

Klaus S. Friesenbichler

Cash-Flow-Marge der österreichischen Sachgütererzeugung 2008 noch stabil

2007 lag die Cash-Flow-Umsatz-Relation der österreichischen Sachgütererzeugung aufgrund der noch guten Konjunktur bei 13,7%. 2008 dürfte der verhaltene Anstieg der Wertschöpfung von 3,5% die Entwicklung der Ertragskraft auf den langjährigen Durchschnitt gedrückt haben; das WIFO schätzt das Cash-Flow-Umsatz-Verhältnis auf 10,3%. In diesem Rückgang spiegelt sich bereits die von der internationalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise ausgehende Konjunkturverschlechterung im IV. Quartal 2008. Die positive Ertragsentwicklung trug 2007 dazu bei, dass die Eigenkapitalquote der österreichischen Sachgütererzeugung mit 38,5% erstmals über dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer (36,7%) lag. Zwischen den Dienstleistungsbranchen unterscheiden sich Cash-Flow und Eigenkapitalquote deutlich, teils aufgrund abweichender Skalenerträge und Wettbewerbsintensität. Insgesamt ist die Eigenkapitalquote im Dienstleistungssektor wesentlich niedriger als in der Sachgütererzeugung. Das Finanzanlagevermögen der österreichischen Sachgütererzeugung ist mit 15,6% der Bilanzsumme im internationalen Vergleich eher niedrig und stieg in den letzten Jahren nur wenig.

Der Autor dankt Gerhard Fiam (OeNB) für die Unterstützung. • Begutachtung: Michael Peneder • Wissenschaftliche Assistenz: Dagmar Guttmann, Eva Jungbauer • E-Mail-Adresse: Klaus.Friesenbichler@wifo.ac.at

Während volkswirtschaftliche Indikatoren die Struktur- und Konjunkturlinien auf einzelne Unternehmen widerspiegeln, dienen Unternehmenskennzahlen, die auf Bilanzen oder der Gewinn- und Verlust-Rechnung basieren, als Entscheidungsgrundlage für innerbetriebliche Funktionen wie Planung, Steuerung, Kontrolle oder Verhaltenssteuerung. Ihnen wird auch außerbetriebliche Relevanz zugeschrieben, z. B. bei der Unternehmensbewertung oder der Risikoeinschätzung. Diese außerbetriebliche Informationsfunktion hat bei Aggregation der Indikatoren auf Branchenebene auch volkswirtschaftliche Aussagekraft, und der Verlauf der Indikatoren auf Branchenebene kann ebenfalls durch Konjunkturlinien erklärt werden.

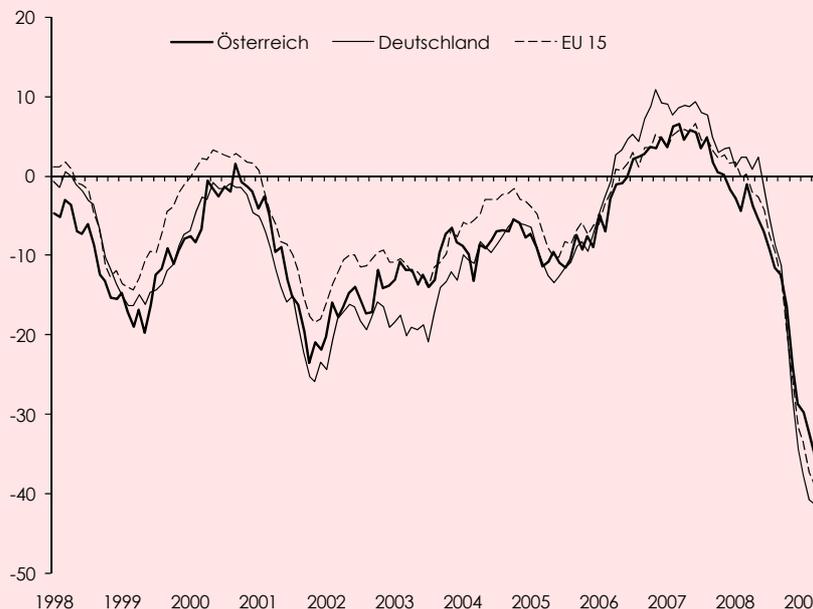
Ein bedeutender Indikator ist die Ertrags- bzw. Cash-Flow-Quote. Diese Erfolgskennzahl kommt einer Barmittelüberschuss-Umsatz-Marge gleich. Regelmäßig analysiert das WIFO zudem die Eigenkapitalquote der österreichischen Sachgütererzeugung, d. h. die relative Ausstattung mit Eigenkapital. Erstmals wird im vorliegenden Bericht zudem der Anteil des Finanzanlagevermögens an der Bilanzsumme als Maß der Exponiertheit gegenüber Kursschwankungen auf den Finanzmärkten diskutiert. Das Finanzanlagevermögen umfasst Beteiligungen und Ausleihungen sowie die für die Risikobewertung relevanten Wertpapiere des Anlagevermögens.

Die Entwicklung dieser Indikatoren wird für die Sachgütererzeugung und Teile des Dienstleistungssektors auf Branchenebene untersucht. Als Datenbasis dient die BACH-Datenbank ("Bank for Accounts of Companies Harmonized"), die für die letzten Jahre eine harmonisierte Statistik von Bilanzdaten europäischer Länder bietet und so einen internationalen Vergleich der Performance der Sachgütererzeuger auch auf Branchenebene ermöglicht. Trotz der Harmonisierung sind die Daten allerdings nur bedingt vergleichbar; die internationalen Jahresabschlusskennzahlen beruhen zudem ausschließlich auf Daten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.

Für die Berechnung der Kennzahlen wurden von der Oesterreichischen Nationalbank mehrere Datensätze zusammengeführt. Zum Teil stammen die Daten für Österreich aus der Bilanzstatistik der OeNB. Diese basiert auf den Unternehmensdaten, die

Banken im Rahmen von Offenmarktoperationen für die Bonitätsprüfung bereitstellen. KMU-Forschung Austria ergänzt diesen Datensatz um Informationen über kleine Unternehmen, die von Banken zur Verfügung gestellt werden. Die Kennzahlen sind mit jenen aus Publikationen der OeNB vor 1999 nicht direkt vergleichbar.

Abbildung 1: Vertrauensindikator der Industrie

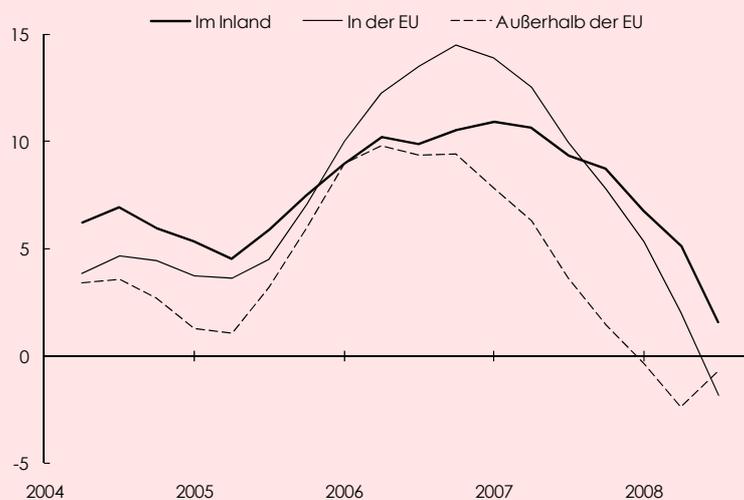


Q: European Commission, DG Economic and Financial Affairs, Business and Consumer Surveys, http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm.

Die Wertschöpfung der österreichischen Sachgütererzeugung wuchs im Jahr 2008 real um 3,5%, deutlich schwächer als 2007 (+5,5%). Nach einer günstigen Entwicklung im I. und II. Quartal brach die Konjunktur im 2. Halbjahr ein; insbesondere im IV. Quartal beschleunigte sich der saisonbereinigte Rückgang der Wertschöpfung (-1,4%).

Abbildung 2: Subjektive Einschätzung der Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Sachgütererzeuger

Salden aus positiven und negativen Einschätzungen in % aller Meldungen



Q: WIFO-Konjunkturtest.

Die realen Warenexporte der Gesamtwirtschaft wuchsen 2008 im Vergleich zum Vorjahr um nur 0,9%, nach +8,7% im Jahr 2007. Die Ergebnisse des WIFO-Konjunkturtests für die Sachgütererzeugung zeigen insbesondere ab dem 2. Halbjahr 2008 eine erhebliche Verschlechterung aller Indikatoren gegenüber 2007. Ein ähnliches Bild zeichnet der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für die EU 15 insgesamt und für Deutschland (Abbildung 1). Dieser internationale Abwärtstrend wird sich fortsetzen, wobei die Bandbreite der Prognosen groß ist. Österreich kann sich als kleine, exportorientierte Volkswirtschaft dieser Entwicklung nicht entziehen, wie die Zahlen für Ende 2008 bereits zeigen. Das WIFO geht in seiner aktuellen Prognose von Ende März von einem Einbruch der Wertschöpfung in der Sachgütererzeugung im Jahr 2009 um 5,5% aus, der sich 2010 in ein leichtes Wachstum von 0,5% umkehren wird. Dies lässt für 2009 einen deutlichen Rückgang der Ertragskraft erwarten.

Übersicht 1: Die Kostenentwicklung in der Sachgütererzeugung

	Industrierohstoffpreise auf Euro-Basis		Lohnstückkosten		Zinssatz für Kredite an Unternehmen 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 %
1990	100,0	.	96,3	+ 1,3	.	.	.
1991	91,4	- 8,6	101,2	+ 5,1	.	.	.
1992	82,4	- 9,8	107,4	+ 6,1	.	.	.
1993	74,9	- 9,2	115,7	+ 7,8	.	104,5	.
1994	85,7	+ 14,5	114,7	- 0,9	.	104,4	- 0,1
1995	90,8	+ 5,9	114,0	- 0,6	.	107,5	+ 3,0
1996	84,5	- 6,9	110,8	- 2,9	6,6	103,9	- 3,4
1997	96,0	+ 13,6	104,5	- 5,6	6,1	99,2	- 4,6
1998	83,5	- 13,1	105,0	+ 0,5	5,7	99,5	+ 0,3
1999	85,0	+ 1,9	103,7	- 1,2	4,7	98,1	- 1,4
2000	105,8	+ 24,4	100,0	- 3,6	6,0	94,1	- 4,1
2001	98,7	- 6,7	101,1	+ 1,1	5,9	93,9	- 0,2
2002	91,2	- 7,6	102,3	+ 1,2	5,2	94,4	+ 0,6
2003	88,6	- 2,9	103,3	+ 0,9	4,2	97,6	+ 3,3
2004	100,7	+ 13,6	101,5	- 1,7	3,6	98,5	+ 1,0
2005	115,3	+ 14,5	100,5	- 0,9	3,5	97,6	- 1,0
2006	151,2	+ 31,1	96,2	- 4,4	4,1	97,0	- 0,5
2007	160,1	+ 5,9	95,6	- 0,6	5,1	97,8	+ 0,7
2008	156,1	- 2,5	97,1	+ 1,6	4,6	98,7	+ 0,9

Q: WIFO, OeNB, HWWA.

Die Rahmenbedingungen verschlechterten sich primär nachfrageseitig. Insbesondere die Exporte in die USA (-10%), Deutschland (+1,2%) und Italien (-1,4%) entwickelten sich 2008 viel weniger dynamisch als in den letzten Jahren. Auch wertete der Euro leicht auf, wie der Anstieg des real-effektiven Wechselkursindex im Handel mit Industriewaren um 0,9% zeigt. Die Zunahme der Bruttoverdienste pro Kopf (+3%) hatte 2008 eine Erhöhung der Lohnstückkosten um 1,6% zur Folge. Diese Faktoren trugen zum vorerst nur leichten Rückgang der Cash-Flow-Quote bei.

Andere Produktionsfaktoren wirkten dem Rückgang entgegen. So ging der Zinssatz für Unternehmenskredite trotz der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 insgesamt um ½ Prozentpunkt auf 4,6% zurück. Auch Rohstoffe waren um 2,5% billiger als 2007, u. a. wegen des starken Rückgangs des Rohölpreises.

Die gute Konjunktur des Jahres 2007 mit einem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von 3,1% und einem Anstieg des arbeitstägig bereinigten Produktionsindex der Sachgütererzeugung um 6,1% spiegelt sich in der aggregierten Cash-Flow-Quote. Sie lag im Durchschnitt der 19 analysierten Branchen bei 13,7%, deutlich über dem Durchschnitt der Periode 1995/2006 (10,5%). Für 2008 schätzt das WIFO die Quote mit einem dynamischen panelökonometrischen Modell (Kiviet, 1995) auf 10,3%. Die Quote ist damit noch stabil, ihr Rückgang zeigt aber die massive Konjunkturverschlechterung Ende 2008. Der arbeitstägig bereinigte Produktionsindex erhöhte sich zwar im Jahresdurchschnitt 2008 noch um 0,8%, ging jedoch im IV. Quartal gegenüber dem Vorjahr bereits um 4,6% zurück. Insbesondere die schwache Entwicklung der Produktion von Kraftfahrzeugen (-8,9%) und anderen nichtdauerhaften Gütern (-1,6%) dämpfte das Ergebnis.

Schätzungen für das Jahr 2008 zeigen eine vorläufig stabile Cash-Flow-Umsatz-Relation der österreichischen Sachgütererzeuger von 10,3%. Die Quote war damit niedriger als im äußerst ertragreichen Jahr 2007 (13,7%).

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. Von ähnlichem Interesse ist der Vergleich der Eigenkapitalausstattung. Diese ist über die reine Haftungsfunktion hinaus von Bedeutung 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.

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: zurückgehaltenen 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:

$$\begin{aligned} & \text{Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit} \\ + & \text{ Normalabschreibungen auf das Anlagevermögen} \\ + & \text{ Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens} \\ & [\pm \text{ Dotierung und Auflösung von langfristigen Rückstellungen}] \\ & [\pm \text{ Dotierung und Auflösung von Sozialkapital}] \\ = & \text{ Cash-Flow} \end{aligned}$$

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 ungesteuerte 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, um internationale Vergleiche zwischen EU-Ländern sowie Japan und den USA zu ermöglichen. Derzeit sind aggregierte Jahresabschlussdaten in folgender Gliederung verfügbar:

- 12 Länder: Österreich, Belgien, Spanien, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Portugal, Finnland, Polen, Japan und die USA,
- 55 Branchen nach NACE rev. 1.1 (Zweisteller): davon 23 in der Sachgütererzeugung,
- 3 Größenklassen: Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz unter 10 Mio. €, von 10 bis 50 Mio. € und über 50 Mio. €.

Da einige Branchen nicht erfasst sind¹⁾, berücksichtigen die vorliegenden ökonomischen Schätzungen für die Periode 1991/2008 nur 19 der 23 Branchen.

¹⁾ Tabakindustrie, Kokerei, Mineralölverarbeitung, Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen, Herstellung von Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen sowie Rückgewinnung.

Nach der noch sehr günstigen Entwicklung 2007 dürfte die Cash-Flow-Quote 2008 in fast allen Branchen beträchtlich gesunken sein (vor allem Leder und Lederwaren –7,2 Prozentpunkte, Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen –8,6 Prozentpunkte, Herstellung von Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen, Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik –12,1 Prozentpunkte, sonstiger Fahrzeugbau –6,1 Prozentpunkte). Der österreichische Fahrzeugbau geriet 2008 bereits in den Einfluss der weltweiten Krise der Autobranche

und büßte mehr als ein Fünftel seiner Ertragskraft ein (Cash-Flow-Quote $-2,3$ Prozentpunkte).

Ein panelökonometrisches Modell zur Cash-Flow-Prognose

Die Prognose der Cash-Flow-Entwicklung auf Branchenebene verwendet einen panelökonometrischen Ansatz. Das Poolen der Branchendaten erlaubt trotz eher kurzer Zeitreihen eine zuverlässige ökonometrische Schätzung der Cash-Flow-Quote für 2008. Die 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). 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 (I_{it}) und (I_{it-1}) auf Basis der subjektiven Einschätzung der Unternehmen aus dem WIFO-Konjunkturtest. Zusätzliche Strukturdaten zur Erklärung der Cash-Flow-Quote stehen nicht zur Verfügung. Der synthetische Konjunkturindikator wird aus den Jahresdurchschnittswerten der Salden aus optimistischen und pessimistischen Angaben (in Prozent aller Antworten) zur aktuellen Geschäftslage (GL), zur Geschäftslage (GL_6) in den nächsten sechs Monaten sowie zur Preisentwicklung (PR) nach folgender Formel berechnet (Oppenländer, 1996):

$$I = [(GL + 200)(GL_6 + 200)(PR + 200)]^{1/3} - 200.$$

Diese Saldenreihen sind einerseits eng mit der Entwicklung der Cash-Flow-Umsatz-Relation und der Produktion korreliert. Andererseits bilden sie auch unbeobachtbare Strukturunterschiede sowie Unterschiede in der Kostenentwicklung nach Branchen ab. Für die Prognose sollte dieser Indikator einen ausreichenden Vorlauf haben. Die Korrektur um 200 sichert, dass der Wert in der eckigen Klammer stets positiv ist.

Zehn Ausreißerdummies (D_1, \dots, D_{10}) erfassen Sondereinflüsse, welche von exogenen Variablen nicht erklärt werden können. Zusätzlich enthält das Modell Dummies für die Branchen (S).

Formal ist das ökonometrische Prognosemodell wie folgt spezifiziert:

$$\log \pi_{it} = \beta_1 \log \pi_{it-1} + \beta_2 I_{it} + \beta_3 I_{it-1} + \beta_0 + \sum_{j=1}^{10} \alpha_j D_j + \sum_{j=1}^{18} \gamma_j S_j + \varepsilon_{it},$$

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2), \quad i=1, \dots, 19, \quad t=1992 \text{ bis } 2008.$$

In der vorliegenden Schätzung wird die durchschnittliche Cash-Flow-Quote für die gesamte Sachgüterproduktion als gewichteter Durchschnitt der Branchenprognosen ermittelt, mit dem aggregierten Bilanzvermögen der einzelnen Branchen als Gewicht. Für 2007 stehen diese Daten nicht zur Verfügung, deshalb wurden zur Gewichtung als Proxy Umsätze laut WIFO-Investitionstest verwendet. Diese Umsatzgewichte werden als deterministisch angenommen.

Die Schätzergebnisse für die Periode 1992 bis 2007 sind in Übersicht 2 ausgewiesen. Alle erklärenden Variablen einschließlich der fixen Brancheneffekte sind statistisch 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 liefert das Modell eine hinreichende Schätzgüte, wobei das hohe R^2 von 0,87 nicht überbewertet werden soll – es ist wesentlich von den Ausreißerdummies und den fixen Brancheneffekten bestimmt.

Die Ertragskraft verschlechterte sich in beinahe allen Branchen. Nur Textilien und Bekleidung (+0,7 Prozentpunkte), Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden (+2,1 Prozentpunkte) und Metallerzeugnisse (+0,5 Prozentpunkte) verzeichneten einen Anstieg. Diese unterschiedliche Ertragsentwicklung der einzelnen Branchen geht in die Schätzungen durch die im synthetischen Konjunkturindikator zusammengefassten Angaben der Unternehmen ein. Diese spiegeln neben der Dy-

namik der Nachfrage und Strukturveränderungen auch die unterschiedliche Entwicklung der Rahmenbedingungen wider.

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

Zeitbereich: 1992/2007

	I_t	I_{t-1}	$\log \Pi_{t-1}$
β	0,21	- 0,06	0,29
z-Wert	5,32***	- 1,31	5,5***
NT = 323			
R^2	0,89		
σ	0,21		

Verzerrungskorrektur nach Bruno (2003), Bun – Kiviet (2003) sowie Kiviet (1995). Gemäß Bruno (2003) wird die Standardabweichung der Schätzer durch Bootstrapping mit 1.000 Replikationen ermittelt. Fixe Sektoreffekte und 10 Ausreißerdummies für außergewöhnlich hohe oder niedrige Cash-Flow-Quoten sind nicht ausgewiesen. I_t ... synthetischer Konjunkturindikator, I_{t-1} ... Relation der Abschreibungen zum Umsatz (um eine Periode verzögert), $\log \Pi_{t-1}$... sektorspezifische Cash-Flow-Quote (um eine Periode verzögert); *** ... signifikant auf einem Niveau von 1%.

Übersicht 3: Cash-Flow-Quote nach Branchen

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Cash-Flow in % des Umsatzes							
Herstellung von Nahrungs- und Genussmitteln und Getränken	7,0	8,8	9,6	9,6	8,6	8,9	9,4	8,8
Herstellung von Textilien und Textilwaren (ohne Bekleidung)	2,5	7,8	7,5	8,4	9,6	7,5	6,2	7,0
Herstellung von Bekleidung	2,6	2,7	4,4	4,0	3,6	2,0	5,7	4,4
Ledererzeugung und -verarbeitung	5,5	3,3	3,8	3,2	11,8	7,6	15,5	8,2
Be- und Verarbeitung von Holz (ohne Herstellung von Möbeln)	8,9	7,5	6,7	8,3	7,1	8,2	10,2	8,0
Herstellung und Verarbeitung von Papier und Pappe	19,7	18,8	17,1	15,6	12,8	15,4	14,5	13,0
Verlagswesen, Druckerei, Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern	8,8	8,4	8,8	9,3	9,5	7,6	16,7	10,6
Herstellung von Chemikalien und chemischen Erzeugnissen	13,1	14,7	11,2	10,9	11,2	13,0	17,5	13,3
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	8,8	9,1	11,3	11,6	10,8	10,5	10,2	9,6
Herstellung und Bearbeitung von Glas, Herstellung von Waren aus Steinen und Erden	15,0	14,4	16,7	16,6	15,0	15,4	12,7	14,7
Metallerzeugung und -bearbeitung	13,6	6,4	9,6	11,1	14,2	13,0	20,8	12,1
Herstellung von Metallerzeugnissen	9,9	10,1	10,8	10,5	11,3	11,3	10,6	11,1
Maschinenbau	9,2	9,3	7,7	7,6	11,2	11,9	13,5	10,6
Herstellung von Geräten der Elektrizitätserzeugung, -verteilung u. Ä.	6,0	1,9	11,3	16,6	6,4	12,6	10,1	9,8
Rundfunk-, Fernseh- und Nachrichtentechnik	18,0	22,4	5,2	8,9	8,3	13,8	15,5	8,5
Medizin-, Mess-, Steuer- und Regelungstechnik, Optik	12,8	15,2	15,8	10,2	12,3	17,4	27,5	15,4
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteile	8,9	8,3	8,4	7,4	7,7	10,4	10,9	8,6
Sonstiger Fahrzeugbau	11,6	13,5	10,1	7,8	4,4	17,5	19,4	13,3
Herstellung von Möbeln, Schmuck, Musikinstrumenten, Sportgeräten, Spielwaren und sonstigen Erzeugnissen	10,0	10,5	9,0	8,0	7,9	7,5	4,6	6,7
Sachgüterproduktion insgesamt ¹⁾	10,6	10,2	10,4	11,0	10,1	11,6	13,7	10,3

Q: OeNB, WIFO-Berechnungen. 2008: Prognose. – ¹⁾ Gewichteter Durchschnitt.

Cash-Flow-Quote im internationalen Durchschnitt

Die Cash-Flow-Quote lag 2007 in der österreichischen Sachgütererzeugung mit 13,7% über dem Mittel aller Vergleichsländer. Auch im Durchschnitt seit 1995 war sie mit 10,8% nur in den Niederlanden (17,8%) und in Finnland (15,9%) höher als in Österreich.

Die Cash-Flow-Quote der österreichischen Sachgütererzeugung lag 2007 mit 13,7% über dem Durchschnitt aller Vergleichsländer (10 EU-Länder 10,21%; Übersicht 4). Sie entwickelte sich zudem in den letzten Jahren in Österreich überdurchschnittlich: Im Durchschnitt 1995/2007 (10,8%) liegt die österreichische Sachgütererzeugung nur in den Niederlanden (17,8%) und in Finnland (15,9%) höher.

In den meisten Ländern schwankt die Quote im Zeitablauf nur wenig um den Mittelwert. Der Variationskoeffizient (Standardabweichung in Prozent des Mittelwertes) beträgt in Österreich 9%, in Italien 3%, in Frankreich 4%, in den Niederlanden jedoch 21%, in Finnland 17%.

In Polen – dem einzigen neuen EU-Land, für das Daten vorliegen – stieg die Cash-Flow-Quote 2007 auf 11,5%. Sie lag damit über dem Durchschnitt der Periode

2002/2007 (10,9%) und auch über dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer (11%).

In den USA und in Japan ist die Quote über die Zeit weniger konstant als in Europa. In Japan etwa lag sie bis 2003 bei 7% und seit 2004 bei etwa 3%. Während in den USA der Durchschnitt 1995/2005 mit 10,9% jenem der EU entspricht, waren hier größere Schwankungen der Ertragskraft als in Europa zu verzeichnen.

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

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Ø 1995/ 2007
Cash-Flow in % des Umsatzes													
10 EU-Länder													
Belgien	9,3	10,1	10,2	9,8	9,9	8,4	9,2	10,3	10,5	10,1	11,0	10,6	9,90
Deutschland	7,5	7,7	8,1	7,7	7,8	6,8	7,0	6,2	5,8	9,5	8,0	11,0	7,76
Spanien	8,1	9,4	10,1	9,3	9,6	8,5	8,5	9,1	10,2	9,9	9,2	9,3	9,22
Frankreich	9,3	9,6	9,7	9,8	9,6	9,1	10,5	9,2	9,8	9,4	8,8	9,2	9,49
Italien	8,2	8,4	8,5	8,9	8,8	8,2	7,9	8,4	8,3	8,2	8,4	8,3	8,42
Niederlande	17,2	17,8	14,8	16,9	20,5	14,9	13,3	13,8	18,6	26,2	23,0	.	17,80 ¹⁾
Österreich	9,4	10,5	11,2	11,2	10,6	10,6	10,2	10,4	11,0	10,1	11,6	13,7	10,83
Portugal	8,3	9,5	10,6	11,5	11,3	10,1	10,5	10,6	10,9	10,6	9,2	9,3	10,12
Finnland	12,2	14,7	20,6	16,1	17,2	19,8	16,2	16,2	15,1	12,6	.	.	15,86 ²⁾
Polen	.	.	.	.	.	.	8,9	9,9	12,8	11,4	11,1	11,5	10,94 ³⁾
Mittelwert ⁴⁾	9,9	10,9	11,5	11,2	11,7	10,7	10,3	10,5	11,1	11,8	11,2	10,2 ⁵⁾	10,89
Median ⁴⁾	9,3	9,6	10,2	9,8	9,9	9,1	10,2	10,3	10,5	10,1	9,2	9,3 ⁵⁾	9,76
Japan	7,7	7,6	6,9	7,2	8,0	7,0	7,3	8,0	3,1	2,9	.	.	6,62 ²⁾
USA	11,5	11,8	11,9	12,3	11,5	5,8	8,5	10,6	12,2	12,6	.	.	10,92 ²⁾

Q: BACH-Datenbank, WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Durchschnitt 1995/2006. – ²⁾ Durchschnitt 1995/2005. – ³⁾ Durchschnitt 2002/2007. – ⁴⁾ Ohne Polen. – ⁵⁾ Ohne Finnland.

Die österreichischen Sachgütererzeuger verzeichneten 2007 mit 38,5% erstmals eine Eigenkapitalquote über dem Durchschnitt der neun europäischen Vergleichsländer (36,7%). Dieser Vorsprung zeigt sich auch im Durchschnitt 1995/2007 (Österreich 34,7%, europäische Vergleichsländer 38,2%). Nur Belgien (45,3%) und Polen (50,3%) wiesen 2007 eine höhere Eigenkapitalquote aus (Übersicht 5). Die Eigenkapitalquote ist – stärker als die Cash-Flow-Quote – ein Strukturindikator, weshalb sie im Zeitablauf weniger schwankt.

Eigenkapitalquote erstmalig überdurchschnittlich

Übersicht 5: Internationaler Vergleich der Eigenkapitalquote in der Sachgütererzeugung

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Ø 1995/ 2007
Eigenkapital in % der Bilanzsumme													
10 EU-Länder													
Belgien	39,4	38,5	39,3	38,6	36,6	37,1	36,0	37,9	36,2	39,5	42,1	45,3	38,8
Deutschland	30,3	30,1	31,6	30,6	29,8	30,2	31,8	29,8	29,3	30,3	30,5	32,1	30,4
Spanien	42,9	44,1	44,4	43,7	42,9	42,3	41,4	41,7	40,2	39,0	37,7	36,5	41,1
Frankreich	35,5	35,7	36,6	35,9	34,4	33,8	33,8	34,3	35,5	37,6	37,7	36,1	35,4
Italien	29,3	28,2	28,4	28,6	30,6	29,0	29,8	30,4	31,3	31,7	31,5	31,7	29,9
Niederlande	52,7	54,8	50,0	51,1	52,5	51,7	47,9	48,3	49,0	53,2	53,4	.	51,4 ¹⁾
Österreich	32,6	32,3	33,4	35,1	35,2	33,4	35,0	34,7	37,9	34,2	35,7	38,5	34,7
Portugal	39,9	40,0	43,4	43,0	41,0	41,3	42,4	43,4	43,0	43,5	37,2	36,8	41,2
Finnland	35,7	37,4	44,2	41,9	43,9	48,3	48,5	47,3	46,1	43,5	.	.	42,8 ²⁾
Polen	.	.	.	.	.	.	40,6	41,1	47,6	49,8	49,5	50,3	46,5 ³⁾
Mittelwert ⁴⁾	37,6	37,9	39,0	38,7	38,5	38,6	38,5	38,6	38,7	39,2	38,2	36,7 ⁵⁾	38,2
Median ⁴⁾	35,7	37,4	39,3	38,6	36,6	37,1	36,0	37,9	37,9	39,0	37,4	36,5 ⁵⁾	37,2
Japan	34,5	35,4	37,0	37,0	39,0	38,6	39,5	41,2	31,2	31,8	.	.	36,2 ¹⁾
USA	38,8	38,7	36,9	36,8	38,1	38,5	36,7	40,2	41,8	42,4	.	.	38,8 ¹⁾

Q: BACH-Datenbank, WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Durchschnitt 1995/2006. – ²⁾ Durchschnitt 1995/2005. – ³⁾ Durchschnitt 2002/2007. – ⁴⁾ Ohne Polen. – ⁵⁾ Ohne Finnland.

Einige ausgewählte Dienstleistungsbranchen

Die Cash-Flow-Quote und die Eigenkapitalquote variieren im Dienstleistungssektor ähnlich wie in der Sachgütererzeugung erheblich zwischen den Branchen. Diese Abweichungen können etwa auf Unterschiede zwischen den Skalenerträgen und der Wettbewerbsintensität zurückgehen. Insgesamt ist die Eigenkapitalquote im Dienstleistungssektor niedriger als in der Sachgütererzeugung.

Die Cash-Flow-Quote und die Eigenkapitalquote einiger ausgewählter Dienstleistungsbranchen unterscheiden sich im Durchschnitt 2000/2007 deutlich – ähnlich wie in der Sachgütererzeugung (Übersicht 6)¹⁾. In vielen Dienstleistungsunternehmen hat die Selbstfinanzierungskraft aufgrund des Geschäftsmodells einen anderen Stellenwert als in der Sachgütererzeugung. So sind Umsätze und Kapitalumschlagshäufigkeit im Handel hoch, und die Barmittelüberschüsse werden weniger von der Kapitalausstattung als von der Zahlungsbereitschaft und von der Wettbewerbsintensität bzw. Marktkonzentration bestimmt. Für kapitalintensive Branchen wie die Energie- und Wasserversorgung ergibt sich aufgrund hoher Skalenerträge und geringer Wettbewerbsintensität eine sehr hohe Cash-Flow-Quote (25,2%). Deutlich niedriger ist der Anteil des Cash-Flows am Umsatz in Branchen mit intensivem Wettbewerb wie etwa im Handel und in der Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen (einschließlich Tankstellen) mit 3,9% oder im Einzelhandel mit 4,9%.

Auch die Schwankungsbreite, gemessen durch den Variationskoeffizienten, ist sehr unterschiedlich. Während die Cash-Flow-Quote im Baugewerbe mit einer durchschnittlichen Schwankung von 5,6% des Mittelwertes äußerst stabil ist, variiert die Ertragskraft in der Branche Vermietung beweglicher Sachen mit 42,8% erheblich.

Ähnlich große Niveauunterschiede ergeben sich für die Eigenkapitalquote. Insgesamt ist die Eigenkapitalausstattung im Dienstleistungssektor schwächer als in der Sachgütererzeugung. So weist das Baugewerbe im Durchschnitt 2000/2007 eine Quote von nur 17,1% aus. Die Energie- und Wasserversorgung verfügt mit 32,4% der Bilanzsumme über relativ viel Eigenkapital, bleibt jedoch deutlich unter dem Durchschnitt der gesamten Sachgüterindustrie (35,6%).

Übersicht 6: Vergleich der Cash-Flow-Quote und der Eigenkapitalquote im Dienstleistungsbereich

	Cash-Flow-Quote				Eigenkapitalquote			
	2007	Ø 2000/2007	Standardabweichung	Variationskoeffizient	2007	Ø 2000/2007	Standardabweichung	Variationskoeffizient
	Cash-Flow in % des Umsatzes				Eigenkapital in % der Bilanzsumme			
Energie- und Wasserversorgung	22,3	25,2	2,9886	0,1188	33,7	32,4	3,1850	0,0984
Baugewerbe	6,1	6,4	0,3585	0,0561	20,6	17,1	2,4381	0,1426
Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen, Tankstellen	3,9	3,9	0,6807	0,1735	27,4	21,9	6,6625	0,3038
Handelsvermittlung und Großhandel	5,4	4,6	0,4230	0,0923	30,2	27,3	3,1731	0,1164
Einzelhandel	5,9	4,9	0,5713	0,1166	30,0	20,4	4,0863	0,2006
Realitätenwesen	36,5	27,8	3,0687	0,1105	40,1	24,2	2,7030	0,1119
Vermietung beweglicher Sachen	38,2	42,0	17,9643	0,4276	33,0	19,9	6,8270	0,3436
Datenverarbeitung und Datenbanken	11,4	12,5	3,9423	0,3160	37,9	28,5	3,1977	0,1124

Q: BACH-Datenbank, WIFO-Berechnungen.

Finanzanlagevermögen relativ gering

Das Finanzanlagevermögen der österreichischen Sachgütererzeuger war 2007 mit 15,6% der Bilanzsumme deutlich niedriger als im Durchschnitt der acht europäischen Vergleichsländer (24,2%). Trotz eines Anstiegs seit den 1990er-Jahren entwickelt es sich unterdurchschnittlich. Insbesondere in Deutschland stieg die Quote in diesem Zeitraum beträchtlich.

Die Mittelverwendungsseite der Bilanz spaltet das Anlagevermögen auf in Sachanlagen (z. B. Immobilien), immaterielle Anlagen (z. B. Schutzrechte intellektuellen Eigentums oder Unternehmenswert) und Finanzanlagen, d. h. monetäre Beteiligungen im weiteren Sinne. Deren Entwicklung spiegelt nicht nur die Veränderung der Beteiligungs- und Anlagestruktur wider (etwa eine Verlagerung von den Sachgüter- zu den Finanzinvestitionen), sondern ist auch ein Risikoindikator. Die Relation zwischen Finanzanlagevermögen und Bilanzsumme dient u. a. als Maß der Exponiertheit eines Unternehmens gegenüber Kursschwankungen auf dem Kapitalmarkt. Ihre Aussagekraft wird allerdings dadurch eingeschränkt, dass zahlreiche Finanzinstrumente, die Zahlungsverpflichtungen bedeuten (z. B. Derivative), laut § 237a UGB nur im Anhang der Bilanz und nicht im Finanzanlagevermögen angegeben werden müssen.

Gemäß § 224 UGB besteht das Finanzanlagevermögen aus Anteilen an verbundenen Unternehmen, Ausleihungen an verbundene Unternehmen, Beteiligungen, Ausleihungen an Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht, Wertpapieren (Wertrechten) des Anlagevermögens und sonstigen Ausleihungen. Die BACH-Datenbank fasst diese Positionen zusammen und veröffentlicht eine aus drei Teilen

¹⁾ Die Auswahl der Branchen und der Periode orientiert sich an der Verfügbarkeit und Plausibilität der Daten.

bestehende Sammelposition: Beteiligungen – auch an verbundenen Unternehmen, Ausleihungen und sonstige langfristige Forderungen und Wertpapiere des Anlagevermögens (z. B. Aktien, Anleihen). Die verfügbaren Daten lassen keine detaillierte Betrachtung der drei Positionen für Österreich zu, weshalb das Finanzanlagevermögen hier insgesamt diskutiert wird.

Mit 15,6% lag der Anteil des Finanzanlagevermögens an der Bilanzsumme 2007 deutlich unter dem Durchschnitt der europäischen Vergleichsländer (Übersicht 7). Insbesondere Belgien (48,3%), Deutschland (33,2%) und Spanien (30,8%) wiesen hier deutlich höhere Werte aus. Seit 1990 war die Quote in Österreich mit Werten zwischen 15% und 17% relativ konstant. Im Durchschnitt der acht Vergleichsländer erhöhte sie sich beträchtlich von 12% im Jahr 1990 auf 24,2% im Jahr 2007. In Deutschland hat sie sich mehr als verdoppelt (2007: 33,2%). Wie die verfügbaren Daten zeigen, besteht das Finanzanlagevermögen üblicherweise zu mehr als 80% aus Anteilen an verbundenen Unternehmen. Diese Exponiertheit der Sachgütererzeugung gegenüber der Entwicklung auf den Finanzmärkten dürfte in Österreich deutlich geringer sein als in den Vergleichsländern.

Übersicht 7: Finanzanlagevermögen

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2000/ 2007
	In % des Gesamtvermögens												
10 EU-Länder													
Belgien	29,76	30,30	32,51	34,78	36,94	39,54	45,87	47,90	50,02	47,90	47,43	48,34	45,49
Deutschland	24,39	23,42	23,44	24,28	28,62	29,91	31,34	31,81	30,63	30,02	30,28	33,21	30,73
Spanien	12,71	15,52	15,45	17,00	19,95	22,79	24,16	24,42	23,41	26,20	25,21	30,75	24,61
Frankreich	17,40	19,14	19,91	20,61	19,72	19,55	17,39	18,45	18,56	19,89	20,51	19,20	19,16
Italien	10,50	9,88	10,54	11,18	11,30	12,26	12,22	10,99	11,85	12,51	12,84	11,36	11,92
Niederlande	45,47	48,06	43,71	45,61	46,99	47,87	44,22	43,44	45,46	50,17	48,61	.	46,68
Österreich	15,36	15,80	17,18	18,91	17,95	15,75	17,03	17,23	19,86	12,79	16,04	15,57	16,53
Portugal	6,61	7,49	7,64	8,25	7,84	11,60	11,36	12,32	12,35	13,06	9,41	10,65	11,07
Finnland	.	.	.	30,38	36,73	39,40	39,30	39,82	42,29	37,06	.	.	39,10
Polen	2,27	3,13	4,57	5,30	6,21	6,68	6,32	5,72	5,31	5,82	7,35	7,66	6,38
Mittelwert ¹⁾	20,28	21,20	21,30	23,44	25,12	26,52	26,99	27,38	28,27	27,73	26,29	24,15	26,56

Q: BACH-Datenbank, WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Ohne Polen.

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.

Literaturhinweise

Weakening of the Earning Power in Austrian Manufacturing – Summary

Based on a small panel of NACE 2-digit industries, econometric estimates indicate a cash flow to sales ratio of Austrian manufacturing firms of approximately 10.3 percent in 2008. This marks a significant drop from the extraordinarily high 13.7 percent in 2007, and can be explained by the beginning of the current crisis in the last quarter of 2008. Comparative international figures are only available up to 2007. This development contributed to the increase of the Austrian equity ratio to 38.5 percent, which for the first time lies above the European average of 36.7 percent. Both cash flow and equity of selected service industries differ significantly in their levels, which can be roughly be explained by economies of scale and market concentrations.

The economy wide downturn, which was triggered by the current financial crisis, raised questions about the risk exposure of Austrian manufacturing firms. Financial assets accounted for 15.6 percent of total assets. This ratio is much lower than the average of the available European sample of 24.2 percent. Yet, approximately 80 percent of financial assets typically consist of shares in companies. Other further risk indicators (e.g., derivatives) are only provided in the notes and may provide other information.

- Falk, M., Schwarz, G., "Vorerst kein Einbruch der Investitionspläne für 2009. Ergebnisse des WIFO-Investitionstests vom Herbst 2008", WIFO-Monatsberichte, 2009, 82(1), S. 85-98, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=34865&typeid=8&display_mode=2.
- 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/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=23658&typeid=8&display_mode=2.
- Scheiblecker, M., "Auch Österreich von der internationalen Wirtschaftskrise stark getroffen. Prognose für 2009 und 2010", WIFO-Monatsberichte, 2009, 82(4), S. 215-226, http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=35581&typeid=8&display_mode=2.
- Schäfer, H., Unternehmensfinanzen, Physica, Heidelberg, 1998.