-Adressen: Klaus.Friesenbichler@wifo.ac.at, Werner.Hoelzl@wifo.ac.at, Eva.Sokoll@wifo.ac.at, Elisabeth.Neppl-Oswald@wifo.ac.at, Eva.Jungbauer@wifo.ac.at**

In Österreich stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion 2011 real um 3,1%. Die kräftige Konjunktur stand auf breiter Basis, da sämtliche Hauptkomponenten der Nachfrage positive Wachstumsbeiträge lieferten. Besonders kräftig stieg die Auslandsnachfrage nach heimischen Waren (real +7,7%). Die Bruttoinvestitionen (+14%) und auch die Bruttoanlageinvestitionen (+5,7%) zogen deutlich an. Von diesem freundlichen Konjunkturumfeld profitierte die Sachgütererzeugung. Nachdem ihre Bruttowertschöpfung im Krisenjahr 2009 zu Herstellungspreisen um 15,3% eingebrochen war, erholte sie sich 2010 deutlich (+7,4%) und expandierte 2011 um 11,4%, sodass die Warenproduktion wieder das Vorkrisenniveau erreichte (*Scheiblecker et al.*, 2012).

Diese Entwicklungen werden im Zeitablauf durch den WIFO-Konjunkturtest bestätigt: Die Konjunkturindikatoren für die österreichische Sachgütererzeugung begannen Mitte 2008 zu sinken und spiegelten bis Mitte 2009 eine stark negative Dynamik wider. Die Erwartungen (Produktion und Geschäftslage in sechs Monaten) kündigten Mitte 2009 eine Trendwende an, die 2010 und 2011 in eine Erholung mündete. 2011 weiteten die Unternehmen ihre Investitionen real um 7,3% aus (nominell +9,1%). 69,5% der Unternehmen orientierten sich in ihrer Investitionsplanung 2011 (teils sehr) stark an der optimistischen Beurteilung der Nachfrageentwicklung. Somit basierte die Investitionsausweitung 2011 in erster Linie auf den konjunkturbedingt positiven Absatzerwartungen (*Falk et al.*, 2012).

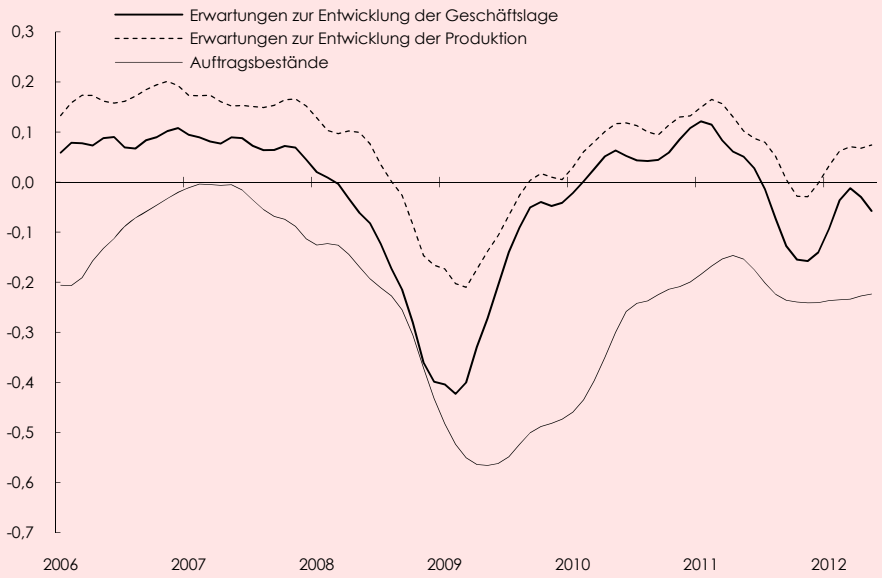
Das Muster der Kostenentwicklung der Sachgütererzeugung ähnelte 2011 dem Konjunkturmuster (Übersicht 1): Nach der empfindlichen Verteuerung der Industrierohstoffe 2010 (+53,5%) verflachte der Anstieg 2011 auf +8,7% und entsprach damit etwa dem Anstieg des Erdölpreises. Die Lohnstückkosten sanken 2011 um 4,5% (2010 –5,7%). Der Rückgang der Kreditzinssätze spiegelte die Reaktion der Europäischen Zentralbank auf die Finanzmarktkrise 2009 wider. Im Jahr 2011 war der Kreditzinssatz mit 2,9% geringfügig höher als im Vorjahr (2,4%).

2012 dürfte neuerlich ein schwieriges Jahr für Österreichs Sachgütererzeugung werden. Bereits gegen Jahresende 2011 war die Konjunkturabschwächung im Ausland spürbar – der Export war gegenüber der Vorperiode rückläufig. Das WIFO erwartet in seiner aktuellen Konjunkturprognose (Juni 2012) heuer ein reales Wertschöpfungswachstum von lediglich 0,6%. Bruttoanlageinvestitionen (+1,1%) und Exporte (+3,5%)

werden weniger stark steigen als im Vorjahr. Eine Eintrübung zeigen zuletzt auch der WIFO-Investitionstest und der WIFO-Konjunkturtest. Der Index der aktuellen Lagebeurteilungen und die Kennzahl zu den unternehmerischen Erwartungen verschlechtern sich seit Februar 2012. Der Rückgang ist zwar bislang gering, zuletzt fiel aber auch die Konjunktureinschätzung auf Österreichs wichtigsten Exportmärkten wesentlich ungünstiger aus (Abbildung 1)[1]).

Abbildung 1: Konjunkturbeurteilung der Unternehmen in der Sachgütererzeugung

Salden aus positiven und negativen Einschätzungen in % aller Meldungen



Q: WIFO-Konjunkturtest.

Übersicht 1: Die Kostenentwicklung in der Sachgütererzeugung

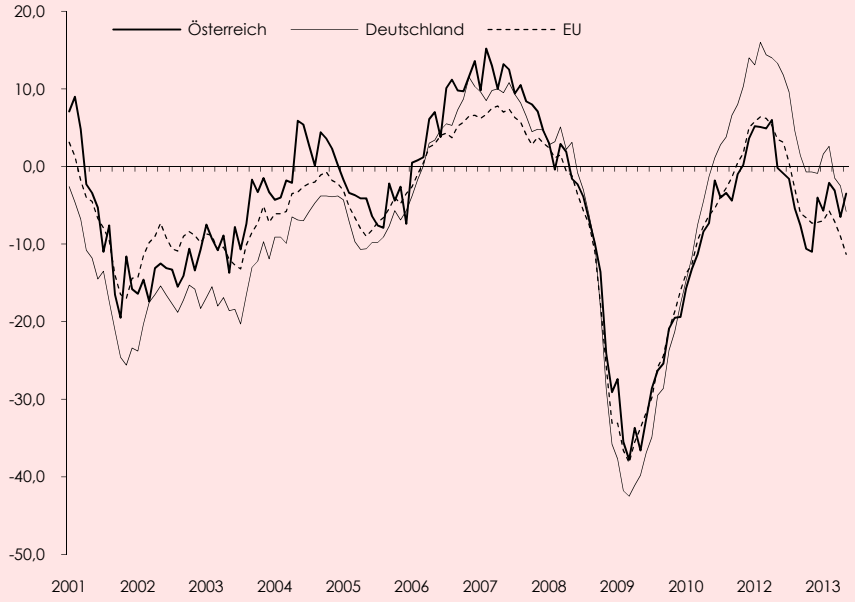
	Industrierohstoffpreise auf Euro-Basis		Lohnstückkosten		Zinssatz für Unternehmenskredite in %	Real-effektiver Wechselkursindex	
	1990 = 100	Veränderung gegen das Vorjahr in %	2000 = 100	Veränderung gegen das Vorjahr in %		I. Quartal 1999 = 100	Veränderung gegen das Vorjahr in %
2000	105,8	+ 24,4	100,0	– 2,8	6,3	94,1	– 4,1
2001	98,7	– 6,7	99,4	– 0,6	6,3	93,9	– 0,2
2002	91,2	– 7,6	100,2	+ 0,8	5,2	94,4	+ 0,5
2003	88,6	– 2,9	102,1	+ 1,9	4,2	97,5	+ 3,3
2004	100,7	+ 13,6	99,8	– 2,3	3,6	98,5	+ 1,0
2005	115,3	+ 14,5	98,1	– 1,7	3,5	97,5	– 1,0
2006	151,2	+ 31,1	94,8	– 3,4	4,1	97,0	– 0,5
2007	160,1	+ 5,9	92,6	– 2,3	5,1	97,7	+ 0,7
2008	156,1	– 2,5	97,4	+ 5,2	5,5	98,3	+ 0,6
2009	122,6	– 21,5	112,0	+ 15,1	2,8	98,7	+ 0,4
2010	188,1	+ 53,5	105,6	– 5,7	2,4	96,1	– 2,7
2011	204,5	+ 8,7	100,9	– 4,5	2,9	96,8	+ 0,7

Q: WIFO, OeNB, HWWI.

[1]) http://www.itkt.at/.

Abbildung 2: Vertrauensindikator der Industrie im internationalen Vergleich

Saisonbereinigt



Q: Europäische Kommission, GD Wirtschaft und Finanzen, Business and Consumer Surveys, http://http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys.

Die Cash-Flow-Umsatz-Relation der Sachgütererzeugung

Für die Ertragslage der Sachgütererzeuger liegen leider keine Frühindikatoren vor. Deshalb muss auf eine Schätzung der Cash-Flow-Quote zurückgegriffen werden. Die Basis der Quasi-Prognose – prognostiziert wird ein Wert der Vergangenheit – sind Kennzahlen der BACH-Datenbank ("Bank for Accounts of Companies Harmonized"), die eine harmonisierte Datengrundlage für die Auswertung von Bilanzdaten europäischer Länder bietet. Trotz der Harmonisierung sind die Kennzahlen aber nur bedingt vergleichbar. Die österreichischen Daten werden von der Oesterreichischen Nationalbank bereitgestellt (Bilanzstatistik der OeNB) und ergänzt um Informationen für kleinere Unternehmen aus dem Bilanzdatensatz der KMU-Forschung Austria.

Übersicht 2: Schätzgleichungen zur Prognose der Cash-Flow-Umsatz-Relation

	$\log P_{t-1}$	I_{it}	I_{it-1}
Cash-Flow-Umsatz-Relation			
β	0,51	0,14	– 0,06
z-Wert	6,67**	2,82**	– 0,71
NT = 198			
R^2	0,61		
	$\log EGT_{t-1}$	I_{it}	I_{it-1}
Relation Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zum Umsatz			
β	0,37	0,25	– 0,01
z-Wert	5,08**	3,55**	– 0,12
NT = 198			
R^2	0,50		

Die Verzerrungskorrektur der Schätzung folgt *Bruno* (2003), *Bun – Kiviet* (2003) sowie *Kiviet* (1995). Die Standardabweichung der Schätzer wird durch Bootstrapping (1.000 Replikationen) ermittelt. Fixe Sektoreffekte sind nicht ausgewiesen. $\log P_{t-1}$ . . . sektorspezifische Cash-Flow-Quote (logarithmiert, um eine Periode verzögert), $\log EGT_{t-1}$ . . . sektorspezifisches Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit als Anteil am Umsatz (logarithmiert, um eine Periode verzögert), I_t . . . synthetischer sektoraler Konjunkturindikator, I_{t-1} . . . synthetischer sektoraler Konjunkturindikator, um eine Periode verzögert, ** . . . signifikant auf einem Niveau von 1%, * . . . signifikant auf einem Niveau von 5%.

Daten und Definitionen

Die Cash-Flow-Quote ist ein Indikator für die Fähigkeit von Unternehmen, aus den eigenen Umsatzerlösen *Investitionen zu finanzieren* oder *Gewinne auszuschütten.* Sie spiegelt die *Selbstfinanzierungskraft* eines Unternehmens wider. Die Eigenkapitalausstattung ist über die reine Haftungsfunktion hinaus vor allem wegen ihrer Vertrauenswirkung bei Kunden und Lieferanten in Bezug auf die künftige Zahlungsfähigkeit sowie die Autonomie der Unternehmen in der Abwicklung risikoreicher Finanzierungsvorhaben von Bedeutung.

Der *Cash-Flow* eines Unternehmens entspricht dem in einer Periode aus eigener Kraft erwirtschafteten Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben. In Abgrenzung zur *Außenfinanzierung* (durch Beteiligungskapital, Fremdkapital oder Subventionen) sowie zur Finanzierung aus Vermögensumschichtungen (Veräußerungen, Lagerabbau usw.) als weiterem Bestandteil der Innenfinanzierung beruht die *Selbstfinanzierung i. w. S.* auf drei Elementen: zurückbehaltenen erwirtschafteten *Gewinnen* (Selbstfinanzierung i. e. S.), erwirtschafteten Gegenwerten von *Abschreibungen* und erwirtschafteten *Rückstellungsgegenwerten* mit Verpflichtungscharakter gegenüber Dritten (*Schäfer,* 1998).

Die Cash-Flow-Umsatz-Relation (Cash-Flow-Quote) wird als Anteil des Cash-Flows an den Umsatzerlösen gemessen. Der Cash-Flow wird dafür folgendermaßen definiert:

Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
\+ Normalabschreibungen auf das Anlagevermögen
\+ Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens
[± Dotierung und Auflösung von langfristigen Rückstellungen]
[± Dotierung und Auflösung von Sozialkapital]
= Cash-Flow

Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT) ist eine Zwischenposition in der Gewinn und Verlustrechnung, die sich als der Summe des Betriebs- und des Finanzergebnisses definiert. Das EGT bietet als Ertragskennzahl zwei Vorteile. Zum einen berücksichtigt es nur die gewöhnliche Geschäftstätigkeit – außerordentliche Einflüsse bleiben unberücksichtigt. Zum anderen erleichtert es die Vergleichbarkeit zwischen Gesellschaftsformen und länderspezifischen Steuersystemen, da es Steuern nicht enthält.

Die *Eigenkapitalquote* als Maß für die finanzielle Unabhängigkeit gegenüber Dritten wird als Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme errechnet. Das Eigenkapital umfasst sowohl das bilanzielle Eigenkapital als auch unversteuerte Rücklagen. Die Bilanzsumme setzt sich aus Anlagevermögen, Umlaufvermögen und Rechnungsabgrenzungsposten zusammen.

Die BACH-Datenbank

Die BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized) wird seit 1987 von der Europäischen Kommission (DG ECFIN) in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss der Bilanzzentralen (European Committee of Central Balance Sheet Offices) erstellt. Ihr Ziel ist es, internationale Vergleiche zwischen ausgewählten EU-Ländern sowie Japan und den USA zu ermöglichen. Derzeit sind aggregierte Jahresabschlussdaten in folgender Gliederung verfügbar:

- 11 *Länder:* Österreich, Belgien, Spanien, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Portugal, Polen, Japan und die USA,
- 87 *Branchen nach NACE rev. 2 (Zweisteller)*: davon 24 in der Sachgütererzeugung,
- *3 Größenklassen:* Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz unter 10 Mio. €, von 10 bis 50 Mio. € und über 50 Mio. €.

Schätzungen für das Jahr 2011 zeigen einen leichten Anstieg der Cash-Flow-Umsatz-Relation der österreichischen Sachgütererzeuger auf 11,8% (2010: 11,4%).

Die Daten zur Cash-Flow-Umsatz-Relation stehen in der Gliederung der Wirtschaftsklassifikation der EU nach Branchen zur Verfügung (NACE rev. 2, Zweisteller). Wegen der Umstellung von NACE rev. 1.1 auf NACE rev. 2 basiert die Prognose auf kurzen Zeitreihen, denn die Kennzahlen liegen erst ab 2000 vor. Allerdings fehlen für die Tabakindustrie sowie die Kokerei und Mineralölverarbeitung Angaben, sodass für die ökonometrischen Schätzungen nur 22 der 24 Branchen berücksichtigt werden konn-

ten. Die ökonometrische Schätzung für das Jahr 2011 stützt sich auf Daten der Periode 2000 bis 2010.

Das panelökonometrische Modell zur Cash-Flow-Schätzung

Die Prognose der Cash-Flow-Entwicklung auf Branchenebene verwendet einen panelökonometrischen Ansatz. Durch das Zusammenspielen der Branchendaten kann trotz eher kurzen Zeitreihen eine relativ verlässliche ökonometrische Schätzung der Cash-Flow-Quote für 2011 gewonnen werden. Die geschätzte Spezifikation folgt der industrieökonomischen Literatur und geht davon aus, dass die Ertragskraft und damit auch die Selbstfinanzierungskraft von Unternehmen im Zeitverlauf persistente Unterschiede aufweist (*Mueller,* 1990, *Aiginger – Pfaffermayr,* 1997, *Peneder – Pfaffermayr,* 2003). Weil die Branchen in der Sachgütererzeugung darüber hinaus durch Eintrittsbarrieren und versunkene Investitionen charakterisiert sind, wird ein Ausgleich der Ertragskraft über die Branchen hinweg langsamer erfolgen. Dem wird durch fixe Brancheneffekte Rechnung getragen. Das ökonometrische Modell enthält zudem die um eine Periode verzögerte Cash-Flow-Quote, um die partielle Anpassung an externe Schocks abzubilden.

Weitere erklärende Variable sind ein synthetischer Konjunkturindikator $\left(I_{it} \text{ und} I_{it-1}\right)$ auf Basis der subjektiven Einschätzung der Unternehmen aus dem WIFO-Konjunkturtest. Leider stehen keine branchenspezifischen Strukturdaten zur Erklärung der Cash-Flow-Quote zur Verfügung. Der synthetische Konjunkturindikator auf der Branchenebene wird aus den Jahresdurchschnittswerten der Salden aus optimistischen und pessimistischen Angaben (in Prozent aller Antworten) zur Beurteilung der Geschäftslage (AB), der Geschäftslage in den nächsten sechs Monaten (GL) sowie zur Preisentwicklung nach folgender Formel berechnet (*Oppenländer,* 1996):

$$I = \left[\left(GL + 2\right)\left(GL6 + 2\right)\left(PR + 2\right)\right]^{1/3} - 2 \,,$$

wobei die einzelnen Indikatoren als Prozentwerte in die Berechnung eingehen. Die Saldenreihen weisen einerseits eine hohe Korrelation mit der Entwicklung der Cash-Flow-Umsatz-Relation sowie mit dem Wachstum der Sachgüterproduktion auf. Andererseits bilden sie auch unbeobachtbare strukturelle Unterschiede sowie Unterschiede in der Kostenentwicklung nach Branchen ab. Für die Prognose sollte dieser Indikator einen ausreichenden Vorlauf besitzen. Die Korrektur der Werte um 2 sichert, dass die Werte in der eckigen Klammer stets positiv sind.

Formal ist das ökonometrische Prognosemodell wie folgt spezifiziert:

$$\log \pi_{it} = \beta_1 \log \pi_{it-1} + \beta_2 \, I_{it} + \beta_2 \, I_{it-1} + \beta_0 + \sum_{j=1}^{22} \gamma_j \, S_j + \varepsilon_{it} \,,$$

$$\varepsilon_{it} \sim N\left(0, \sigma^2\right).$$

Die Schätzung des dynamischen Panelmodells verwendet den Ansatz von *Kiviet* (1995) und *Bruno* (2003). Die Prognose der durchschnittlichen Cash-Flow-Quote für die gesamte Sachgüterproduktion ergibt sich als gewichtetes Mittel der Branchenprognosen, wobei der Definition der Cash-Flow-Quote entsprechend die Umsatzanteile der einzelnen Branchen als Gewichte verwendet werden. Die Umsatzgewichte werden als deterministisch angenommen und mit den Veränderungsraten der Industrieproduktion zwischen 2010 und 2011 für das Jahr 2011 fortgeschrieben.

Die Schätzergebnisse für die Periode 2001 bis 2010 sind in Übersicht 2 ausgewiesen. Alle erklärenden Variablen einschließlich der fixen Brancheneffekte sind signifikant. Der signifikante Parameter der um eine Periode verzögerten Cash-Flow-Quote impliziert, dass exogene Einflüsse auf die Ertragsentwicklung, wenn auch mit relativ geringer Persistenz, mehrere Perioden nachwirken. Insgesamt zeigt das geschätzte Modell eine hinreichend gute Schätzgüte (Abbildung 3), wobei das R^2 (ein Maß für die Schätzgüte, das die erklärte Varianz misst) von 0,61 nicht überbewertet werden soll – es ist wesentlich von branchenspezifischen Niveaueffekten bestimmt, die über die Zeit unverändert bleiben.

Übersicht 3: Die Cash-Flow-Quote in Österreich nach Branchen

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	20111)
	Cash-Flow in % des Umsatzes										
Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln	6,2	7,0	8,1	7,5	6,5	6,7	6,9	6,4	7,6	7,5	7,2
Getränkeherstellung	16,0	21,3	16,7	16,2	15,9	17,0	18,1	11,3	14,3	16,1	16,7
Tabakverarbeitung	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Herstellung von Textilien	10,6	8,4	8,1	7,5	8,2	6,6	11,1	8,5	5,9	12,1	10,3
Herstellung von Bekleidung	1,9	2,8	3,6	6,3	2,1	3,5	5,3	4,9	5,2	7,3	5,4
Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen	6,3	2,4	3,6	5,5	14,8	8,8	9,1	11,7	12,3	16,9	12,5
Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren (ohne Möbel)	11,2	7,9	7,0	8,4	7,9	9,5	9,8	7,2	8,1	9,7	9,3
Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus	22,3	20,0	18,2	14,7	13,1	15,8	13,7	11,8	12,6	12,0	13,8
Herstellung von Druckerzeugnissen, Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern	10,3	8,2	9,8	10,6	9,4	14,0	14,0	9,6	14,1	7,1	8,6
Kokerei und Mineralölverarbeitung	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Herstellung von chemischen Erzeugnissen	11,3	12,2	9,6	10,5	9,6	12,9	16,1	9,0	17,2	20,6	16,7
Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen	22,3	19,6	16,2	12,3	19,5	20,6	21,6	12,8	17,7	20,4	19,6
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	10,6	11,1	10,5	11,1	13,5	9,6	10,0	9,8	11,3	11,5	12,0
Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	17,2	14,9	15,0	14,2	11,4	15,2	23,0	13,1	11,5	12,6	13,9
Metallerzeugung und -bearbeitung	15,5	10,0	11,0	11,6	11,9	12,0	16,8	14,1	13,3	11,8	12,2
Herstellung von Metallerzeugnissen	11,7	12,6	12,1	10,8	12,6	11,5	11,3	10,4	10,3	8,4	9,8
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen	27,7	24,1	19,0	17,5	10,3	11,6	11,6	7,6	11,2	12,4	13,0
Herstellung von elektrischen Ausrüstungen	12,4	13,4	17,0	14,2	10,6	13,5	13,3	12,2	11,9	14,2	14,2
Maschinenbau	11,1	11,2	8,7	10,0	10,0	12,0	11,4	11,3	9,9	11,3	11,7
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	12,3	9,1	8,6	8,0	7,3	9,2	9,2	6,0	6,4	6,8	7,8
Sonstiger Fahrzeugbau	10,9	10,8	8,0	6,7	5,5	5,9	5,8	11,2	15,5	13,2	11,4
Herstellung von Möbeln	8,6	6,1	6,6	7,1	6,5	6,1	5,2	6,9	6,1	5,5	6,1
Herstellung von sonstigen Waren	22,5	19,8	17,6	15,2	15,8	19,6	19,7	13,3	20,0	8,8	12,2
Reparatur und Installation von Maschinen und Ausrüstungen	4,9	5,0	5,3	9,7	9,0	8,7	12,7	10,9	10,8	9,9	9,2
Herstellung von Waren insgesamt	13,2	12,1	11,5	10,9	10,6	11,9	12,8	10,0	10,6	11,4	11,8
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in % des Umsatzes	8,6	7,1	6,7	5,9	6,4	7,9	9,2	6,5	6,7	7,6	7,8

Q: BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized) (http://www.bachesd.banque-france.fr/?lang=en). – 1) Schätzung.

Im gewichteten Durchschnitt der Sachgütererzeugung ergibt sich auf dieser Basis für 2011 eine Cash-Flow-Quote von 11,8% (siehe Kasten "Das panelökonometrische Modell zur Cash-Flow-Schätzung"). Die geringe Steigerung um 0,4 Prozentpunkte gegenüber 2010 spiegelt die günstige Konjunktur 2011 wider. Auch das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit nahm in Relation zum Umsatz zu (Übersicht 3). Die Krise dämpfte die aggregierte Cash-Flow-Umsatz-Marge der Sachgütererzeugung vor allem 2008, mit 10% lag die Kennzahl um etwa 15% unter dem Durchschnitt der Periode 2000/2010 (11,7%; 2009: 10,6%). Der trotz der Rezession geringe Rückgang erklärt sich durch einen gleichzeitigen Einbruch von Geschäftserfolg und Umsatz. Parallel dazu entwickelte sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit[2]).

2011 divergierte die Entwicklung in den einzelnen Branchen: Ein Anstieg der Cash-Flow-Quote ergibt sich in den Schätzungen für die Herstellung von sonstigen Waren (+3,4 Prozentpunkte), die Papierindustrie (Papier, Pappe und Waren daraus: +1,8 Prozentpunkte) und die Herstellung von Druckerzeugnissen sowie die Vervielfältigung von Ton-, Bild und Datenträgern (+1,5 Prozentpunkte). Rückläufig war die Quote in der Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen (–4,4 Prozentpunkte), von chemischen Erzeugnissen (–4 Prozentpunkte) und von Bekleidung (–1,9 Prozentpunkte). Die Branchenschätzungen sind mit größerer Vorsicht zu betrachten als die aggregierte Schätzung, weil sie nicht auf getrennten Koeffizienten für die Ertragsentwicklung auf Branchenebene beruhen, sondern auf einem synthetischen Konjunkturindikator für alle Branchen, der Niveauunterschiede der Ertragskraft zwischen den Branchen berücksichtigt. Die heterogenen Wirkungen der Veränderung der

[2]) Die Ergebnisse könnten durch abweichende Bilanzstichtage beeinflusst sein. Die hier verwendeten Bilanzdaten beziehen sich nicht immer auf Kalenderjahre, werden jedoch einem Jahr zugeordnet.

Rahmenbedingungen in den einzelnen Branchen können nur eingeschränkt abgebildet werden.

Abbildung 3: Cash-Flow-Quote und Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der Sachgütererzeugung

Q: BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized), WIFO-Berechnungen.

Cash-Flow- und Eigenkapitalquoten im internationalen Vergleich

Die Cash-Flow-Quote der österreichischen Sachgütererzeugung lag 2010 mit 11,4% über dem Durchschnitt der Vergleichsländer von 10,9%. Nur die Niederlande wiesen mit 20,3% und Belgien mit 11,6% höhere Quoten aus als Österreich. In den meisten Ländern ist die Quote über die Zeit recht konstant und schwankt nur geringfügig um den Mittelwert. Der Variationskoeffizient – die Standardabweichung im Verhältnis zum Mittelwert – beträgt für Österreich 11,7%, für Spanien 15,5% und für Italien nur 6%. Deutlich stärker schwankt die Ertragskraft der Sachgütererzeugung in den Niederlanden (28,1%; Übersicht 4).

In Polen – dem einzigen neuen EU-Land, für das Daten vorliegen – betrug die Cash-Flow-Quote im Durchschnitt 2000/2010 10,4%. Im Jahr 2008 brach sie wie in den anderen Ländern um 2,6 Prozentpunkte ein. Nachdem sie sich 2009 auf 10,5% erholt hatte, fiel sie 2010 erneut auf 9,7% und lag somit unter dem Durchschnitt der hier untersuchten Länder.

Die Cash-Flow-Quote der österreichische Sachgütererzeugung lag 2010 mit 11,4% über dem Durchschnitt der acht untersuchten EU-Länder von 10,9%, aber leicht unter dem langjährigen Durchschnitt von 11,7%.

Übersicht 4: Internationaler Vergleich der Cash-Flow-Quote in der Sachgütererzeugung

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Ø 2000/2010	Standardabweichung	Variationskoeffizient
							Cash-Flow in % des Umsatzes							
9 EU-Länder														
Österreich	14,0	13,2	12,1	11,5	10,9	10,6	11,9	12,8	10,0	10,6	11,4	11,7	1,235	0,105
Belgien	9,9	8,4	9,0	9,5	10,3	10,0	11,0	10,3	9,9	12,5	11,6	11,3[1])	1,328	0,117
Spanien	9,1	8,1	8,0	8,6	9,5	9,0	8,8	8,8	6,3	5,5	7,4	8,1	1,259	0,155
Frankreich	9,4	8,3	10,0	9,0	9,2	9,7	9,3	9,7	8,3	8,5	10,1	9,2	0,647	0,070
Deutschland	9,2	7,2	6,6	6,7	6,5	6,9	7,6	8,0	6,6	5,8	9,1	7,3	1,093	0,150
Italien	8,6	8,4	8,3	8,2	8,3	8,1	8,2	8,3	7,1	7,3	7,7	8,0	0,479	0,060
Niederlande	.	14,5	13,1	14,0	18,5	25,6	23,0	27,6	22,1	13,1	20,3	19,2[2])	5,387	0,281
Portugal	11,5	10,4	10,7	10,6	10,9	10,6	9,1	9,1	8,0	8,0	8,8	9,8	1,224	0,125
Polen	.	.	.	.	.	.	11,2	11,6	9,0	10,5	9,7	10,4[3])	1,068	0,102
Mittelwert	10,2	9,8	9,7	9,8	10,5	11,3	11,1	11,8	9,7	9,1	10,7	[4])		
Median	9,4	8,4	9,5	9,2	9,9	9,9	9,3	9,7	8,3	8,5	9,7	[4])		
Ohne Niederlande und Polen														
Mittelwert	10,2	9,1	9,2	9,2	9,4	9,3	9,4	9,6	8,0	8,3	9,4	9,2	0,600	0,065
Median	9,4	8,4	9,0	9,0	9,5	9,7	9,1	9,1	8,0	8,0	9,1	8,9	0,574	0,064

Q: BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized), WIFO-Berechnungen. – [1]) Durchschnitt 2008/2010. Aufgrund einer Änderung der Stichprobe mit den Vorjahren nur eingeschränkt vergleichbar. – [2]) Durchschnitt 2001/2010. – [3]) Durchschnitt 2006/2010. – [4]) Einschließlich Belgiens.

Mit 39,6% lag die Eigenkapitalquote der österreichischen Sachgütererzeugung 2010 leicht unter dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer (41,8%).

Die Eigenkapitalquote der österreichischen Sachgütererzeuger lag 2010 mit 39,6% leicht unter dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer von 41,8%. Am höchsten war der Eigenkapitalanteil in den Niederlanden (58,3%) und in Belgien (48,3%), am niedrigsten in Portugal (34,8%). Deutschland wies eine geringere Quote als Österreich aus (32,4%). Über die Zeit ist die Eigenkapitalquote noch konstanter als die Cash-Flow-Marge. Der Variationskoeffizient lag für Österreich in der Periode 2000/2010 bei nur 3,8%. In Deutschland (3,5%) und Belgien (2,9%) schwankte die Eigenkapitalquote weniger. Am größten war die Variation in Portugal (9,6%) und den Niederlanden (8%).

Übersicht 5: Internationaler Vergleich der Eigenkapitalquote in der Sachgütererzeugung

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Ø 2000/2010	Standardabweichung	Variationskoeffizient
							Eigenkapital in % der Bilanzsumme							
9 EU-Länder														
Österreich	37,7	35,8	36,2	36,0	35,1	37,0	38,3	38,3	35,7	37,7	39,6	37,0	1,404	0,038
Belgien	36,9	37,0	36,3	38,5	37,0	40,5	43,1	46,6	46,2	48,9	48,3	47,8[1])	1,396	0,029
Spanien	42,4	41,8	40,9	41,1	40,5	39,1	38,0	37,3	39,0	37,9	41,3	39,9	1,750	0,044
Frankreich	34,8	32,6	32,7	33,6	35,1	37,0	37,0	36,0	33,5	34,4	36,5	34,8	1,644	0,047
Deutschland	28,2	29,1	30,1	29,7	30,0	29,9	30,3	31,0	30,0	30,4	32,4	30,1	1,049	0,035
Italien	29,4	29,4	30,0	30,0	31,1	31,5	31,7	31,6	33,7	34,8	35,1	31,7	2,053	0,065
Niederlande	.	52,1	48,0	48,5	48,8	53,2	54,4	59,3	55,5	58,8	58,3	53,7[2])	4,311	0,080
Portugal	41,7	41,9	42,8	43,8	43,6	44,2	37,1	36,5	35,9	35,2	34,8	39,8	3,831	0,096
Polen	.	.	.	.	.	.	49,9	50,5	46,8	49,8	49,9	49,4[3])	1,464	0,030
Mittelwert	35,9	37,5	37,1	37,6	37,7	39,0	40,0	40,8	39,6	40,9	41,8	[4])		
Median	36,9	36,4	36,2	37,2	36,1	38,0	38,0	37,3	35,9	37,7	39,6	[4])		
Ohne Niederlande und Polen														
Mittelwert	35,9	35,4	35,6	36,1	36,1	37,0	36,5	36,8	36,3	37,1	38,1	36,4	0,771	0,021
Median	36,2	34,2	34,4	34,8	35,1	37,0	37,1	36,2	34,7	35,0	35,1	35,4	1,014	0,029

Q: BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized), WIFO-Berechnungen. – [1]) Durchschnitt 2008/2010. Aufgrund einer Änderung der Stichprobe mit den Vorjahren nur eingeschränkt vergleichbar. – [2]) Durchschnitt 2001/2010. – [3]) Durchschnitt 2006/2010. – [4]) Einschließlich Belgiens.

Die Eigenkapitalquote ist, stärker als die Cash-Flow-Quote, ein Strukturindikator. Sie wird von der unternehmens- und branchenspezifischen Kapitalintensität und dem Risiko bestimmt. Im internationalen Vergleich ist die Nichtneutralität der Finanzierungsformen zu beachten: Wenn Zinszahlungen für Bankkredite steuerlich absetzbar sind, ist die Fremdfinanzierung für Unternehmen billiger als die Eigenfinanzierung. Da-

raus ergeben sich trotz oft gleicher branchenspezifischer Rahmenbedingungen Unterschiede in der Kapitalstruktur (Übersicht 5).

Heterogenität auf der Branchenebene

Die Cash-Flow-Quote und in einem geringeren Ausmaß auch die Eigenkapitalquote der österreichischen Sachgütererzeugung variierten im Durchschnitt 2000/2008 zwischen den Branchen deutlich.

Die aggregierte Cash-Flow-Quote der gesamten Sachgütererzeugung ist in Österreich weitgehend stabil. Auf der Branchenebene zeigt sich aber eine erhebliche Heterogenität. Im Zeitraum 2000/2010 waren die ertragreichsten Branchen die Tabakverarbeitung (Cash-Flow-Quote 26,5%), die Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen (19,6%), von Glas und Glaswaren, Keramik und die Verarbeitung von Steinen und Erden (13,9%) sowie die Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus (12,3%). Am niedrigsten war die Quote in der Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen (5,9%), Möbeln (6,4%) und Bekleidung (6,6%). Auch zwischen den Ländern bestehen beträchtliche Niveauunterschiede. So wies die pharmazeutische Industrie in Belgien eine Cash-Flow-Quote von 41,7% aus, in Spanien dagegen von nur 14,8%; in Österreich entsprach die Quote in dieser Branche etwa dem Mittelwert der Vergleichsländer. Der Korrelationskoeffizient für den langfristigen Durchschnitt in Österreich und den sieben Vergleichsländern betrug 0,78.

Übersicht 6: Cash-Flow-Quote und Eigenkapitalquote nach Sektoren in Österreich und anderen EU-Ländern

	Cash-Flow in % des Umsatzes		Eigenkapital in % der Bilanzsumme	
	Österreich	7 EU-Länder[1])	Österreich	7 EU-Länder[1])
	Durchschnitt 2000/2010			
Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln	7,1	6,5	40,3	37,3
Getränkeherstellung	15,8	13,7	43,3	40,1
Tabakverarbeitung	.	26,5	.	28,4
Herstellung von Textilien	8,8	6,5	34,9	37,0
Herstellung von Bekleidung	4,2	6,6	37,7	39,7
Herstellung von Leder, -waren und Schuhen	9,2	7,8	30,7	31,1
Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren	8,6	7,2	29,4	34,2
Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus	15,2	12,3	44,7	43,5
Herstellung von Druckerzeugnissen, Vervielfältigung von Ton-, Bild- und Datenträgern	11,1	10,8	33,5	33,3
Kokerei und Mineralölverarbeitung	.	7,7	.	29,4
Herstellung von chemischen Erzeugnissen	12,2	10,5	40,7	41,5
Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen	18,8	19,6	32,4	43,9
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	10,9	10,0	32,1	36,1
Herstellung von Glas und -waren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	15,1	13,9	37,6	41,6
Metallerzeugung und -bearbeitung	12,9	9,4	39,5	38,2
Herstellung von Metallerzeugnissen	11,2	8,9	37,8	35,0
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen	19,9	9,9	51,0	36,4
Herstellung von elektrischen Ausrüstungen	13,2	10,4	34,7	34,9
Maschinenbau	10,9	9,9	32,0	36,6
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	8,8	5,9	30,9	29,5
Sonstiger Fahrzeugbau	9,0	7,5	20,6	16,6
Herstellung von Möbeln	6,6	6,4	29,7	35,2
Herstellung von sonstigen Waren	17,8	10,4	52,9	41,3
Reparatur und Installation von Maschinen und Ausrüstungen	9,3	7,0	25,7	28,3
Herstellung von Waren	11,7	9,2	37,0	36,4

Q: BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized), WIFO-Berechnungen. Cash-Flow-Berechnung ohne Veränderung von Rückstellungen und Sozialkapital. – [1]) Österreich, Belgien, Spanien, Frankreich, Deutschland, Italien, Portugal.

Ein ähnliches Muster ergibt sich für die Eigenkapitalquote. Auch hier besteht eine beträchtliche Heterogenität zwischen den Ländern. So lag die Eigenkapitalquote in der Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektrischen und optischen Erzeugnissen in Deutschland im Durchschnitt 2000/2010 bei 28,5%, in Österreich dagegen bei 51% und damit etwa auf dem Durchschnittswert der untersuchten Länder. Hier ergibt sich ein Korrelationskoeffizient von 0,69.

Literaturhinweise

Aiginger, K., Pfaffermayr, M., "Explaining Profitability Differences: From Cross-Section to Panel Research", Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 1997, 117, S. 85-105.

Bruno, G. S. F., "Approximating the Bias of the LSDV Estimator for Dynamic Unbalanced Panel Data Models", Economics Letters, 2003, (87), S. 361-366.

Bun, M. J. G., Kiviet, J. F., "On the Diminishing Returns of Higher Order Terms in Asymptotic Expansions of Bias", Economics Letters, 2003, (79), S. 145-152.

Falk, M., Kunnert, A., Schwarz, G., "Investitionen der Sachgütererzeugung steigen auch 2012 – Bauunternehmen investieren weiterhin kräftig. Ergebnisse des WIFO-Investitionstests vom Herbst 2011", WIFO-Monatsberichte, 2012, 85(1), S. 63-76, http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/43377.

Kiviet, J. F., "On Bias, Inconsistency, and Efficiency of Various Estimators in Dynamic Panel Data Models", Journal of Econometrics, 1995, 68, S. 53-78.

Mueller, D. (Hrsg.), The Dynamics of Company Profits: An International Comparison, Cambridge University Press, Cambridge, 1990.

Oppenländer, K. H. (Hrsg.), Konjunkturindikatoren – Fakten, Analysen, Verwendung, 2. Auflage, Oldenbourg, München, 1996.

Peneder, M., Pfaffermayr, M., "Mäßige Ertragsentwicklung im Jahr 2002. Cash-Flow und Eigenkapital der österreichischen Sachgütererzeugung", WIFO-Monatsberichte, 2003, 76(3), S. 179-189, http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/23658.

Schäfer, H., Unternehmensfinanzen, Physica, Heidelberg, 1998.

Scheiblecker, M., et al., "Österreichs Wirtschaft im Jahr 2011: Erholung verstärkt sich", WIFO-Monatsberichte, 2012, 85(4), S. 257-321, http://www.wifo.ac.at/wwa/pubid/44056.

Recovery Increases Earnings Power in Austria's Manufacturing Industries in 2011

Cash Flow and Equity in Austria – Summary

In 2011, the cash flow to sales ratio should have increased in the Austrian manufacturing sector. The rise reflects the continued recovery after the severe crisis in 2008 and 2009, which was also marked by a drop in the cash flow to revenue margin. For 2011, econometric estimates based on a panel of NACE 2-digit industry data indicate a cash flow to sales ratio by Austrian manufacturing firms of 11.8 percent, a slight increase by 0.4 percentage point over 2010. The rise can be explained by the positive development of the manufacturing sector which in 2011 saw a real growth in value added of 11.4 percent, driven by an increase in international demand of 7.7 percent and in real investments by 14 percent. Comparative international figures show that the equity ratio of Austria's manufacturing sector of 39.6 percent is slightly below the average of all sample countries of 41.8 percent.