



Der sektorale Systemrisikopuffer für gewerbliche Immobilienfinanzierungen

Kreditangebot, Bautätigkeit und
Zielgenauigkeit

**Christian Glocker, Michael Klien,
Thomas Url (WIFO)**

Wissenschaftliche Assistenz: Nathalie Fischer,
Ursula Glauning, Michael Weingärtler (WIFO)

Juni 2026

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Der sektorale Systemrisikopuffer für gewerbliche Immobilienfinanzierungen

Kreditangebot, Bautätigkeit und Zielgenauigkeit

Christian Glocker, Michael Klien, Thomas Url (WIFO)

Juni 2026

**Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
Im Auftrag des Österreichischen Raiffeisenverbandes**

Begutachtung: Maximilian Böck, Moritz Stieglitz, Edgar Vogel

Wissenschaftliche Assistenz: Nathalie Fischer, Ursula Glauningner, Michael Weingärtler (WIFO)

Die Oesterreichische Nationalbank und die Finanzmarktaufsicht werden den sektoralen Systemrisikopuffer für gewerbliche Immobilienfinanzierungen (CRE) bis 2027 schrittweise auf 3,5% anheben. Diese Studie bewertet die makroökonomischen Folgen dieser Maßnahme. Die geplante Erhöhung wird zu einem Rückgang der Bauinvestitionen von rund 1% je 7 Basispunkte Zinsaufschlag führen. Das ist deutlich mehr als im behördlichen Impact Assessment. Die Analyse von Kredit-Realaktivitäts-Lücken zeigt die Unsicherheit bei der Identifikation von Finanzzyklen auf. Derzeit wird z. B. keine zyklische Überhitzung angezeigt, die eine weitere Verschärfung rechtfertigen würde. Bereits umgesetzte makroprudenzielle Maßnahmen haben die regulatorischen Voraussetzungen für die Vergabe gewerblicher Immobilienkredite erheblich gestrafft. Daher erscheinen mikroprudenzielle Vorgaben derzeit zielgenauer und verhältnismäßiger als der pauschal wirkende sektorale Systemrisikopuffer. Gewerbliche Immobilienkredite enthalten auch Forderungen an gewerbliche Wohnbauträger. Angesichts der labilen Baukonjunktur, der mietensteigernden Wirkung einer niedrigeren Neubauleistung sowie der Zinswende der Europäischen Zentralbank passt der Risikopuffer nicht mehr zur aktuellen wirtschaftspolitischen Lage.

2026/2/S/WIFO-Projektnummer: 26033

© 2026 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

1030 Wien, Arsenal, Objekt 20 • Tel. (43 1) 798 26 01 0 • <https://www.wifo.ac.at> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Kostenloser Download: <https://www.wifo.ac.at/publication/pid/71356730>

Inhalt

1. Einleitung	7
2. Der makroprudenzielle Prozess zur Steuerung des Finanzzyklus	11
3. Gewerbliche Immobilienkredite, Risiken und der aufsichtsrechtliche Maßnahmenkatalog	16
3.1 Das CRE-Kreditgeschäft im Überblick: Neuvergabe und Zinssätze	17
3.2 Regulatorische Ansätze zur Ermittlung der risikogewichteten Aktiva: SA versus IRB	17
3.3 Bereits umgesetzte Maßnahmen zur Verschärfung der CRE-Kapitalanforderungen	19
3.3.1 Endogene RWA-Verschärfungen durch CRR III für SA-Institute	19
3.3.2 Wegfall des Hard Tests für gewerblich besicherte Forderungen	21
3.3.3 Property Value: Strengere Bewertungsvorschriften für Immobiliensicherheiten	21
3.3.4 Prudential Backstop für notleidende Forderungen	21
3.3.5 Sektoraler Systemrisikopuffer (sSyRP)	22
3.4 Optionale Instrumente: Verfügbar, aber bislang nicht eingesetzt	22
3.4.1 Mindest-LGD-Anpassungen für IRB-Kreditinstitute (Art. 164 CRR)	22
3.4.2 Antizyklischer Kapitalpuffer (AKP)	23
3.4.3 SREP-Kapitalaufschläge auf mikroprudenzieller Ebene	23
3.5 Überblick: Maßnahmen, Wirkungsebene und Ansatzasymmetrie	24
4. Eigenkapitalanforderungen, Kreditangebot und Bautätigkeit	25
4.1 Schätzergebnisse nach CRE-Sektoren und Besicherungsform	27
4.1.1 Schätzergebnisse für den gepoolten CRE-Sektor	28
4.1.2 Einordnung der geschätzten Kreditnachfrageelastizität in die Literatur	29
4.2 Schätzergebnisse der zweiten Stufe: Transmission auf die Bautätigkeit	31
4.2.1 Einordnung der Schätzstrategie in die Literatur	31
4.2.2 Der CRE-Kreditmarkt: Nachfrage und Angebot	32
4.2.3 Konsequenzen einer Kreditangebotskontraktion	34
4.3 Einordnung der realwirtschaftlichen Effekte im Vergleich zum regulatorischen Impact Assessment	37
4.3.1 Methodische Grundlagen des regulatorischen Impact Assessments	37
4.3.2 Die Kreditnachfragekurve als zentraler Transmissionsparameter	37
4.3.3 Vergleich der Effekte und Schocknormierung	38
4.3.4 Erklärung der Unterschiede	40
5. Diskretionäre Aktivierung und Deaktivierung des Puffers: die Rolle der Kredit-Realaktivitäts-Lücke	42
5.1 Konstruktion der Kredit-Realaktivitäts-Lücke	43
5.2 Ergebnisse nach Aktivitätsmaßen und Besicherungsarten	43
5.3 Evidenz für CRE-besicherte Kreditvergabe	45

6. Der sSyRP und das SREP zur Risikosteuerung – eine Gegenüberstellung	48
6.1 Die begrenzte Aggregatswirkung von CRR III	48
6.2 Kapitalanforderungen und Risikoanreize: Theoretische und empirische Grenzen	49
6.2.1 Kapitalanforderungen und Moral Hazard	49
6.2.2 Wettbewerbsexternalitäten und staatliche Garantien	49
6.2.3 SA- und IRB-Institute im Vergleich	50
6.3 Asymmetrische Risikoverteilung im österreichischen CRE-Segment	50
6.4 Das SREP als zielgenaues Instrument der bankspezifischen Risikosteuerung	52
6.4.1 Effektivität bei bekannten Problem-instituten	53
6.4.2 Zielgenauigkeit in einem asymmetrischen Risikoumfeld	54
6.4.3 Verhältnismäßigkeit und rechtliche Grundlage	54
7. Effekte sektorspezifischer Risikopuffer auf den Wohnungsmarkt	55
7.1 Immobilienfinanzierung und Wohnbautätigkeit	55
7.1.1 Preiskanal: Finanzierungskosten und interne Verzinsung	56
7.1.2 Mengenkana1: Kreditrationierung	57
7.2 Folgen für Mieten, Preise und Leistbarkeit	59
7.2.1 Mechanismen: Elastizität und Umzugsketten (Filtering)	59
7.2.2 Internationale Größenordnungen	61
8. Zusammenfassung und Schlussfolgerung	63
Literaturhinweise	66
A. BVAR der ersten Stufe: Die Steigung der Kreditnachfragekurve	71
A.1 Schätzung für den gepoolten CRE-Sektor	72
B. BVAR der zweiten Stufe: Transmission auf die Bautätigkeit	74
B.1 Identifikation	74
C. Abkürzungsverzeichnis	78

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1: Stilisierte Wirkung von Kapitalpuffern über den Finanzzyklus	10
Abbildung 2: Neukreditvergabe und Zinssätze im österreichischen CRE-Segment	18
Abbildung 3: Immobilienpreisentwicklung	20
Abbildung 4: Posteriore Verteilungen von δ_r und δ_L nach CRE-Sektoren	27
Abbildung 5: Posteriore Verteilungen von δ_r nach Besicherungsformen	28
Abbildung 6: Posteriore Verteilungen	29
Abbildung 7: CRE-Kreditmarkt in Q1–Q2 2025: (inverse) Nachfrage- und Angebotskurven	32
Abbildung 8: Kontraktiver Kreditangebotsschock – Impulsantworten und Prognosefehler- Varianzzerlegung	34
Abbildung 9: Kontraktiver Kreditangebotsschock – Impulsantworten beim 2-Quartals- Horizont	36

Abbildung 10:	Überschussreserven der österreichischen Kreditinstitute	39
Abbildung 11:	CRE-Kredit-Realaktivitäts-Lücke nach verschiedenen Besicherungsformen	44
Abbildung 12:	CRE-Kredit-Realaktivitäts-Lücke: CRE-Besicherung	46
Abbildung 13:	NPL-Quote im CRE-Segment: Realisierung, adverses Szenario und Verteilung der Banken nach Risikoklassen	51
Abbildung 14:	Konzentration notleidender CRE-Kredite und NPL-Quoten nach Kreditinstituten	52
Abbildung 15:	CRE-Exponierung nach Kreditinstituten: Größenordnung und Portfoliorelevanz	53
Abbildung 16:	Effektivzinssatz neuer Wohnbaukredite vs. bewilligte Wohnungen (Jahreswerte), 1996–2024	55
Abbildung 17:	Hypothekarzinsatz (Jahresdurchschnitt) und bewilligte Wohnungen, 2003–2024	57
Abbildung 18:	Wohnbaukredite an private Haushalte: Änderung der Kreditrichtlinien, Kreditgewährung und Kreditnachfrage	58
Abbildung 19:	Mietniveau vs. Bauintensität nach politischem Bezirk, ohne Tourismus-Bezirke.	60

Verzeichnis der Übersichten

Übersicht 1:	Einführung und Aufhebung sektoraler Systemrisikopuffer in Europa	15
Übersicht 2:	Aufsichtsrechtliche Instrumente im CRE-Kreditmarkt: Status und Wirkungsebene	24
Übersicht 3:	Realwirtschaftliche Effekte – Größenordnungsvergleich	40

Kurzfassung

Die österreichischen Aufsichtsbehörden – die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) und die Finanzmarktaufsicht (FMA) – planen eine schrittweise Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers (sSyRP) für gewerbliche Immobilienfinanzierungen (CRE) von derzeit 1% auf 2% ab Juli 2026 und weiter auf 3,5% ab Juli 2027. Damit soll die Widerstandsfähigkeit des Kreditsektors gegenüber systemischen Verlustpotenzialen aus gewerblichen Immobilienfinanzierungen gestärkt werden. Der vorliegende Beitrag bewertet diese Maßnahme entlang mehrerer analytischer Stränge und kommt zum Ergebnis, dass die Verschärfung derzeit prozyklisch wirkt, realwirtschaftlich kostspielig ist und die zugrundeliegenden Risiken nur unzureichend zielgenau adressiert.

Bereits umgesetzter regulatorischer Maßnahmenkatalog. Die geplante Anhebung tritt in ein bereits gestrafftes regulatorisches Umfeld ein. Seit 2019 wurden mehrere Verschärfungen in Kraft gesetzt: Durch die neue EU-Kapitalanforderungsrichtlinie (CRR III) wurden Kreditinstitute, die die Risikogewichte ihrer Aktiva nach dem Standardansatz berechnen, mit erheblich höheren Eigenkapitalanforderungen für ertragsgenerierende Gewerbeimmobilienkredite (*Income-Producing Real Estate*, IPRE) sowie Kredite für Grundstückskauf und Bauprojekte (*Acquisition, Development and Construction*, ADC) belastet. Hinzu kommen der Wegfall vergünstigter Risikogewichte für gewerblich besicherte Forderungen (Hard Test), ein konservativeres Bewertungskonzept für Immobiliensicherheiten (*Property Value*) sowie Mindestvorsorgevorschriften für notleidende Kredite (Prudential Backstop).

Diese Maßnahmen treffen nahezu ausschließlich Kreditinstitute mit Standardansatz – in Österreich die überwältigende Mehrheit der rund 458 Kreditinstitute. Im Gegensatz dazu verzeichnen Kreditinstitute mit eigenen internen Risikomodellen (weniger als zehn Institute), die jedoch ökonomisch bedeutende Marktanteile halten, unter CRR III per Saldo eine leichte Entlastung. Im Aggregat ist die erzielte Kapitalerhöhung durch CRR III Maßnahmen daher deutlich geringer ausgefallen als erwartet (Oesterreichische Nationalbank, 2026b) – eine direkte Konsequenz dieser regulatorischen Asymmetrie.

Realwirtschaftliche Transmissionseffekte. Zur Quantifizierung der makroökonomischen Konsequenzen des makroprudenziellen Eingriffs verwenden wir ein zweistufiges bayesianisches VAR-Modell und einen Literaturüberblick zum Zusammenhang zwischen Neubautätigkeit und Finanzierungskosten. Die Schätzergebnisse deuten auf eine stark zinselastische Kreditnachfrage hin: Ein Zinsanstieg um 1 Basispunkt geht mit einem Rückgang der Neukreditvergabe um rund 0,25% einher. Angebotsverknappungen wirken daher vorwiegend über den *Mengenkanal* – Kreditvolumina sinken stark, während die Zinssätze nur moderat steigen.

Normiert auf einen Zinsaufschlag von 7 Basispunkten – die im behördlichen Impact Assessment der OeNB für eine sSyRP-Rate von 3,5% ausgewiesene Kenngröße – ergibt sich ein Rückgang der Bauinvestitionen von rund 1,1%, der gesamtwirtschaftlichen Anlageinvestitionen von rund 0,9% sowie der realen Wertschöpfung im Baugewerbe von rund 1,0%, jeweils am Zwei-Quartals-

Horizont. Diese Effekte übersteigen den vom OeNB Impact Assessment ausgewiesenen Investitionsrückgang von $-0,31\%$ kumuliert über drei Jahre erheblich. Die Differenz erklärt sich konzeptuell: Das behördliche Impact Assessment bildet die Transmission primär über den Preiskanal ab und unterschätzt den bei flacher Kreditnachfragekurve dominanten Mengenkanal.

Antizyklizität und Aktivierungszeitpunkt. Makroprudenzielle Kapitalpuffer sollen in Phasen übermäßigen Kreditwachstums aufgebaut und in Abschwungphasen freigegeben werden. Wir konstruieren sektorspezifische Kredit-Realaktivitäts-Lücken für das CRE-Segment und werten diese unter neun alternativen statistischen Trendbereinigungsverfahren aus. Das Ergebnis ist eindeutig: Die Lückenmaße liegen am aktuellen Stichprobenrand durchgehend unterhalb des international gebräuchlichen Aktivierungsschwellenwerts von 2 Prozentpunkten – das gemittelte Signal deutet eher auf eine Pufferfreisetzung hin. Die geplante Anhebung erfolgt damit zu einem Zeitpunkt, an dem Österreich nach zwei Rezessionsjahren eine fragile Erholung durchläuft. Gleichzeitig erhielt die Inflationsrate mit dem Beginn des Irankrieges einen neuen Impuls. Da der Energiepreisschock europaweit wirkt, hat die Europäische Zentralbank im Juni 2026 mit einer Straffung der Geldpolitik begonnen und die Leitzinssätze angehoben. Weitere Zinssteigerungen sind noch heuer zu erwarten, sodass sich die Finanzierungskosten für Immobilienprojekte weiter erhöhen werden. Darüber hinausgehend wird für die Bauwirtschaft 2026 nur eine Stagnation der Aktivität erwartet – eine Konstellation, die den Eingriff als prozyklisch erscheinen lässt.

Zielgenauigkeit und mikroprudenzielle Vorgaben an Einzelinstitute (SREP) als Alternative. Die Risikoverteilung im österreichischen CRE-Segment ist hochgradig schief: Wenige Institute akkumulieren hohe Anteile notleidender Kredite, während die Mehrheit der österreichischen Kreditinstitute vergleichsweise niedrige CRE-Risiken aufweist. Ein sektorweiter Kapitalpuffer trifft jedoch alle Institute mit CRE-Forderungen gleichmäßig, unabhängig von ihrer individuellen Risikosituation und bewirkt damit eine Fehlallokation von Kapital, eine realwirtschaftliche Kontraktion ohne Stabilitätsgewinn und Wettbewerbsverzerrungen.

Der Überprüfungs- und Bewertungsprozess der Aufsichtsbehörden (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) erlaubt demgegenüber eine bankspezifische, risikoadäquate Kapitalsteuerung auf Basis institutsindividueller Beurteilungen. Er konzentriert die Kapitalwirkung punktgenau auf jene Institute, bei denen eine zusätzliche Eigenkapitalunterlegung sachlich geboten ist, ohne eine breite Kreditkontraktion auszulösen. Da der SREP zudem unabhängig vom verwendeten Risikoberechnungsansatz wirkt, adressiert er auch die Asymmetrie zwischen Kreditinstituten mit einem Standardansatz zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva und solchen mit einem internen Risikomodell. Auf Basis dieser Analyse erscheint der gezielte Einsatz des SREP derzeit als das verhältnismäßigere und wirksamere Instrument zur Adressierung der Risiken im österreichischen CRE-Segment. Als institutsspezifisches Instrument entspricht das SREP dem Grundprinzip der mikroprudenziellen Aufsicht und vermeidet den Risikoaufbau punktuell und risikoadäquat.

Die Anhebung des Risikopuffers passt nicht mehr in die aktuelle wirtschaftspolitische Ausrichtung

Die geplante Verschärfung der Eigenkapitalhinterlegung für gewerbliche Immobilienkredite mit 1. Juli 2026 trifft derzeit auf ein wirtschaftliches Umfeld, das ein erhebliches Spannungsfeld erzeugt. Die österreichische Volkswirtschaft befindet sich nach zwei aufeinanderfolgenden Rezessionsjahren in einer fragilen Erholungsphase mit einem moderaten BIP-Wachstum, das deutlich unter früheren Aufschwungphasen liegt und gegenüber den Projektionen für die EU-27 zurückbleibt. Gleichzeitig erhielt die Inflationsrate mit dem Beginn des Irankrieges einen neuen Impuls. Da der Energiepreisschock europaweit wirkt, hat die Europäische Zentralbank im Juni 2026 mit einer Straffung der Geldpolitik begonnen und die Leitzinssätze angehoben. Weitere Zinssteigerungen sind noch heuer zu erwarten, sodass sich die Finanzierungskosten für Immobilienprojekte weiter erhöhen werden. Die Bauwirtschaft, die vom Risikopuffer am unmittelbarsten betroffen ist, wird auch 2026 nur stagnieren.

Negative Nebenwirkungen auf den Wohnungsmarkt. Der sektorale Systemrisikopuffer ist auch wohnungspolitisch relevant, weil durch die dämpfende Wirkung auf den gewerblichen Wohnbau die Versorgung mit Wohnraum eingeschränkt wird. Weniger Neubau erzeugt einen stärkeren Druck auf die Mietpreise und verringert die Leistbarkeit von Wohnen. Erfahrungen aus Deutschland zeigen, dass eine Erhöhung des jährlichen Neubauvolumens um 1% das lokale Mietenniveau um rund 0,2% senkt. Der mietendämpfende Effekt wirkt breit über das gesamte Qualitätsspektrum an Wohnungen, d. h. auch auf Wohnungen aus dem unteren Qualitätssegment, welches für einkommensschwache Haushalte besonders wichtig ist. Die weitere Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers fällt in eine Phase mit einem historisch niedrigen Stand an Baubewilligungen und verstärkt dadurch den bereits bestehenden Druck auf das Mietenniveau.

1. Einleitung

Die österreichischen Aufsichtsbehörden — die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) und die Finanzmarktaufsicht (FMA) — planen weitere Erhöhungen des *sektoralen Systemrisikopuffers* (sSyRP) für gewerbliche Immobilienfinanzierungen (*commercial real estate*, CRE), um den systemischen Risiken aus diesem Kreditportfolio auf makroprudenzieller Ebene entgegenzuwirken. Die regulatorische Intention liegt darin, die Kapitalisierung jener Institute zu stärken, die gegenüber CRE-Kreditrisiken exponiert sind. Begründet wird diese Politik mit Stresstestanalysen der OeNB, die ein erhöhtes Verlustpotenzial in adversen Szenarien ergeben. Die mikroprudenzielle Vorgabe von Eigenkapitalniveaus wird als nicht ausreichend zur Abdeckung systemischer Risiken eingestuft. In operativer Hinsicht bedeutet der sSyRP, dass auf die risikogewichteten CRE-Aktiva ein zusätzlicher Kapitalpuffer aufgebaut werden muss, d. h. bei gleichbleibenden risikogewichteten Aktiva (RWA) steigt die erforderliche Eigenkapitalunterlegung für gewerbliche Immobilienkredite. Entscheidend für den Anwendungsbereich ist, dass der sSyRP nicht an der Berechnungsmethode für die risikogewichteten Aktiva ausgerichtet ist: Er erfasst grundsätzlich alle Institute mit relevanten gewerblichen Immobilienkrediten, unabhängig davon, ob die zugrunde liegenden risikogewichteten Aktiva nach dem *Standardansatz* (SA)¹⁾ oder mit einem internen Risikomodell (*Internal Ratings-Based Approach*, IRB) ermittelt werden. Damit unterscheidet sich der sSyRP von Maßnahmen nach Art. 124 der EU-Kapitalanforderungsrichtlinie (CRR), die primär Institute mit dem Standardansatz adressieren, sowie von Mindest-Verlustquoten (LGD)-Anpassungen nach Art. 164 CRR, die nur für Institute mit einem internen Modell zur Anwendung kommen, für das breite Geschäft mit einkommensgenerierenden Immobilien von IRB-Instituten jedoch typischerweise nur begrenzte Relevanz haben.

Die geplante Erhöhung stellt dabei keine Neuerung dar, sondern sie setzt die bereits im Jahr 2024 eingeleitete makroprudenzielle Straffung fort. Auf Empfehlung des Finanzmarktstabilitätsgremiums (FMSG) vom Oktober 2024 (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2024) wurde der sSyRP mit 1. Juli 2025 zunächst in Höhe von 1% der risikogewichteten CRE-Aktiva eingeführt (Oesterreichische Nationalbank, 2026b). In seiner Empfehlung vom 12. Dezember 2025 empfahl das FMSG der FMA eine weitere zweistufige Anhebung auf 2% mit Wirkung 1. Juli 2026 sowie auf 3,5% mit Wirkung 1. Juli 2027 (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2025). Das von der FMA gemäß § 23e (3) BWG in Auftrag gegebene Gutachten der OeNB vom Jänner 2026 bestätigt diese Zielrate als effektiv, um die identifizierten systemischen Risiken aus CRE-Finanzierungen abzudecken, und stützt sich dabei auf eine modellbasierte Systemrisikoanalyse auf Grundlage der EBA-Stressszenarien und der Daten zum österreichischen Kreditportfolio mit Stichtag 31. Dezember 2024 (Oesterreichische Nationalbank, 2026b). Das ausdrückliche Ziel dieser makroprudenziellen Maßnahme ist es, die Widerstandsfähigkeit des Kreditsektors gegenüber CRE-induzierten Systemrisiken zu stärken, Zweitrundeneffekte auf dem Immobilienmarkt zu verhindern und das Vertrauen in das österreichische Kreditssystem zu erhalten (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2025; Oesterreichische Nationalbank, 2026b).

¹⁾ Ein häufig gewähltes alternatives Akronym hierfür ist STD.

Makroprudenzielle Instrumente wie der sSyRP erheben grundsätzlich den Anspruch, antizyklisch zu wirken: Sie sollen in Phasen der Risikoakkumulation präventiv aufgebaut werden, um die Widerstandsfähigkeit des Kreditsektors zu stärken und so die Kreditversorgung der Realwirtschaft auch unter adversen makroökonomischen Bedingungen aufrechtzuerhalten und das Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems zu sichern (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; European Systemic Risk Board, 2014a, 2014b). In Abschwungphasen sollen diese Puffer freigegeben werden, um prozyklische Kreditkontraktionen zu dämpfen und damit eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung zu unterstützen (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; European Systemic Risk Board, 2014b). Abbildung 1 veranschaulicht diesen idealtypischen Wirkungsmechanismus stilisiert. Der antizyklische Charakter ist dabei nicht nur ein regulatorisches Ideal, sondern eine Voraussetzung für die wirtschaftspolitische Legitimität dieser Eingriffe: Kapitalpuffer, die in einer Phase des Risikoaufbaus errichtet werden, erzeugen vergleichsweise geringe volkswirtschaftliche Kosten und wirken zugleich disziplinierend auf übermäßiges Kreditwachstum (Richter et al., 2019; Schularick & Taylor, 2012).

Diese normative Idee der Antizyklizität steht im Mittelpunkt des vorliegenden Beitrags. Die geplante Verschärfung des sSyRP trifft auf ein wirtschaftliches Umfeld, das ein erhebliches Spannungsfeld erzeugt. Einerseits haben OeNB und FMA in den vergangenen Jahren bereits einen umfangreichen Maßnahmenkatalog zur Eindämmung von Risiken aus CRE-Finanzierungen umgesetzt: Neben den durch CRR III bewirkten endogenen Verschärfungen bei der Berechnung des risikogewichteten Wertes gewerblicher Immobilienkredite, die nahezu ausschließlich Institute mit dem Standardansatz betreffen (Cech & Helmreich, 2025), sind mit dem Wegfall des *Hard Tests*²⁾ für gewerbliche Immobilienkredite per 1. Jänner 2025, der Einführung des *Prudential Backstop*³⁾ für notleidende Forderungen (Verordnung (EU) 2019/630) sowie dem neu eingeführten *Property Value*-Konzept⁴⁾ gemäß Art. 229 Abs. 1 CRR III bereits weitere Maßnahmen in Kraft, die die Kreditvergabe gegen Immobiliensicherheiten regulatorisch verschärfen (Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024).

Andererseits befindet sich die österreichische Volkswirtschaft nach zwei aufeinanderfolgenden Rezessionsjahren in einer fragilen Erholungsphase: Das WIFO prognostiziert für 2026 ein BIP-Wachstum von lediglich 0,9% und für 2027 von 1,3% — Werte, die deutlich unter früheren Aufschwungphasen liegen und gegenüber den EU-27-Projektionen zurückbleiben (Scheiblecker & Ederer, 2026). Gleichzeitig erhielt die Inflationsrate mit dem Beginn des Irankrieges einen neuen Impuls. Da der Energiepreisschock europaweit wirkt, hat die Europäische Zentralbank im Juni 2026 mit einer Straffung der Geldpolitik begonnen und die Leitzinssätze angehoben. Weitere

²⁾ Der *Hard Test* (Art. 124 Abs. 9 CRR III) erlaubt Instituten vergünstigte Risikogewichte, sofern Ausfallquoten nicht überschritten wurden. Die FMA stellte per 1. Jänner 2025 fest, dass diese Bedingungen für gewerbliche Immobilien nicht mehr erfüllt sind; das Privileg entfiel damit, was die RWA CRE-besicherter Positionen im Standardansatz erhöht.

³⁾ Der *Prudential Backstop* (Verordnung (EU) 2019/630) verpflichtet Institute, notleidende Forderungen (NPE) nach gestaffelten Haltefristen (3, 7 bzw. 9 Jahre je nach Besicherungsart) vollständig durch Risikovorsorge abzudecken; fehlende Beträge sind vom CET1 abzuziehen. Der Mechanismus wirkt *ex post*, d. h. erst nach Eintritt des Kreditausfalls.

⁴⁾ Der *Property Value* (Art. 229 Abs. 1 CRR III, anwendbar ab 1. Jänner 2025 für das Neugeschäft, der Bestand ist bis Jahresende anzupassen) ist ein regulatorisch definierter Immobilienwert, der kurzfristige Marktüberreibungen explizit ausschließt und regelmäßig zu überwachen ist. Der konservativere Wertansatz erhöht die RWA immobilienbesicherter Positionen und damit den Eigenkapitalbedarf.

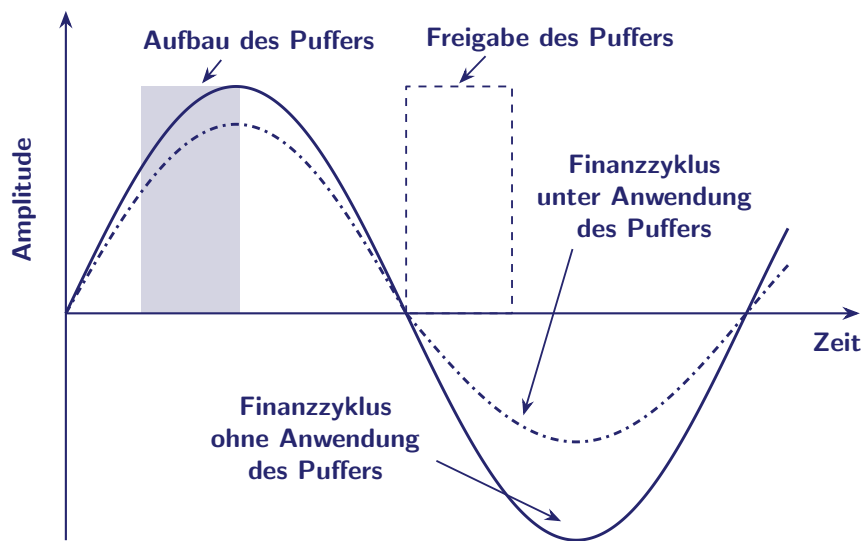
Zinssteigerungen sind noch heuer zu erwarten, sodass sich die Finanzierungskosten für Immobilienprojekte weiter erhöhen werden. Die Bauwirtschaft, die vom sSyRP am unmittelbarsten betroffen ist, verzeichnet laut WIFO-Baukonjunkturbericht für 2026 nach jahrelangen Einbußen (2024: –5,2%, 2025: –0,8%) lediglich eine zaghafte Erholung von 0,2% (Klien & Weingärtler, 2026).

Diese Konstellation — ein bereits aktives Bündel an Aufsichtsmaßnahmen und gleichzeitig eine anhaltende Konjunkturschwäche in der Bauwirtschaft mit steigenden allgemeinen Inflationsraten — lässt die nun geplante Intensivierung des sSyRP als prozyklisch erscheinen: Sie würde die Kreditvergabe in diesem Segment weiter einschränken und damit realwirtschaftliche Anpassungslasten verstärken (Richter et al., 2019). Diese prozyklische Wirkung steht im Gegensatz zur eigentlichen Idee makroprudenzieller Politik, die gerade darauf ausgerichtet sein sollte, in Abschwungphasen stabilisierend zu wirken und nicht zusätzliche kontraktive Impulse zu setzen (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; European Systemic Risk Board, 2014a; Schularick & Taylor, 2012).

Vor diesem Hintergrund bewertet die vorliegende Studie die geplante makroprudenzielle Straffung entlang mehrerer analytischer Stränge. Erstens stellen wir die Maßnahmen dar, die bereits von der Aufsicht umgesetzt wurden, und zeigen, wie diese — insbesondere durch CRR-III-bedingte höhere Bewertung risikogewichteter Aktiva und die Neugestaltung der Risikogewichte für ertragsgenerierende Immobilien — unmittelbar die Dynamik der Vergabe von gewerblichen Immobilienkrediten dämpfen. Zweitens präsentieren wir eine quantitative Einschätzung der realwirtschaftlichen Implikationen einer weiteren Straffung des sSyRP, gestützt auf ein zweistufiges bayesianisches vektor-autoregressives (VAR) Modell, das die Kreditnachfragekurve strukturell identifiziert und damit die Transmissioneffekte auf Bauinvestitionen und Wertschöpfung des Bau-sektors schätzt. Nicht zuletzt stellen wir die nun geplante Einführung in den Kontext des Konjunkturzyklus, um den Zeitpunkt der Umsetzung dieser Maßnahme mit der normativen Vorstellung einer antizyklischen makroprudenziellen Politik in Verbindung zu bringen und zu beurteilen, ob der aktuelle Zeitpunkt den Kriterien eines regelgebundenen Aktivierungsrahmens entspricht. Anschließend wird untersucht, ob ein sektoral einheitlicher Kapitalpuffer das geeignete Instrument zur Adressierung heterogen verteilter Risikoakkumulation darstellt, und ob Vorgaben innerhalb des *Aufsichtsprüfungs- und Bewertungsverfahrens* einzelner Kreditinstitute (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) im aktuellen Umfeld eine Alternative zum sSyRP darstellen könnten.

Die Abgrenzung gewerblicher Immobilienkredite wurde in Österreich nach den Wirtschaftsbereichen der NACE-Gliederung ausgerichtet (Sektorperspektive). Sie umfasst Kredite an die Wirtschaftsbereiche Hochbau, Vorbereitende Baustellentätigkeiten und das Grundstücks- und Wohnungswesen. Dadurch sind auch gewerbliche Wohnbauträger unmittelbar von den Folgen des sSyRP auf ihre Finanzierungskosten und die Verfügbarkeit von Krediten betroffen. Durch die aktuelle Gestaltung des sSyRP sind daher negative Folgewirkungen auf das Wohnungsangebot mit preistreibenden Nebenwirkungen auf Mieten und Eigenheimpreise zu erwarten. Der zusätzliche inflationäre Druck auf die Mieten im aktuellen Umfeld eines Energiepreisschocks ist ebenfalls als

Abbildung 1: **Stilisierte Wirkung von Kapitalpuffern über den Finanzzyklus**



Q: Eigene Darstellung nach ESRB (2014). Die Abbildung illustriert die idealtypische antizyklische Wirkung von Kapitalpuffern über den Finanzzyklus. Die durchgezogene Linie zeigt den Finanzzyklus ohne Anwendung eines Puffers, die strichpunktierte Linie den gedämpften Zyklus bei antizyklischem Puffereinsatz: Der Aufbau des Puffers in der Aufschwungphase dämpft die Übertreibung nach oben, seine Freigabe im Abschwung mildert die prozyklische Kontraktion im Finanzzyklus.

prozyklisch einzuordnen.

Die Studie ist wie folgt gegliedert. Der nächste Abschnitt 2 beschreibt den makroprudenziellen Entscheidungsfindungsprozess und die aktuell gesetzten sektorspezifischen Maßnahmen in Europa. Danach gibt Abschnitt 3 einen Überblick über den regulatorischen Maßnahmenkatalog im Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierungen und die zuletzt erfolgten Verschärfungen. Abschnitt 4 analysiert die realwirtschaftlichen Effekte kontraktiver Kreditangebotschocks im CRE-Segment. Abschnitt 5 bewertet den Aktivierungszeitpunkt des sektoralen Systemrisikopuffers anhand sektorspezifischer Kredit-Realaktivitäts-Lücken. Abschnitt 6 diskutiert den SREP als zielgenauere Alternative, bevor Abschnitt 7 die erwarteten Folgewirkungen auf den Wohnungsmarkt untersucht.

2. Der makroprudenzielle Prozess zur Steuerung des Finanzzyklus

Seit Jahresbeginn 2014 verfügt die Europäische Union (EU) über den gesetzlichen Rahmen für makroprudenzielle Maßnahmen. Gemeinsam mit einer Vielzahl anderer wirtschaftspolitischer Eingriffe sollen die mikroprudenzielle Aufsicht über Kreditinstitute und die makroprudenziellen Maßnahmen in Zukunft Finanzmarktkrisen in der EU ex-ante verhindern. Motiviert werden die intensive Beaufsichtigung und die Eingriffe in die Geschäftspolitik der Kreditinstitute damit, dass Finanzmarktkrisen in der Regel eine tiefere Wirtschaftskrise als normale Konjunkturzyklen verursachen und in der Folge über mehrere Jahre ein höheres öffentliches Budgetdefizit entsteht.

Die Europäische Union definiert systemische Risiken für die Finanzstabilität als Risiken einer Störung des Finanzsystems mit potenziell schwerwiegenden Folgen für die Realwirtschaft. Die gesellschaftlichen Kosten einer systemischen Krise können hoch sein, weil sich zu den Verlusten an Wirtschaftsleistung zusätzliche öffentliche Ausgaben gesellen, die in der Regel schuldenfinanziert sind. Laeven und Fabián (2013) ermitteln den Medianverlust am Bruttoinlandsprodukt in den 147 Finanzmarktkrisen entwickelter Ökonomien zwischen 1970 und 2011 mit -32,4%. Während die damit verbundenen regulatorischen Eingriffe für den Staat keine direkten Ausgaben verursachen, entstehen durch die Liquiditätsstützung von Kreditinstituten, die Zusage staatlicher Einlagengarantien, die Rekapitalisierung bzw. die Abwicklung insolventer Kreditinstitute nach dem Eintritt der Krise hohe direkte Staatsausgaben. Die direkten fiskalischen Kosten beziffern die Autoren mit 4,2% des BIP. Indirekte Verschlechterungen des Budgetsaldos folgen aus niedrigeren Steuereinnahmen und automatischen Stabilisatoren bzw. durch die Kosten diskretionärer Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft. Sie verstärken den schuldensteigernden Effekt höherer direkter Ausgaben. Laeven und Fabián (2013) finden, dass sich in entwickelten Ökonomien die öffentliche Verschuldung nach einer Finanzmarktkrise um 23,6% des BIP erhöht.

Für den ESRB (2014) folgt die Entwicklung makroprudenzieller Instrumente aus den Folgen der internationalen Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009. Vor dieser Krise war die ex-ante Analyse von Finanzmärkten in Form von Finanzstabilitätsberichten international bereits weit verbreitet. Finanzintermediäre mussten ihre Eigenkapitalunterlegung anhand risikobasierter Bewertungen der Aktiva vornehmen, und die Instrumente der mikroprudenziellen Aufsicht wurden – wenn auch über die Landesgrenzen unkoordiniert – international eingesetzt. Trotz dieser Vorkehrungsmaßnahmen erwies sich der damals verwendete Instrumentenkatalog als unzureichend zur Verhinderung der weltweiten Finanzmarktkrise. Obwohl bereits im Februar 2007 erste Anzeichen für in Verzug geratene Rückzahlungen von US-Hypothekendarlehen zu beobachten waren (Url, 2009), dauerte es bis zum Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 bis sich die Refinanzierungskrise der Kreditwirtschaft rasch weltweit ausbreitete.

Der mangelnde Erfolg, der bis 2008 verfügbaren Instrumente zur Vermeidung systemischer Finanzmarktkrisen, setzte einen Nachdenkprozess in Gang, der in der Entwicklung makroprudenzieller Zwischenziele mündete. Wirtschaftspolitisch soll das neue Instrumentarium die Kulmination eines Finanzzyklus in einer Finanzmarktkrise vermeiden helfen. Dazu ist eine laufende Analyse

von Finanzmarktindikatoren in Verbindung mit einer Abschätzung der konjunkturellen Lage und unter Berücksichtigung des Einsatzes anderer wirtschaftspolitischer Instrumente erforderlich. Die Kombination aus laufender Beobachtung, Abstimmung mit anderen wirtschaftspolitischen Akteuren und dem vorab rechtzeitigen Aktivieren makroprudenzieller Instrumente ist anspruchsvoll: „Predicting when the financial cycle turns and/or financial crises occur is difficult and requires judgement“ (ESRB, 2014, S. 6).

In ihren Leitlinien für eine makroprudenzielle Politikstrategie schlägt der ESRB (2014) daher ein vierstufiges Verfahren vor: (1) die Definition von Zwischenzielen, (2) die Identifikation geeigneter Indikatoren für diese Zwischenziele. Wenn die Indikatoren Grenzwerte überschreiten, (3) die diskretionäre Entscheidung über den Einsatz eines makroprudenziellen Instrumentes ; sowie nach einer Evaluation (4) die Entscheidung über die Beibehaltung, Verschärfung oder Aufhebung der Maßnahme. Als Zwischenziele makroprudenzieller Eingriffe definiert der ESRB (2014) die Vermeidung bzw. Milderung systemischer Finanzmarktkrisen, die sich aus:

1. einem übermäßigen Kreditwachstum bzw. steigender Verschuldung ergeben. Übermäßiges Kreditwachstum gilt als wesentlicher Auslöser von Blasen für Vermögenspreise und daraus folgenden Finanzkrisen (Schularick & Taylor, 2012), wobei eine hohe Verschuldung verstärkend wirkt.
2. einer übermäßigen Laufzeitinkongruenz und mangelnder Marktliquidität ergeben. Die Abhängigkeit des Kreditwesens mit langfristig gebundenen Aktiva von kurzfristigen und liquiden Finanzierungsquellen kann zu Notverkäufen, einem Austrocknen der Marktliquidität und zu einer Ausbreitung innerhalb eines Netzwerkes mit gegenseitigen Finanzierungsverflechtungen führen (Diamond & Dybvig, 1983).
3. direkter und indirekter Konzentration der Aktiva von Kreditinstituten ergeben. Die Konzentration der Aktiva von Kreditinstituten auf einen bestimmten Bereich macht das Finanzsystem gegenüber Schocks in diesem Bereich empfindlich und kann direkt durch Bilanzrisiken oder indirekt durch Notverkäufe von Vermögenswerten und Ansteckungseffekte eine Systemkrise verursachen (Kamin & DeMarco, 2012).
4. fehlgeleiteten Anreizen und moralischem Risiko ergeben. Dazu gehören Risiken im Zusammenhang mit systemrelevanten Kreditinstituten, der Verbriefung riskanter Kredite ohne eine Ausfallsbeteiligung des Kreditvermittlers sowie die Auswirkung impliziter staatlicher Garantien auf die Kreditrichtlinien (Rochet & Tirol, 1996).

Das Finanzmarktstabilitätsgremium motivierte gegenüber dem ESRB die Einführung des sektoralen systemischen Risikopuffers in Österreich 2025 mit dem 4. Zwischenziel: fehlgeleitete Anreize und entschied sich für die NPL-Quote als Indikator für den Finanzzyklus.

In der Entscheidungsfindung über den Einsatz makroprudenzieller Instrumente sollen diese Zwischenziele mit geeigneten Indikatoren verknüpft werden, die das Eintreten systemischer Risiken rechtzeitig anzeigen und das potenzielle Ausmaß einer Krise vorab signalisieren. Unter Berücksichtigung von Grenzwerten für die Indikatoren sollen die nationalen Finanzmarktstabilitätsgre-

mien in einer diskretionären Entscheidung makroprudenzielle Instrumente aktivieren und nach einer Evaluation verlängern, verschärfen oder deaktivieren. Diesen Prozess veranschaulicht der ESRB (2014) mit einer stilisierten Darstellung des Finanzzyklus in Abbildung 1. Ausgehend von einem Normalzustand baut sich ein Finanzzyklus zuerst auf, in dem z. B. Immobilienpreise und das Kreditvolumen rasch wachsen. Die Spitze des Finanzzyklus besteht dann in einer Finanzmarktkrise, in der bestehende Ungleichgewichte mit negativen Folgen für die Realwirtschaft abrupt abgebaut werden. Umgekehrt gibt es auch Angebotsbeschränkungen für Kredite oder fallende Immobilienpreise, die den Finanzzyklus nach unten führen und ebenfalls negative Konsequenzen für die Realwirtschaft bewirken.

Idealerweise erkennt das Finanzmarktstabilitätsgremium diesen Prozess rechtzeitig und schreibt während der Aufbauphase des Finanzzyklus einen zusätzlichen Kapitalpuffer vor, der die Aktivität am Finanzmarkt dämpft und das Ungleichgewicht im Vergleich zur Situation ohne einen Eingriff verkleinert. Nachdem die Spitze des Zyklus überschritten ist, kann der Kapitalpuffer aufgehoben werden, sodass Finanzintermediäre wieder zu Normalbedingungen arbeiten (vgl. Abbildung 1). Eine ähnliche Vorgangsweise sollte idealerweise auch bei Angebotsbeschränkungen am Kreditmarkt – also im negativen Teil des Finanzzyklus – umgesetzt werden. In diesem Fall werden bestehende Kapitalpuffer gelockert, um das Kreditgeschäft zu beleben und die Folgen für die Realwirtschaft möglichst klein zu halten. Der verringerte Kapitalpuffer sollte nach dem Ende der Abschwungphase des Finanzzyklus oder bei Abklingen der ursprünglich identifizierten Risiken wieder auf das ursprüngliche Niveau angehoben werden.

Der Finanzzyklus soll nicht mit dem Konjunkturzyklus verwechselt werden, weil es sich um finanzielle Ungleichgewichte handelt, während der Konjunkturzyklus die Unter- bzw. Überbeschäftigungsphasen der Realwirtschaft beschreibt. Tendenziell hat der Finanzzyklus eine niedrigere Frequenz als der traditionelle Konjunkturzyklus, aber Finanzmarktkrisen und Angebotsverknappungen können konjunkturelle Ausschläge auslösen bzw. verstärken (ESRB, 2014).

Der vom ESRB entworfene makroprudenzielle Prozess zur Steuerung der Aktivitäten am Finanzmarkt erinnert an das Konzept der keynesianischen Feinsteuerung des Konjunkturzyklus. In diesem wirtschaftspolitischen Konzept glättet der Staat mit automatischen Stabilisatoren und diskretionären geld- und fiskalpolitischen Eingriffen den Konjunkturzyklus. Mit Instrumenten der Nachfragesteuerung sollen sowohl der Anstieg der Arbeitslosigkeit in einer Rezession als auch inflationäre Überhitzungen vermieden werden (Modigliani, 1944; Samuelson, 1948; Tobin, 1972), sodass eine Wirtschaft sich möglichst wenig vom Vollbeschäftigungsgleichgewicht entfernt.

Die Idee der Feinsteuerung beruht auf der Annahme, dass der Konjunkturzyklus nicht nur grob, sondern möglichst präzise und laufend stabilisiert werden kann, also auch kleine Schwankungen unterdrückt werden können. Neben den praktischen Schwierigkeiten der zeitgerechten Beobachtung von Konjunkturzyklen, der richtigen Wirtschaftsprognose, der langsamen wirtschaftspolitischen Entscheidungsfindung und der verzögerten Wirkung wirtschaftspolitischer Instrumente wurden von Friedman (1968), Lucas (1972) und Lucas (1976) auch Anpassungen der Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer als Ursache für die in der Realität beschränkte Kapazität des Staa-

tes zur Feinsteuerung des Konjunkturzyklus genannt. Während die Folgen aus der Anpassung von Erwartungen auf die Wirksamkeit makroprudenzieller Maßnahmen eher als gering einzuschätzen sind, wirken Verzögerungen bei der Erkennung von Finanzzyklen, der Entscheidung über Maßnahmen und deren Implementation sogar intensiver als bei der Steuerung des Konjunkturzyklus, weil Preise auf Finanzmärkten in der Regel rascher reagieren als relative Preise in der Realwirtschaft (Dornbusch, 1976). Danielsson (2022) betont darüber hinausgehend, dass Finanzmarktkrisen inhärent nicht vorhersehbar sind, weil das finanzielle Ungleichgewicht nicht durch exogene sichtbare Faktoren ausgelöst wird, sondern sich endogen innerhalb neuer Strukturen und mit Finanzierungsinstrumenten entwickelt, sodass die Risiken unter Umständen auch lange Zeit unbemerkt bleiben. Auf die Unsicherheit bei der Erkennung von Wendepunkten in Finanzzyklen und die Möglichkeiten für zeitgerechte makroprudenzielle Eingriffe in Österreich wird in Abschnitt 5 näher eingegangen.

Das ESRB veröffentlichte im Dezember 2022 eine Empfehlung zur eingehenden Beobachtung von Risiken bei gewerblichen Immobilienkrediten, zur Einhaltung von nachhaltigen Vergabekriterien für solche Kredite und zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Finanzinstitutionen. Falls eine nationale Behörde potenzielle Gefahren für die Finanzstabilität identifiziert, sollten weitere makroprudenzielle Maßnahmen gesetzt werden, wobei Überschneidungen mit mikroprudenziellen Instrumenten zur Bekämpfung ähnlicher Risiken beachtet werden sollten.

Übersicht 1 fasst die makroprudenziellen Maßnahmen der Länder im Europäischen Wirtschaftsraum zwischen 2015 und 2025 zusammen. Grundlage dafür ist die Aufzeichnung der Maßnahmen unter den „Systemic Risk Buffers“ durch das ESRB. Die Maßnahmen sind gesondert nach Krediten für Wohn- und Gewerbeimmobilien dargestellt. In den Spalten ist das Jahr der Ankündigung, der Einführung im Sinne der Implementation, einer Verschärfung bzw. Abschwächung einer Maßnahme und das Jahr ihrer Aufhebung angeführt. In Bezug auf Kredite für Gewerbeimmobilien wurden nur in Dänemark, Lichtenstein, Österreich und Ungarn spezielle Maßnahmen gesetzt. Deutschland ist ein Sonderfall, weil dort juristische Personen mit Krediten, die mit Wohnimmobilien besichert sind, nicht als Gewerbe- sondern als Wohnkredit eingeordnet werden. Die Empfehlung des ESRB vom Dezember 2022 wurde in den meisten Vergleichsländern in den Jahren 2021 bis 2023 umgesetzt. Mit Ausnahme von Liechtenstein und Ungarn hat nur Österreich Gewerbeimmobilienkredite mit makroprudenziellen Instrumenten direkt adressiert. Im europäischen Vergleich implementierte Österreich den sektoralen systemischen Risikopuffer spät und in einer Phase, in der Deutschland bereits wieder einen Rückgang der Überbewertungen und eine Stabilisierung der Kreditnachfrage auf einem verminderten Niveau feststellte. Gleichzeitig blieb die Verlustquote in Deutschland auf einem historisch niedrigen Niveau. Im Vergleich dazu verringerte sich die CRE-Neukreditvergabe in Österreich bereits ab 2023 jährlich um rund 500 Mio. Euro auf etwa 1,25 Mrd. Euro (vgl. Abbildung 2), trotzdem empfahl das FMSG Ende 2024 den langsamen Aufbau des sSyRP auf 3,5% bis Jahresmitte 2027 (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2024).

Übersicht 1: Einführung und Aufhebung sektoraler Systemrisikopuffer in Europa

Panel A: Wohnimmobilienkredite

Land	Anwendungsbereich der Maßnahme	Ankündigung	Einführung	Verschärfung	Abschwächung	Aufhebung
Belgien	IRB-Retail-Positionen, die durch Wohnimmobilien besichert sind	2021, 2023, 2025	2022	-	2024	2027
Deutschland	Positionen von natürlichen und juristischen Personen, die durch in Deutschland belegene Wohnimmobilien besichert sind	2022	2022	-	2025	-
Litauen	Retail-Positionen, die durch Wohnimmobilien besichert sind	2021, 2024	2022	-	-	-
Malta	Retail-Positionen gegenüber natürlichen Personen, die durch Wohnimmobilien besichert sind	2023	2023	2024	-	-
Portugal	IRB-Retail-Positionen, die durch in Portugal belegene Wohnimmobilien besichert sind	2023	2024	-	-	-
Slowenien	Retail-Positionen gegenüber natürlichen Personen, die durch Wohnimmobilien besichert sind	2022, 2023	2023	-	2025	-
Slowenien	Alle anderen Positionen gegenüber natürlichen Personen	2022	2023	-	-	-

Panel B: Gewerbeimmobilienkredite

Land	Anwendungsbereich der Maßnahme	Ankündigung	Einführung	Verschärfung	Abschwächung	Aufhebung
Österreich	CRE-Positionen mit Besicherung in Österreich	2025	2025	2026, 2027	-	-
Dänemark	Positionen gegenüber Immobiliengesellschaften in Dänemark	2023	2024	-	-	-
Dänemark	Inländische Positionen auf den Färöer-Inseln	2017	2018	2018	-	-
Ungarn	Problematische Gewerbeimmobilienpositionen, einschließlich Projektfinanzierungen und zum Verkauf gehaltener CRE	2015	2017	-	2019	2020
Ungarn	Problematische Gewerbeimmobilienpositionen, neu gesetzter Kallbriefungsrahmen	2024	2024	-	-	-
Liechtenstein	Retail-Positionen gegenüber natürlichen Personen, die durch Wohnimmobilien besichert sind, sowie Positionen gegenüber juristischen Personen, die durch Hypotheken auf Gewerbeimmobilien besichert sind	2022	2022	-	-	-

Anmerkung: Liechtenstein ist eine gemischte Maßnahme für Wohn- und Gewerbeimmobilien, wird hier jedoch dem Panel für Gewerbeimmobilienkredite zugeordnet, weil die Maßnahme ausdrücklich Positionen gegenüber juristischen Personen umfasst, die durch Gewerbeimmobilien besichert sind. Slowenien – Alle anderen Positionen gegenüber natürlichen Personen betreffen nicht strikt Wohnimmobilienkredite, werden aber dem Panel für Wohnimmobilienkredite zugeordnet, weil es sich um Haushalts- und nicht um Unternehmenskredite handelt. Litauen 2024 wird als Bestätigung bzw. Neu-Festsetzung ohne Änderung des Satzes behandelt und erscheint daher nur in der Ankündigungshistorie, nicht aber als neue Einführung, Verschärfung, Abschwächung oder Aufhebung.

3. Gewerbliche Immobilienkredite, Risiken und der aufsichtsrechtliche Maßnahmenkatalog

Die regulatorische Behandlung gewerblicher Immobilienfinanzierungen (CRE) hat sich seit 2019 auf mehreren Ebenen gleichzeitig verschärft. Um die Wirkung dieser Eingriffe adäquat einschätzen zu können, ist eine klare konzeptionelle Trennung erforderlich: zwischen Maßnahmen, die bereits in Kraft getreten sind und unmittelbar auf die Eigenkapitalanforderungen einwirken, und Maßnahmen, die der Aufsicht grundsätzlich zur Verfügung stehen, bislang jedoch im Kontext systemischer CRE-Risiken in Österreich nicht aktiviert wurden. Zudem hängt die jeweilige Wirkungsrichtung und -intensität einer Maßnahme entscheidend davon ab, ob ein Kreditinstitut seine risikogewichteten Aktiva (*risk-weighted assets*, RWA) nach dem *Standardised Approach* (SA) oder dem *Internal Ratings-Based Approach* (IRB) ermittelt. Da die Entwicklung und der Betrieb eines internen Modells hohe Kosten verursacht, verwenden die meisten Kreditinstitute in Österreich den SA.

Zur Schärfung der Begriffsklarheit soll hier noch auf die Definition gewerblicher Immobilienfinanzierungen (CRE) eingegangen werden. Dies ist insofern bedeutsam, weil die konkrete Abgrenzung von CRE bestimmt, welche Immobilienfinanzierungen von den Regularien erfasst werden. Die für den sektoralen Systemrisikopuffer in Österreich gewählte Abgrenzung fokussiert auf Risikopositionen gegenüber Unternehmen in drei ÖNACE-2025 Abteilungen⁵⁾, welche im Zusammenhang mit Immobilienentwicklung stehen (siehe Empfehlung FMSG/6/2025). Wichtig ist, dass alle im Inland besicherten Immobilienrisikopositionen erfasst sind, unabhängig von der Art der Besicherung. In diesem Punkt ist die Begriffsdefinition, und damit die Regulierung, in Österreich deutlich umfangreicher, als in den anderen EU-Ländern mit entsprechenden Regularien (siehe Übersicht 1 im Vorkapitel). Zumeist wird nämlich weiter ausdifferenziert, welche Arten von Sicherheiten umfasst sind, wo insbesondere die Unterscheidung zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien relevant ist. Gewerbeimmobilien in der Diktion der EBA-Leitlinien sind nämlich nur jene Immobilien, die keine Wohnimmobilien sind (siehe European Banking Authority (2020) für Details). Durch die Einbeziehung gewerblich hergestellter Wohnimmobilien in die CRE wird in Österreich ein deutlich breiteres Segment umfasst, als bei einer reinen Gewerbeimmobilienregulierung im engeren Sinn.

Die breitere Begriffsdefinition wirft auch Fragen für die Interpretation der Risiken auf, weil die Entwicklung von Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten keineswegs einheitlich verläuft. Beispielfhaft sei hier die jüngste Entscheidung der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) genannt, welche den sektoralen Systemrisikopuffer für Wohnimmobilien am 30. April 2025 von 2 auf 1% gesenkt hat, obwohl die Risiken im Gewerbeimmobilienbereich – besonders mit Blick auf den Büroimmobilienmarkt – weiter erhöht sind (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), 2026). Eine derartige differenzierte Analyse und Vorgangsweise wird mit der breiteren Definition in Österreich aktuell nicht eingesetzt.

⁵⁾ Konkret sind dies: M 68 Grundstücks- und Wohnungswesen, F 41 Hochbau, und F 43 Vorbereitende Baustellarbeiten. Gemeinnützige Bauvereinigungen wurden aufgrund eines geringeren Risikoprofils ausgenommen.

3.1 Das CRE-Kreditgeschäft im Überblick: Neuvergabe und Zinssätze

Bevor die regulatorischen Maßnahmen im Detail diskutiert werden, lohnt sich ein Blick auf die zentralen Marktgrößen des österreichischen CRE-Kreditsegments. Abbildung 2 stellt die monatliche Neukreditvergabe sowie die Kreditzinssätze dar – jeweils für das Aggregat und differenziert nach den drei CRE-Sektoren Grundstücks- und Wohnungswesen, Hochbau sowie vorbereitende Baustellenarbeiten.

Zwei Entwicklungen treten deutlich hervor. Erstens folgt der CRE-Kreditzinssatz dem geldpolitischen Zyklus: Mit der Straffung der EZB-Geldpolitik ab Mitte 2022 stieg er von rund 1,5% auf über 4% und verharrt seither – trotz der einsetzenden Leitzinssenkungen – auf erhöhtem Niveau. Die Zinssätze der drei Sektoren bewegen sich dabei weitgehend parallel, wobei das Grundstücks- und Wohnungswesen tendenziell die günstigsten Konditionen aufweist. Zweitens ging die Neukreditvergabe im Zuge des Zinsanstiegs zurück: Der gleitende 12-Monatsdurchschnitt sinkt ab 2022, was auf eine Zinssensitivität der CRE-Kreditnachfrage hindeutet. Das Grundstücks- und Wohnungswesen stellt dabei durchgehend den größten Anteil am Neugeschäft (vgl. unterer Teil von Abbildung 2). Dieser Befund – ein kräftiger Mengenrückgang bei vergleichsweise moderater Zinsreaktion – bildet den empirischen Ausgangspunkt für die ökonometrische Analyse in Abschnitt 4.

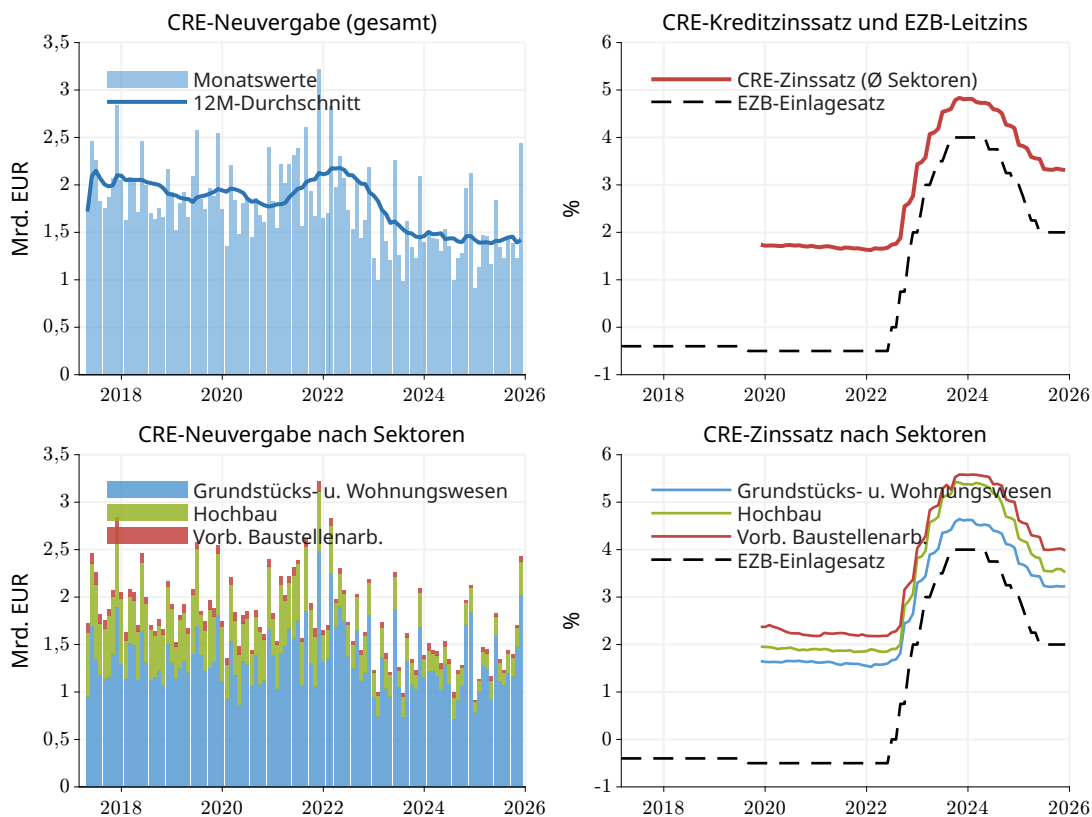
3.2 Regulatorische Ansätze zur Ermittlung der risikogewichteten Aktiva: SA versus IRB

Im regulatorischen Rahmen der finalisierten Basel-III-Reformen, umgesetzt in der Europäischen Union durch die Capital Requirements Regulation III (CRR III), bestehen für das Kreditrisiko zwei Ansätze zur Ermittlung der RWA: der SA und der IRB (Deloitte, 2024; Oesterreichische Nationalbank, 2025). Der SA beruht auf aufsichtlich vorgegebenen Risikogewichten und standardisierten Zuordnungsregeln für verschiedene Aktiva: Seine zentrale Funktion besteht darin, eine robuste, vergleichbare und modellunabhängige Grundlage der Eigenmittelunterlegung sicherzustellen. Der IRB erlaubt Instituten, vorbehaltlich aufsichtlicher Zulassung, interne Risikoparameter zur Quantifizierung des Kreditrisikos heranzuziehen; unter CRR III wird seine Wirkung jedoch durch den *output floor* diszipliniert, der die aus internen Modellen resultierenden RWA effektiv nach unten begrenzt, indem er sie an 72,5% der nach dem SA berechneten RWA bindet (Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024; Oesterreichische Nationalbank, 2026a).

Die strukturelle Asymmetrie zwischen SA- und IRB-Kreditinstituten ist im österreichischen Kreditwesen besonders ausgeprägt: Von den 458 in Österreich tätigen Hauptanstalten (2024) wendet nur ein kleiner Bruchteil den IRB-Ansatz an, während die überwältigende Mehrheit dem Standardansatz unterliegt (Oesterreichische Nationalbank, 2026a). Diese Struktur hat unter CRR III erhebliche Konsequenzen für die Verteilung der Kapitalanforderungen im CRE-Segment, da die wesentlichen RWA-Verschärfungen nahezu ausschließlich SA-Institute treffen (Cech & Helmreich, 2025; Oesterreichische Nationalbank, 2025).

IRB-Institute dürften unter CRR III im CRE-Segment tendenziell von einzelnen entlastenden Än-

Abbildung 2: **Neukreditvergabe und Zinssätze im österreichischen CRE-Segment**



Q: OeNB (MIR-Statistik, Granulare Krediterhebung), EZB; eigene Darstellung. Anmerkung: Monatsdaten. Neuvergabe (neu vergebene Kredite) in Mrd. Euro; Zinssätze in Prozent p. a. Der CRE-Kreditzinssatz ist als ungewichteter Durchschnitt über die vier Besicherungsformen berechnet.

derungen profitieren, insbesondere durch den Wegfall des Skalierungsfaktors⁶⁾ von 1,06; sowie allgemeine entlastende Änderungen im IRB-Rahmenwerk, etwa die Absenkung des LGD-Mindestwertes im *Foundation-IRB-Ansatz* (FIRB) für vorrangige unbesicherte Unternehmensforderungen von 45% auf 40% (Cech & Helmreich, 2025; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Im Ergebnis steht einer erheblichen Kapitalerhöhung bei SA-Instituten eine leichte Kapitalentlastung bei IRB-Instituten gegenüber, was dem Ziel der finalisierten Basel-III-Reformen, die Vergleichbarkeit der Kapitalanforderungen zwischen internen und standardisierten Ansätzen zu erhöhen und Divergenzen zu begrenzen, nur teilweise entspricht (Basel Committee on Banking Supervision, 2017; Cech & Helmreich, 2025).

⁶⁾ Der Skalierungsfaktor von 1,06 wurde mit Basel II (2004) eingeführt, um einen übermäßigen Rückgang der Kapitalanforderungen durch den IRB-Ansatz gegenüber dem Standardansatz zu verhindern — er erhöhte die nach dem IRB berechneten RWA pauschal um 6%. Mit CRR III entfällt er, da das IRB-Rahmenwerk umfassend rekali­briert wurde und der neu eingeführte *output floor* (72,5% der Standardansatz-RWA ab 2030, mit einem stufenweisen Einführungs­pfad ab 50% im Jahr 2025) die Funktion einer Kapitaluntergrenze übernimmt; ein zusätzlicher pauschaler Aufschlag ist damit nicht mehr erforderlich (Basel Committee on Banking Supervision, 2017; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Per Saldo führt der Wegfall des Faktors zu einer leichten Reduktion der RWA von IRB-Instituten.

3.3 Bereits umgesetzte Maßnahmen zur Verschärfung der CRE-Kapitalanforderungen

Der nachfolgende Überblick fasst jene Instrumente zusammen, die sich im Zeitraum 2019–2025 auf die Eigenkapitalanforderungen für CRE-Forderungen ausgewirkt haben und deren regulatorische Relevanz bereits wirksam geworden ist.

3.3.1 Endogene RWA-Verschärfungen durch CRR III für SA-Institute

Für SA-Institute hat CRR III die Risikogewichte für Kredite für ertragsgenerierende Immobilien (*Income-Producing Real Estate*, IPRE) grundlegend neu geregelt. Das bisherige *Loan-Splitting*-Verfahren, das eine günstige Aufspaltung der Forderung in einen hypothekarisch besicherten und einen unbesicherten Teil erlaubte, wurde für gewerbliche IPRE-Forderungen abgeschafft (Cech & Helmreich, 2025; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). An seine Stelle treten *Exposure-to-Value* (ETV)-basierte Risikogewichte: Für durch Gewerbeimmobilien besicherte IPRE-Forderungen gelten unter dem SA nun Risikogewichte zwischen 70% und 110% für den durch das Hypothekarnominale gedeckten Teil sowie 150% für den unbesicherten Teil; für *Acquisition, Development and Construction* (ADC)-Forderungen gilt generell ein Risikogewicht von 150% (Art. 126 Abs. 2 und Art. 126a CRR III) (Cech & Helmreich, 2025; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Diese Verschärfungen sind seit 1. Jänner 2025 in Kraft und treffen vor allem SA-Institute, da diese Änderungen an den aufsichtlich vorgegebenen Risikogewichten des Standardansatzes ansetzen⁷⁾.

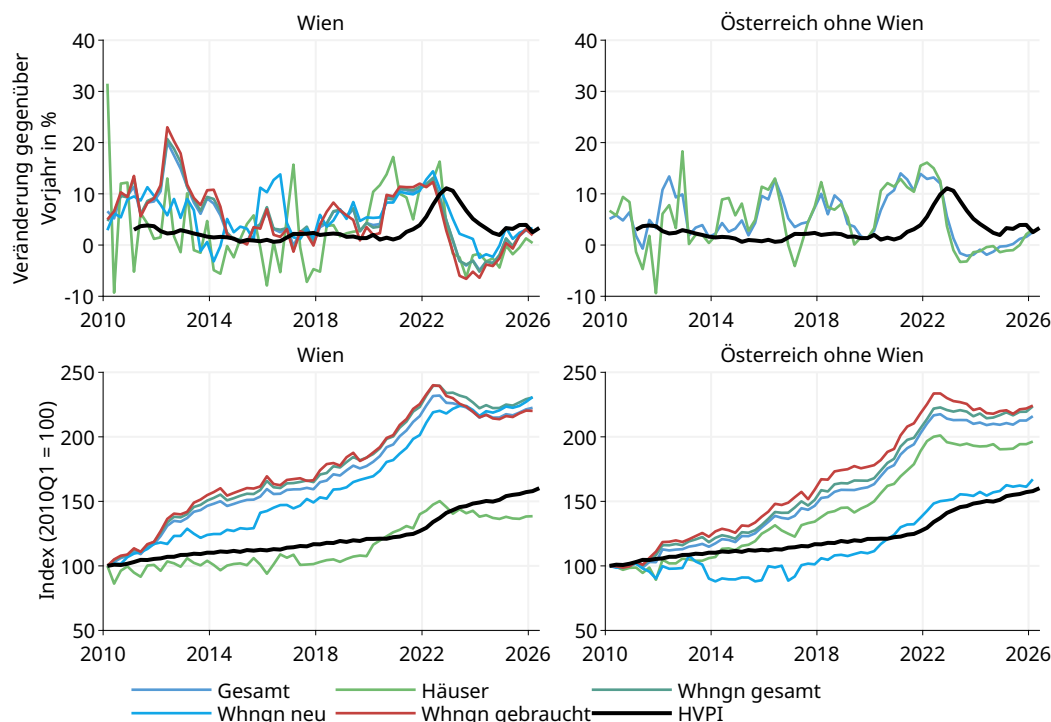
Ein weiterer, inhärent prozyklischer Mechanismus ergibt sich aus der ETV-basierten Bewertung: Sinken Immobilienpreise, steigt das ETV *ceteris paribus* an, was bei Überschreitung definierter Schwellenwerte einen sprunghaften Anstieg der anwendbaren Risikogewichte auslöst⁸⁾. In Stressphasen, in denen Immobilienpreise sinken und gleichzeitig Ausfallrisiken steigen, erhöhen sich die regulatorischen RWA bei SA-Instituten damit automatisch und ohne aufsichtliches Eingreifen (Banking.Vision, 2025; Cech & Helmreich, 2025).

Die in Abbildung 3 dokumentierte Entwicklung der Immobilienpreise illustriert, in welchem Ausmaß der beschriebene endogene Risikogewichtsmechanismus in Österreich bereits Realität geworden ist. Die Preise für neue Eigentumswohnungen, eine für die Bewertung von Immobiliensicherheiten informative Marktsegmentierung, verzeichneten ab dem II. Quartal 2022 einen deutlichen und anhaltenden Rückgang, sowohl in Wien als auch im übrigen Bundesgebiet. Auf Jahresbasis erreichten die Preisrückgänge ihren Tiefpunkt im Jahr 2023 mit knapp zweistelligen negativen Veränderungsraten; erst im Verlauf des Jahres 2025 stabilisierten sich die Niveaus wieder deutlich unterhalb der hohen Werte des Jahres 2022. Gebrauchte Eigentumswohnungen sowie Einfamilienhäuser folgten einem vergleichbaren, wenngleich zeitlich leicht versetztem Muster.

⁷⁾ IRB-Institute können im Gegensatz dazu ihre Risikogewichte auf Basis intern geschätzter PD- und LGD-Parameter berechnen (Cech & Helmreich, 2025).

⁸⁾ Für durch Wohnimmobilien besicherte IPRE-Forderungen steigt das Risikogewicht ab einem ETV über 55% von 20% auf bis zu 70%; für durch Gewerbeimmobilien besicherte IPRE-Forderungen erhöht es sich ab demselben Schwellenwert von 60% auf bis zu 110% (vgl. Cech & Helmreich, 2025; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024).

Abbildung 3: Immobilienpreisentwicklung



Q: OeNB, WIFO-Berechnungen. Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Immobilienpreise in Österreich für Wien (linke Teilbilder) und die restlichen Bundesländer Österreichs jeweils für unterschiedliche Immobilienkategorien (Einfamilienhäuser, Eigentumswohnungen gesamt und untergliedert in Eigentumswohnungen neu und Eigentumswohnungen gebraucht). Zum Vergleich mit einem allgemeinen Preisindex wird auch der Verbraucherpreisindex dargestellt (HVPI).

Dieser Preisverfall hat über den ETV-Kanal unmittelbar auf die regulatorischen Kapitalanforderungen jener SA-Institute eingewirkt, die in der Spätphase des Immobilienbooms CRE-Forderungen (diese umfassen in Österreich wie in Abschnitt 3.1 dargelegt auch Kredite für Wohnimmobilien) zu hohen Beleihungsquoten vergeben hatten. Sinkende Immobilienwerte erhöhen das *Exposure-to-Value-Verhältnis* ceteris paribus, was — bei Überschreitung der in Art. 124 und Art. 125 CRR III definierten Schwellenwerte — zu einem sprunghaften Anstieg der anwendbaren Risikogewichte führt (Cech & Helmreich, 2025; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Dieser Mechanismus dürfte daher bereits vor der expliziten Einführung des sSyRP im Juli 2025 bei einem Teil der SA-Institute zu einer automatischen, preisinduzierten Erhöhung der Kapitalanforderungen beigetragen haben — ohne aufsichtliches Eingreifen und unabhängig von einem diskretionären makroprudenziellen Aktivierungsbeschluss. Die Normalisierung der Immobilienpreise im Jahr 2025 dürfte zwar den weiteren Anstieg der ETV-Quoten gebremst haben, die kumulierten Niveauverluste seit 2022 bleiben jedoch in den Bewertungsansätzen bestehender Kreditbestände wirksam (Oesterreichische Nationalbank, 2026b).

3.3.2 Wegfall des Hard Tests für gewerblich besicherte Forderungen

Der *Hard Test* gemäß Art. 124 Abs. 9 CRR III erlaubt Instituten vergünstigte Risikogewichte für CRE-besicherte Positionen, sofern nationale Ausfallquoten definierte Schwellenwerte nicht überschreiten⁹⁾. Die FMA stellte in Abstimmung mit der OeNB per 1. Jänner 2025 fest, dass diese Bedingungen für den österreichischen CRE-Markt nicht mehr erfüllt sind; das Risikogewichtsprivileg entfiel damit vollständig (Oesterreichische Nationalbank, 2026b). Der *Hard Test* für Wohnimmobilien (RRE) wurde hingegen vorläufig verlängert und soll nach Vorliegen der Daten für 2024 neu evaluiert werden. Da der Wegfall des *Hard Tests* im Standardansatz unmittelbar über höhere aufsichtlich vorgegebene Risikogewichte wirkt, betrifft diese Verschärfung primär SA-Institute; bei F-IRB-Instituten (Foundation Internal Ratings-Based Approach) kann sie jedoch ebenfalls zu höheren RWA führen, soweit gewerblich immobilienbesicherte Exposures nicht mehr von der privilegierten Behandlung nach Art. 199 CRR profitieren.

3.3.3 Property Value: Strengere Bewertungsvorschriften für Immobiliensicherheiten

Mit CRR III wurde in Art. 229 Abs. 1 der Begriff des *Property Value* als regulatorisch definierter Immobilienwert eingeführt, der seit 1. Jänner 2025 für die Eigenkapitalunterlegung immobilienbesicherter Kredite verbindlich ist. Im Unterschied zum Marktwert schließt der *Property Value* kurzfristige Preisschwankungen und spekulative Übertreibungen explizit aus; er ist durch unabhängige Gutachter zu ermitteln und anhand aktueller Marktdaten regelmäßig zu überwachen (Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Durch den konservativeren Wertansatz steigt das ETV für besicherte Forderungen, was — in Kombination mit den ETV-basierten Risikogewichten des SA — unmittelbar kapitalerhöhend wirkt. Für IRB-Institute kann der *Property Value* den intern geschätzten LGD beeinflussen, jedoch ist die Wirkungsintensität geringer und zeitlich verzögert, da interne Modelle auf historischen Verlustdaten basieren.

3.3.4 Prudential Backstop für notleidende Forderungen

Der *Prudential Backstop* (Verordnung (EU) 2019/630, in Kraft ab 26. April 2019 für Neukredite) verpflichtet Kreditinstitute, notleidende Forderungen (*Non-Performing Exposures*, NPE) nach einem gestaffelten Zeitplan vollständig durch Risikovorsorgen oder Abschreibungen abzudecken. Wird die vorgeschriebene Mindestabdeckung nicht erreicht, ist die Differenz vom harten Kernkapital (CET1) abzuziehen. Die Mindestabdeckung ist nach einem gestaffelten Zeitplan durch Risikovorsorge oder Abschreibungen sicherzustellen. Die Fristen unterscheiden sich nach Art der Besicherung und reichen bei immobilienbesicherten Positionen deutlich länger als bei unbesicherten Forderungen (Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Im Unterschied zu den übrigen Maßnahmen wirkt der *Backstop ex post*: Er greift erst nach Eintritt des

⁹⁾ Der *Hard Test* (Art. 124 Abs. 9 CRR III) erlaubt Instituten vergünstigte Risikogewichte für gewerblich immobilienbesicherte Positionen (CRE), sofern die nationalen Ausfallquoten definierte Schwellenwerte nicht überschreiten (Verluste aus CRE-Krediten bis 50% des Marktwerts: $\leq 0,3\%$; Gesamtverluste aus immobilienbesicherten Krediten: $\leq 0,5\%$). Die FMA stellte per 1. Jänner 2025 fest, dass diese Bedingungen für gewerbliche Immobilien nicht mehr erfüllt sind; das Privileg entfiel damit, was die RWA CRE-besicherter Positionen im Standardansatz erhöht.

Kreditausfalls und adressiert die Verlustabsorptionsfähigkeit bei bereits notleidenden Forderungen, nicht die präventive Begrenzung der Kreditvergabe. Hinsichtlich der Ansatzasymmetrie gilt er gleichermaßen für SA- und IRB-Institute, da er auf den NPE-Bestand und nicht auf die RWA-Ermittlungsmethode abstellt.

3.3.5 Sektoraler Systemrisikopuffer (sSyRP)

Auf Empfehlung des Finanzmarktstabilitätsgremiums (FMSG) vom Oktober 2024 wurde der sektorale Systemrisikopuffer (sSyRP) mit 1. Juli 2025 zunächst in Höhe von 1% der risikogewichteten CRE-Aktiva eingeführt (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2024; Oesterreichische Nationalbank, 2026b). In seiner Empfehlung vom 12. Dezember 2025 sah das FMSG eine zweistufige Anhebung: auf 2% mit Wirkung 1. Juli 2026 sowie auf 3,5% mit Wirkung 1. Juli 2027 (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2025) vor. Der sSyRP wird als prozentualer Aufschlag auf die CRE-RWA der jeweiligen Bank berechnet und ist ansatzunabhängig ausgestaltet: Er erfasst grundsätzlich alle Institute mit relevanten CRE-Exposures, unabhängig davon, ob die RWA nach dem SA oder dem IRB ermittelt werden (Oesterreichische Nationalbank, 2026b). Gleichwohl trifft er SA-Institute in absoluter Hinsicht stärker, da deren CRE-RWA-Basis u.a. durch die oben genannten CRR-III-Verschärfungen bereits erhöht ist, sodass eine einheitliche nominelle Pufferrate für SA- und IRB-Institute zu einer strukturell ungleichen Kapitalbelastung führt (Oesterreichische Nationalbank, 2024, 2025).

Im Unterschied zum preisrückkopplungsbasierten ETV-Mechanismus stellt der sSyRP eine statische, nicht automatisch auf Marktveränderungen reagierende Kapitalanforderung dar; er ist strukturell antizyklisch konzipiert und kann in Stressphasen freigegeben werden, um prozyklische Kreditkontraktionen abzufedern (European Systemic Risk Board, 2014a; Oesterreichische Nationalbank, 2025). Gerade diese Antizyklizität steht im Mittelpunkt der vorliegenden Analyse: Die geplante Anhebung des sSyRP trifft auf ein wirtschaftliches Umfeld, in dem der automatische ETV-Mechanismus bereits kapitalerhöhend wirkt, was die normative Frage aufwirft, ob der Zeitpunkt der Aktivierung den Kriterien eines regelgebundenen antizyklischen Rahmens entspricht (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; European Systemic Risk Board, 2014b).

3.4 Optionale Instrumente: Verfügbar, aber bislang nicht eingesetzt

Neben den bereits umgesetzten Maßnahmen stehen der Aufsicht weitere Instrumente zur Verfügung, die im Kontext systemischer CRE-Risiken grundsätzlich eingesetzt werden können, bislang jedoch noch nicht als ergänzende oder alternative Steuerungsinstrumente genutzt wurden. Sie unterscheiden sich sowohl in ihrer rechtlichen Grundlage als auch in ihrer Wirkungsweise.

3.4.1 Mindest-LGD-Anpassungen für IRB-Kreditinstitute (Art. 164 CRR)

Art. 164 CRR sieht die Möglichkeit vor, aufsichtlich vorgegebene Mindestwerte für den Verlust bei einer Insolvenz (*Loss Given Default*, LGD) für immobilienbesicherte Forderungen festzusetzen. Kreditinstitute dürfen für bestimmte hypothekarisch besicherte Forderungen keine belie-

big niedrigen LGD-Werte in ihren internen Modellen verwenden. Wenn ein internes Modell z. B. für eine hypothekarisch besicherte Forderung nur einen sehr niedrigen Verlust bei einem Ausfall erwartet, darf das Kreditinstitut dennoch nicht unter den regulatorischen Mindestwert nach Art. 164 CRR gehen. Mit dem Mindestwert soll eine zu optimistische Risikomessung verhindert werden. Während die oben beschriebenen CRR-III-Verschärfungen nahezu ausschließlich SA-Institute belasten, würde eine Anhebung der Mindest-LGD-Werte unmittelbar die RWA-Basis von IRB-Institute erhöhen und damit die bestehende regulatorische Asymmetrie zwischen den Ansätzen adressieren (Basel Committee on Banking Supervision, 2017; Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, 2024). Im Kontext der österreichischen CRE-Risikosteuerung wurde dieses Instrument bislang nicht aktiviert.

3.4.2 Antizyklischer Kapitalpuffer (AKP)

Der antizyklische Kapitalpuffer (AKP, *countercyclical capital buffer, CCyB*) stellt das klassische makroprudenzielle Instrument zur Dämpfung exzessiven Kreditwachstums auf aggregierter Ebene dar (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; European Systemic Risk Board, 2014b). Er wird häufig anhand der Kredit-BIP-Lücke beurteilt; eine positive Abweichung von mehr als 2 Prozentpunkten gilt dabei als verbreiteter Orientierungswert für eine Aktivierung. Im Unterschied zum sektoralen sSyRP ist der AKP auf das gesamte Kreditportfolio ausgerichtet. Wie in Abschnitt 4 im Detail dargestellt wird, liegen die relevanten sektorspezifischen Kredit-Realaktivitäts-Lücken am aktuellen Stichprobenrand durchgängig unterhalb des BIS-Aktivierungsschwellenwerts von 2 Prozentpunkten, was eine Aktivierung nicht stützen würde (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2011).

3.4.3 SREP-Kapitalaufschläge auf mikroprudenzieller Ebene

Der *Supervisory Review and Evaluation Process (SREP)* ermöglicht es der Aufsicht, auf mikroprudenzieller Ebene institutsspezifische Kapitalaufschläge (*Pillar-2-Requirements, P2R*) auf Grundlage der aufsichtlichen Befugnisse festzulegen (Oesterreichische Nationalbank, 2026b). Solche Aufschläge können auch auf Basis einer institutsindividuellen Einschätzung des CRE-Konzentrationsrisikos oder unzureichender interner Risikomanagementpraktiken verhängt werden. Da der SREP institutsspezifisch und diskretionär ausgestaltet ist, erlaubt er – im Gegensatz zum einheitlichen sSyRP – eine differenziertere Reaktion auf unterschiedliche Risikolagen einzelner Institute; im Kontext der österreichischen CRE-Risikosteuerung wurde dieses institutsspezifische Instrument bislang nicht systematisch genutzt (Oesterreichische Nationalbank, 2026b). Gerade weil der SREP institutsspezifisch ausgestaltet ist, eignet er sich nicht als systematisches Breiteninstrument, wohl aber als zielgenaue Maßnahme zur Adressierung konzentrierter Risiken bei einzelnen Instituten.

3.5 Überblick: Maßnahmen, Wirkungsebene und Ansatzasymmetrie

Übersicht 2 fasst die beschriebenen Instrumente systematisch zusammen und ordnet sie nach ihrem Status (umgesetzt vs. verfügbar), ihrer Wirkungsebene sowie der jeweiligen Ansatzrelevanz. Aus der Zusammenschau ergibt sich, dass die bereits aktiven Maßnahmen in ihrer Gesamtwirkung eine erhebliche und mehrschichtige regulatorische Straffung des CRE-Kreditmarktes darstellen, die nahezu ausschließlich SA-Institute belastet. Die geplante Anhebung des sSyRP tritt in ein bereits dichtes regulatorisches Umfeld ein, in dem die automatischen RWA-Erhöhungen durch den ETV-Mechanismus und den Wegfall des Hard Tests bereits voll schlagend sind. Ob der aktuelle Zeitpunkt und die geplante schrittweise Erhöhung des sSyRP in den Jahren 2026 und 2027 den normativen Anforderungen antizyklischer makroprudenzieller Politik entsprechen, wird in den folgenden Abschnitten empirisch untersucht.

Übersicht 2: **Aufsichtsrechtliche Instrumente im CRE-Kreditmarkt: Status und Wirkungsebene**

Instrument	Status	Ansatz	Wirkung	Timing
CRR-III-RWA: IPRE/ADC-Risikogewichte	Umgesetzt (01.01.2025)	SA	RWA-Erhöhung	ex ante
Wegfall Hard Test CRE	Umgesetzt (01.01.2025)	SA	RWA-Erhöhung	ex ante
Property Value (Art. 229 CRR III)	Umgesetzt (01.01.2025)	SA (direkt), IRB (indirekt)	RWA / Sicherheitenwert	ex ante
Prudential Backstop (VO (EU) 2019/630)	Umgesetzt (26.04.2019)	SA + IRB	CET1-Abzug bei NPE	ex post
Sektoraler Systemrisikopuffer (sSyRP)	Umgesetzt (01.07.2025); Anhebung geplant	SA + IRB (asymmetrisch)	CET1-Puffer auf CRE-RWA	ex ante
Mindest-LGD-Anpassung (Art. 164 CRR)	Verfügbar, nicht aktiviert	IRB	RWA-Erhöhung	ex ante
SREP-Kapitalaufschlag (Art. 104 CRD)	Verfügbar, nicht sektoral eingesetzt	SA + IRB	P2R, institutsspezifisch	mikro- prudenziell
Antizyklischer Kapitalpuffer (AKP)	Verfügbar, nicht aktiviert	SA + IRB	CET1-Puffer, Gesamtportfolio	ex ante

Anmerkung: SA = Standardansatz; IRB = *Internal Ratings-Based Approach*; NPE = *Non-Performing Exposure*; CET1 = *Common Equity Tier 1*; P2R = *Pillar-2-Requirement*. Die Einordnung "asymmetrisch" beim sSyRP bezieht sich auf die höhere absolute Kapitalbelastung von SA-Institute infolge ihrer bereits erhöhten RWA-Basis.

4. Eigenkapitalanforderungen, Kreditangebot und Bautätigkeit

Ziel der empirischen Analyse in diesem Abschnitt ist es, die makroökonomischen Konsequenzen kontraktiver Kreditangebotschocks im Markt für gewerbliche Immobilienkredite (Commercial Real Estate, CRE) zu quantifizieren. Solche Störungen können verschiedene Ursachen haben darunter strengere Kriterien bei der Kreditnehmerauswahl, eine Verschlechterung der Eigenkapitalpositionen von Kreditinstituten sowie – wie im vorliegenden Fall – diskretionäre makroprudenzielle Maßnahmen in Form erhöhter Eigenkapitalanforderungen auf CRE-Forderungen. Der zentrale Fokus der Analyse liegt auf der Transmission dieser Schocks auf die reale Aktivität im Bausektor: Wie wirken sich Einschränkungen in der Verfügbarkeit und im Preis von CRE-Krediten auf die Bruttowertschöpfung des Bausektors, auf Baupreise und verwandte reale Aggregate aus?

Die Identifikation dieser Effekte erfordert die Lösung eines bekannten Simultaneitätsproblems. Im Gleichgewicht werden beobachtete Kombinationen aus Kreditzinssätzen und Kreditvolumina gemeinsam durch Kreditangebot und Kreditnachfrage bestimmt. Ohne eine exogene Variationsquelle, die eine Seite des Marktes verschiebt, ohne die andere zu beeinflussen, ist es unmöglich, die strukturellen Parameter beider Kurven zu identifizieren. Wir nutzen die im Juli 2025 eingeführte Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen für CRE-Kredite als plausibel exogenen, institutionell klar datierten Schock des Kreditangebots. Die resultierende Gleichgewichtsanpassung von Kreditzinssätzen und Kreditvolumina zeichnet eine Verschiebung der Angebotsfunktion entlang der Kreditnachfragekurve nach. Die gemeinsame Reaktion von Kreditzinsen und -mengen auf die Verschärfung erlaubt es uns daher, die Steigung der Kreditnachfragekurve zu identifizieren.

Um diese Idee zu operationalisieren, greifen wir auf einen bayesianischen Rahmen zurück und verwenden ein zweistufiges Schätzdesign. In der ersten Stufe wird ein bivariates bayesianisches VAR (BVAR), das um eine (binäre) Politikvariable erweitert wird, auf monatlichen Daten geschätzt, um die posteriore Verteilung der partiellen Effekte der Eigenkapitalanforderungsverhärfung vom Juli 2025 auf den CRE-Kreditzinssatz und auf die neuen CRE-Kreditvergaben zu gewinnen. Wie oben argumentiert, identifizieren diese posterioren Parameter die lokale Steigung der Kreditnachfragekurve. In der zweiten Stufe wird ein vier-Variablen strukturelles BVAR geschätzt, in das die posteriore Verteilung der Nachfragesteigungsparameter aus dem BVAR der ersten Stufe direkt als identifizierende Information eingebettet wird. Dieses zweistufige Design ist methodisch verwandt mit dem Vorzeichenrestriktions- und Nullrestriktionsrahmen von Arias et al. (2018), mit dem Ansatz "nützlicher Vorabinformation" von Baumeister und Hamilton (2015) sowie mit Proxy- und narrativen SVAR-Designs, die historisch identifizierte Schocks als externe Identifikationsinstrumente nutzen (Badinger & Schiman, 2023; Mertens & Ravn, 2013; Stock & Watson, 2018).

Die vorgeschlagene empirische Strategie bietet mehrere methodische Vorteile. Erstens umgeht sie die Verwendung von Zeitreihendaten zu bankspezifischen Eigenkapitalquoten oder regula-

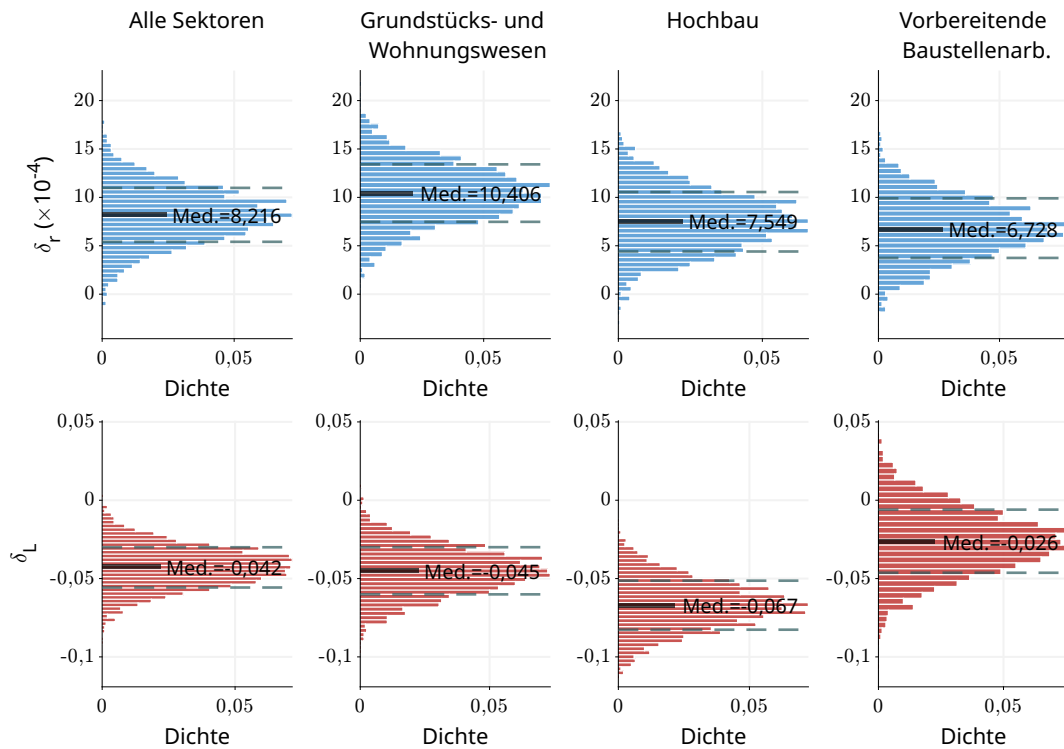
torischen Eigenkapitalanforderungen, die typischerweise nur mit niedriger Frequenz verfügbar und heterogen sind und daher für die Zeitreihenidentifikation ungeeignet sind. Stattdessen werden die Informationen aus den Gleichgewichtsreaktionen beobachtbarer Kreditmarktaggregate abgeleitet, sodass die Analyse auf Daten beruht, die sowohl öffentlich verfügbar als auch direkt relevant für den untersuchten Kreditmarktmechanismus sind.

Zweitens verbindet der Ansatz narrative Identifikation mit datenbasierter Kalibrierung des Schockausmaßes. Die Exogenität der Eigenkapitalanforderungsverstärkung vom Juli 2025 liefert die narrative Komponente: Das politische Ereignis ist klar datiert, diskret und orthogonal zu zeitgleichen Entwicklungen in der Kreditnachfrage. Das BVAR der ersten Stufe liefert die quantitative Komponente: Es übersetzt dieses narrative Ereignis in eine posteriore Verteilung über die Steigung der Kreditnachfragekurve, aus der das Ausmaß und die Richtung der angebotsseitigen Störung abgeleitet werden. Keines der beiden Elemente ist für sich allein ausreichend; das narrative Ereignis begründet die strukturelle Interpretation des Schocks, während die datenbasierte Schätzung seine Größe misst.

Drittens, und aus statistischer Perspektive am bedeutsamsten, erreicht die Einbettung der posterioren Verteilung der ersten Stufe als Mengenrestriktion auf die Impaktmatrix – anstatt sich ausschließlich auf Vorzeichenrestriktionen zu stützen – eine deutlich schärfere posteriore Konzentration im BVAR der zweiten Stufe. Reine Vorzeichenrestriktionen sind vergleichsweise ungenau: Sie grenzen eine Teilmenge positiven Maßes der zulässigen orthogonalen Matrizen aus, lassen jedoch einen weiten Bereich beobachtungsäquivalenter struktureller Parametrisierungen. Die Einführung von Mengenrestriktionen reduziert den zulässigen Bereich hingegen auf eine niedrigere Dimension und konzentriert dadurch die posteriore Verteilung des BVAR der zweiten Stufe um strukturell informative Werte des BVAR der ersten Stufe. Dieses Vorgehen ist eng verwandt mit den *Magnituderestriktionen* von Plagborg-Møller und Wolf (2021): quantitative Einschränkungen der Impaktreaktionen, die die Identifikation über das hinaus schärfen, was Vorzeicheninformation allein zu leisten vermag, ohne die vollständige Punktidentifikation rekursiver oder kurzfristiger Nullrestriktionen vorauszusetzen. Die methodischen Details dazu sind im Appendix A dokumentiert.

Die Koeffizienten δ_r und δ_L des BVAR messen die partiellen Effekte der makroprudenziellen Verstärkung vom Juli 2025 auf den CRE-Kreditzinssatz r bzw. auf die neu vergebenen CRE-Kredite L , bedingt auf die verzögerten endogenen Variablen und den Vektor der Kontrollvariablen. Die ökonomische Interpretation dieser Parameter ist entscheidend für die nachfolgende Identifikation. Die Erhöhung der CRE-Eigenkapitalanforderungen stellt eine exogene Linksverschiebung der Kreditangebotskurve dar. In einem standardmäßigen simultanen Kreditmarktrahmen erzeugt jede Angebotsverschiebung eine neue Gleichgewichtskombination aus Preis und Menge, die auf der Kreditnachfragekurve, nicht aber auf dem alten Kreditangebotspfad liegt. Folglich identifiziert das Paar (δ_r, δ_L) die *Steigung* der Kreditnachfragekurve in der Umgebung des Gleichgewichts vom Juli 2025.

Abbildung 4: **Posteriore Verteilungen von δ_r und δ_L nach CRE-Sektoren**



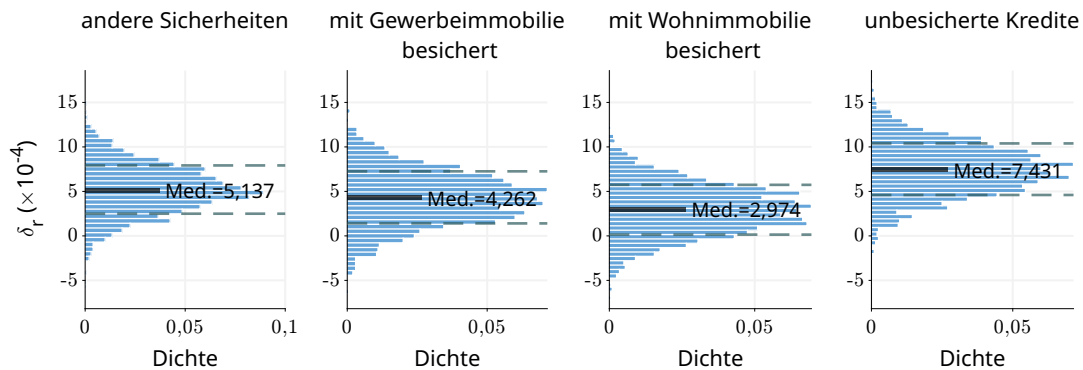
Anmerkung: Basierend auf Gewerbeimmobilien als Sicherheit für den CRE-Kreditzinssatz (δ_r). Die gestrichelten Linien geben die Grenzen des 68%-Kredibilitätsintervalls an.

4.1 Schätzergebnisse nach CRE-Sektoren und Besicherungsform

Wir schätzen ein bivariates BVAR mit monatlichen Daten von Dezember 2019 bis März 2026 unter Verwendung des CRE-Kreditzinssatzes, r_t , und der neu vergebenen CRE-Kredite, L_t . In jeder sektorspezifischen Spezifikation geht r_t in Niveaus und L_t in Logarithmen ein; alle übrigen Modell-elemente werden konstant gehalten. Wir schätzen das Modell separat für vier CRE-Sektoren: (i) Grundstücks- und Wohnungswesen, (ii) Hochbau, (iii) vorbereitende Baustellenarbeiten und (iv) das Aggregat dieser drei Sektoren. Darüber hinaus schätzen wir das Modell separat für vier Besicherungskategorien: (i) andere Sicherheiten, (ii) durch Gewerbeimmobilien besicherte Kredite (*mit Gewerbeimmobilie besichert*), (iii) durch Wohnimmobilien besicherte Kredite (*mit Wohnimmobilie besichert*) und (iv) unbesicherte Kredite. In jedem Fall verwenden wir die entsprechenden Zeitreihen für Kreditzins und Neukreditvergabe. Die Lagordnung des Modells wird anhand des Schwarz-Informationskriteriums gewählt. Abbildung 4 zeigt die posterioren Verteilungen von δ_r und δ_L nach CRE-Sektoren, während Abbildung 5 die entsprechenden Ergebnisse nach Besicherungskategorie ausweist.

Für das Gesamtaggregat aller Sektoren (*Alle Sektoren*), das in der ersten Spalte von Abbildung 4 dargestellt ist, impliziert der posteriore Median, dass die makroprudenzielle Verschärfung vom Juli 2025 den Kreditzinssatz um etwa 8 Basispunkte erhöht und die Neukreditvergabe um rund 4%

Abbildung 5: **Posteriore Verteilungen von δ_r nach Besicherungsformen**



Anmerkung: Basierend auf der aggregierten Kreditvergabe an alle CRE-Sektoren. Die strichlierten Linien geben die Grenzen des 68%-Kreditibilitätsintervalls an.

reduziert hat. Die Histogramme deuten darauf hin, dass beide Effekte auf dem 68%-Niveau statistisch signifikant sind (d. h. die 68%-Kreditibilitätsintervalle schließen die Null nicht ein). Die Schätzungen für das Grundstücks- und Wohnungswesen und den Hochbau sind von ähnlicher Größenordnung. Die vorbereitenden Baustellenarbeiten (*Vorbereitende Baustellenarbeiten*) hingegen zeigen einen geringeren Rückgang der Neukreditvergabe, der nur grenzwertig statistisch signifikant ist. Insgesamt deuten die Ergebnisse auf einen statistisch erkennbaren Effekt der makroprudenziellen Verschärfung über einen Drei-Monats-Horizont hinweg quer durch alle Sektoren hin.

Anschließend untersuchen wir die Heterogenität nach Besicherungsart bei unveränderter Sektordefinition auf Aggregatebene (*Alle Sektoren*). Abbildung 5 zeigt, dass die Kreditzinsreaktion für drei der vier Besicherungskategorien über den Drei-Monats-Horizont positiv und statistisch signifikant ist. Die Schätzungen für die ersten drei Kategorien sind ähnlich und weisen überlappende Kreditibilitätsintervalle auf. Der mediane Anstieg des Kreditzinses ist jedoch bei unbesicherten Krediten am größten.

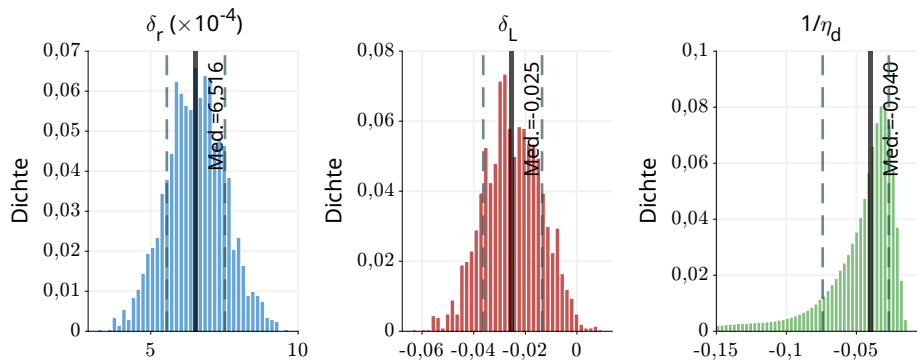
Eine Einschränkung dieser Schätzungen ist die vergleichsweise geringe Anzahl an Freiheitsgraden in den zugrundeliegenden Modellen. Um dieser Einschränkung zu begegnen, präsentieren wir im Folgenden alternative Schätzungen auf Basis einer gepoolten Spezifikation, die den mit der begrenzten Stichprobengröße verbundenen Präzisionsverlust abschwächt.

4.1.1 Schätzergebnisse für den gepoolten CRE-Sektor

Angesichts der kurzen Zeitdimension, die für jeden einzelnen Sektor verfügbar ist, schätzen wir zusätzlich ein gepooltes Panel-BVAR, um die Schätzpräzision zu verbessern. Das Modell bündelt Informationen über drei Sektoren: (i) Grundstücks- und Wohnungswesen, (ii) Hochbau und (iii) vorbereitende Baustellenarbeiten.

Abbildung 6 zeigt die posterioren Verteilungen von δ_r , δ_L und der implizierten Steigung $1/\eta_d$ der

Abbildung 6: **Posteriore Verteilungen**



Anmerkung: Die Abbildung zeigt die posteriore Dichte der Schätzungen für δ_r und δ_L sowie die posteriore Dichte der Steigung der inversen Nachfragekurve $1/\eta_d = \delta_r/\delta_L$.

inversen Kreditnachfragekurve für das gepoolte Modell. Die 68%-Kredibilitätsintervalle für δ_r und δ_L schließen jeweils die Null aus, was auf statistisch erkennbare Effekte der makroprudenziellen Straffung vom Juli 2025 auf Kreditzinssatz und Neukreditvergabe hindeutet.

Der posteriore Median von η_d beträgt rund -25 , was bedeutet, dass ein Zinsanstieg um 1 Basispunkt mit einem Rückgang der Neukreditvergabe um rund 0,25% einhergeht. Umgekehrt impliziert die geschätzte Kreditnachfragekurve, dass ein Rückgang der Neukreditvergabe um 1% mit einem Anstieg des Zinssatzes um etwa 4 Basispunkte verbunden ist. Quantitativ führt die Verschärfung zu einem beträchtlichen Rückgang der Neukreditvergabe und nur zu einem moderaten Anstieg des Kreditzinses, was eine betragsmäßig geringe Steigung der (inversen) Nachfragekurve impliziert. Dieses Muster ist konsistent mit einer stark zinselastischen Kreditnachfrage, sodass Angebotsverschiebungen hauptsächlich die Mengen und weniger die Kreditkosten beeinflussen.

4.1.2 Einordnung der geschätzten Kreditnachfrageelastizität in die Literatur

Auch die empirische Literatur findet in verschiedenen Kreditmärkten eine teilweise deutlich zinselastische Kreditnachfrage. So dokumentieren Karlan und Zinman (2019) für Mikrokredite in Mexiko langfristige Preiselastizitäten zwischen etwa -1,1 und -2,9. Für Konsumentenkredite zeigen Gross und Souleles (2002), dass Kreditnachfrage auf Änderungen des Kreditzinses merklich reagiert. Für Unternehmenskredite im Euro-Raum finden Altavilla et al. (2022), dass ein Zinsanstieg von 100 Basispunkten mit einem Rückgang der Kreditnachfrage von 1-2% einhergeht.

Vor diesem Hintergrund erscheint die im vorliegenden Beitrag geschätzte hohe Zinselastizität der Kreditnachfrage nicht als unplausibler Ausreißer, wohl aber als ein Wert am oberen Rand dessen, was in der empirischen Literatur typischerweise gefunden wird. Dies legt nahe, die geschätzte Elastizität nicht als universellen Strukturparameter aller Kreditmärkte zu interpretieren, sondern als eine lokale Elastizität in einem spezifischen Marktsegment, zu einem spezifischen Zeitpunkt

und unter besonderen konjunkturellen Bedingungen. Gerade diese Kontextgebundenheit kann erklären, weshalb die vorliegende Schätzung stärker ausfällt als viele vergleichbare Werte in der Literatur.

Erstens betrifft die vorliegende Analyse nicht allgemeine Haushalts- oder Unternehmenskredite (eine Bestandsgröße), sondern *Neukredite* (eine Stromgröße) für gewerbliche Immobilien- und Bauprojekte. Solche Finanzierungen sind typischerweise besonders zinssensitiv, da sie langlebige und kapitalintensive Investitionsvorhaben mit langer Amortisationsdauer betreffen, deren Kapitalwert bereits auf kleine Änderungen des Finanzierungssatzes stark reagiert. Entsprechend zeigt auch die Investitionsliteratur, dass die Zinssensitivität von Unternehmensinvestitionen gerade bei langlebigen, teilweise irreversiblen Investitionen erheblich sein kann (Guiso und Parigi, 1999; Chetty, 2007).

Zweitens dürfte die hier geschätzte Elastizität nicht nur einen reinen Preiskanal im engen Sinn erfassen, sondern auch einen *Finanzierbarkeitskanal*. Bei CRE-finanzierten Projekten genügt oft bereits ein moderater Anstieg der Kreditkosten, um Schuldendienstkennzahlen, interne Renditeziele, Beleihungsgrenzen oder Vorverwertungsanforderungen zu verletzen. In diesem Fall reagieren Kreditnehmer nicht bloß mit einer graduellen Reduktion der nachgefragten Kreditsumme; vielmehr fallen Projekte vollständig aus dem Kreis finanzierbarer Vorhaben heraus. Die beobachtete Kreditnachfrage erscheint dann besonders flach, weil Preisänderungen diskrete Finanzierungsentscheidungen (also große Mengeneffekte) auslösen.

Drittens ist zu berücksichtigen, dass die vorliegende Schätzung in einem konjunkturell schwachen Umfeld gewonnen wird, in dem sich der österreichische Bau- und Immobiliensektor bereits in einer Phase erhöhter Anpassungslasten befindet. In einem solchen Umfeld ist zu erwarten, dass sich viele Investitionsprojekte nahe an der Rentabilitätsschwelle befinden. Kleine weitere Verschärfungen der Finanzierungsbedingungen können dann überproportionale Mengenreaktionen auslösen, weil gerade die marginalen Projekte zurückgestellt oder gänzlich aufgegeben werden. Die geschätzte Elastizität ist daher plausibel als *lokale Krisen- bzw. Schwächephasenelastizität* zu interpretieren und nicht als zeitinvarianter Tiefenparameter des Kreditmarktes.

Viertens misst das vorliegende Identifikationsdesign die Reaktion der Neukreditvergabe auf eine regulatorisch induzierte Verschiebung des Kreditangebots. Damit wird nicht nur die klassische Bewegung entlang einer stabilen Kreditnachfragekurve erfasst, sondern potenziell auch die Tatsache, dass strengere regulatorische Bedingungen von Kreditinstituten und Kreditnehmern zugleich als Signal einer verschärften Finanzierungsumgebung interpretiert werden. In einem solchen Umfeld kann die empirisch beobachtete Mengenreaktion größer ausfallen als in Studien, die Preisvariationen in stabileren Marktumfeldern oder in weniger investitionssensitiven Kreditsegmenten identifizieren.

Insgesamt spricht der Vergleich mit der Literatur daher nicht gegen die Plausibilität der vorliegenden Schätzung, sondern für eine kontextspezifische Interpretation: Die im CRE-Neukreditmarkt geschätzte hohe Kreditnachfrageelastizität dürfte vor allem die Kombination aus zinssensitiven

Investitionsprojekten, diskreten Finanzierbarkeitsgrenzen, einem schwachen zyklischen Umfeld und einer auf Neukredite fokussierten Messung widerspiegeln. Gerade diese Merkmale machen es wahrscheinlich, dass makroprudenzielle Straffungen in diesem Marktsegment primär über den Mengenkanal und weniger über den Preiskanal auf die Realwirtschaft durchschlagen – dies wird im folgenden Abschnitt genauer erläutert.

4.2 Schätzergebnisse der zweiten Stufe: Transmission auf die Bautätigkeit

Das Modell der zweiten Stufe erweitert das Kreditmarktsystem um den Bausektor, sodass der Vektor der endogenen Variablen, \mathbf{y}_t , die Variablen von Gleichung (3) in Appendix A enthält. Zusätzlich werden in \mathbf{y}_t ein Preismaß für den Bausektor, P_t , und mit Y_t ein Maß für dessen reale Bruttowertschöpfung aufgenommen. Das BVAR in reduzierter Form lautet $\Phi(L)\tilde{\mathbf{y}}_t = \tilde{\mathbf{u}}_t$, mit $\tilde{\mathbf{u}}_t \sim \mathcal{N}(\mathbf{0}, \Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}})$, geschätzt mit einer Minnesota-Prior (Litterman, 1986) über den gesamten Stichprobenzeitraum. Die posteriore Verteilung der Koeffizienten in $\Phi(L)$ und $\Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}}$ wird durch S Ziehungen $\{\Phi^{(s)}(L), \Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}}^{(s)}\}_{s=1}^S$ zusammengefasst, die unabhängig von den Ziehungen des BVARs der ersten Stufe gewonnen werden. Um strukturelle Schocks zu identifizieren, postulieren wir folgendes strukturelles System

$$(1) \quad \mathbf{A}_0 \tilde{\mathbf{y}}_t = \sum_{\ell=1}^{\mathcal{K}} \mathbf{A}_{\ell} \tilde{\mathbf{y}}_{t-\ell} + \mathbf{u}_t, \quad \mathbf{u}_t \sim \mathcal{N}(\mathbf{0}, \mathbf{I}_4),$$

mit der Dekomposition $\Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}} = \mathbf{A}_0^{-1}(\mathbf{A}_0^{-1})'$. Die Spalten der strukturellen Impaktmatrix \mathbf{A}_0^{-1} repräsentieren die zeitgleichen Impulsantworten auf jeden strukturellen Schock in \mathbf{u}_t (vgl. Appendix B).

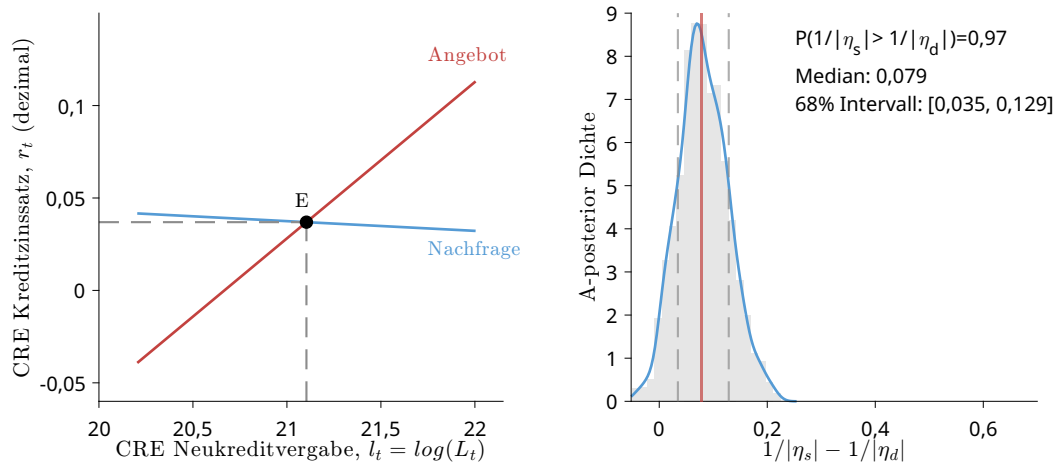
4.2.1 Einordnung der Schätzstrategie in die Literatur

Die vorgeschlagene empirische Strategie vereint drei Stränge der SVAR-Literatur in einem einheitlichen zweistufigen Design. Erstens stützt sich die strukturelle Zerlegung des BVAR der zweiten Stufe auf den Vorzeichen- und Nullrestriktionsrahmen von Arias et al. (2018), die ein rechenvalides und bayesianisch kohärentes Verfahren für die Inferenz in SVARs ableiten, die durch beliebige Kombinationen von Vorzeichen- und Nullrestriktionen identifiziert werden können.

Zweitens ist der Ansatz, posteriore Informationen der ersten Stufe über strukturelle Parameter als ökonomisch motivierten Prior-Inhalt in die zweite Stufe zu importieren, verwandt mit Baumeister und Hamilton (2015). Sie argumentieren, dass das Auferlegen informativer Priors auf strukturelle Parameter—anstelle scharfer Restriktionen—zu einer bayesianischen Inferenz führt, die transparenter und ehrlicher gegenüber Identifikationsunsicherheit ist. In unserem Rahmen übernimmt die erste-Stufen-Posteriore von (δ_r, δ_L) genau diese Rolle: Sie stellt externe Evidenz über einen strukturellen Parameter (das Nachfragesteigungsverhältnis α_{12}/α_{11}) dar, der andernfalls allein aus den Daten der zweiten Stufe nicht identifiziert werden könnte. Ein alternativer Ansatz hierfür ist in Budnik und Rünstler (2023) dargestellt.

Drittens verbindet die Verwendung eines historisch identifizierten, diskreten makroprudenziell-

Abbildung 7: CRE-Kreditmarkt in Q1–Q2 2025: (inverse) Nachfrage- und Angebotskurven



Anmerkung: Linkes Teilbild: inverse Kreditnachfrage- und inverse Kreditangebotskurve im CRE-Kreditmarkt, konstruiert aus posterioren Medianschätzungen. Beide Kurven sind so kalibriert, dass sie durch die Durchschnittswerte des CRE-Kreditzinses und der neu vergebenen CRE-Kredite über den Zeitraum Jänner 2025 bis Juni 2025 verlaufen, der das durchschnittliche Vor-Straffungs-Gleichgewicht E definiert. Die nach innen verschobene Angebotskurve nach der Straffung wird nicht separat dargestellt, da die geschätzte Verschiebung gering und daher in der Abbildung schwer zu visualisieren ist. Rechtes Teilbild: posteriore Verteilung der Differenz der absoluten inversen Steigungen, $1/|\eta_s| - 1/|\eta_d|$. Positive Werte implizieren, dass die Angebotskurve steiler als die Nachfragekurve ist.

len Politikereignisses zur Schärfung der strukturellen Identifikation die Analyse mit der Literatur zu Proxy-VARs und narrativen Instrumenten (Badinger & Schiman, 2023; Mertens & Ravn, 2013; Stock & Watson, 2018). In dieser Literatur dient eine externe Variable, die mit einem strukturellen Schock von Interesse korreliert aber orthogonal zu allen anderen strukturellen Störungen ist, als Instrument. In unserem Design übernimmt die Politikvariable eine analoge Rolle, aber anstatt direkt als Instrument in das Modell der zweiten Stufe einzugehen, wird sie in der ersten Stufe verwendet, um eine posteriore Verteilung über den strukturellen Parameter von Interesse zu konstruieren, die anschließend in die Identifikation der zweiten Stufe eingebettet wird. Diese zweistufige Struktur stellt sicher, dass das Politikereignis identifizierende Information beisteuert, ohne die starken Ausschlussrestriktionen zu erfordern, die ein direkter Instrumentalvariablen-Ansatz verlangen würde.

4.2.2 Der CRE-Kreditmarkt: Nachfrage und Angebot

Abbildung 7 fasst die implizierte Struktur des CRE-Kreditmarktes zusammen. Das linke Teilbild zeigt die inverse Kreditnachfrage- und die inverse Kreditangebotskurve im (l_t, r_t) -Raum, wobei $l_t = \log(L_t)$. Die Nachfragekurve wird aus der Erste-Stufen-Schätzung der Nachfragesteigung in (5) Appendix A konstruiert. Insbesondere verwenden wir den posterioren Median von η_d zusammen mit den Durchschnittswerten der neu vergebenen CRE-Kredite und des CRE-Kreditzinssatzes über den Vor-Straffungs-Zeitraum von Jänner 2025 bis Juni 2025, um den Achsenabschnitt η_0 zu gewinnen. Dies ergibt die inverse Nachfragekurve für das durchschnittliche Vor-Straffungs-Gleichgewicht.

Die inverse Angebotskurve wird analog aus den Zweite-Stufen-Schätzungen der Kreditangebotsgleichung konstruiert. Konkret verwenden wir die posterioren Mediane von α_{21} und α_{22} aus Gleichung (9) in Appendix B, die durch Vorzeichenrestriktionen identifiziert sind, und kalibrieren den entsprechenden Achsenabschnitt so, dass die Angebotskurve durch dieselben Vorstraffungs-Durchschnittswerte von l_t und r_t verläuft. Die Verwendung desselben Referenzpunkts für beide Kurven stellt sicher, dass sie sich im durchschnittlichen Marktgleichgewicht schneiden, das vor der makroprudenziellen Verschärfung vom Juli 2025 herrschte. In Abbildung 7 repräsentiert die nach unten geneigte blaue Linie daher die Kreditnachfrage, während die nach oben geneigte rote Linie das Kreditangebot zeigt.

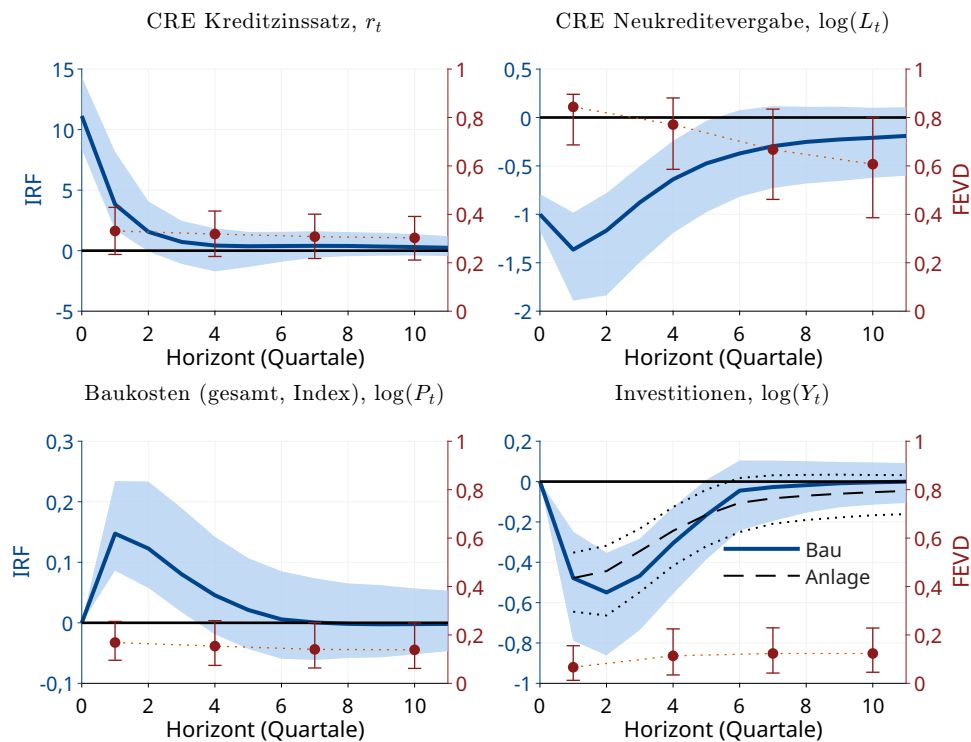
Mehrere Eigenschaften in Abbildung 7 sind bemerkenswert. Erstens ist die Nachfragekurve deutlich flacher als die Angebotskurve. Dies impliziert, dass die Preiselastizität der Kreditnachfrage hoch ist: Verschiebungen des Kreditangebots schlagen sich vorwiegend in Veränderungen der Kreditvolumina nieder und weniger in ausgeprägten Bewegungen des Kreditzinssatzes. Zweitens liegt der Schnittpunkt der beiden Kurven nahe der für die Kalibrierung verwendeten Stichprobendurchschnittsbeobachtung, was der Abbildung eine transparente Gleichgewichtsinterpretation verleiht. Drittens ist die visuelle Konfiguration vollständig konsistent mit den in Abbildung 6 berichteten Erste-Stufen-Evidenzen, wo die inverse Nachfragesteigung $1/\eta_d$ betragsmäßig als gering geschätzt wird.

Aus Gründen der Übersichtlichkeit zeigt das linke Teilbild nicht die verschobene Angebotskurve, die mit der makroprudenziellen Verschärfung vom Juli 2025 verbunden ist. Die geschätzte Linksverschiebung fällt visuell gering aus, sodass das gemeinsame Einzeichnen der Angebotskurven vor und nach dem Schock im selben Teilbild die Verschiebung schwer erkennbar machen würde. Die ökonomische Interpretation bleibt dennoch unverändert. Die Verschärfung induziert eine Einwärtsverschiebung des Kreditangebots und erzeugt dadurch eine Bewegung entlang der Nachfragekurve; die Abbildung zeigt die relativen Steigungen der beiden Kurven und nicht die sehr kleine horizontale und vertikale Verschiebung des Gleichgewichts selbst.

Das rechte Teilbild von Abbildung 7 liefert einen posterioren Vergleich der absoluten inversen Steigungen der beiden Kurven in Form der Differenz $1/|\eta_s| - 1/|\eta_d|$. Der posteriore Median dieser Differenz ist positiv, und das zugehörige 68%-Kreditintervall liegt vollständig oberhalb von null, was impliziert, dass die Angebotskurve statistisch steiler als die Nachfragekurve ist. Die posteriore Wahrscheinlichkeit, dass $1/|\eta_s| > 1/|\eta_d|$, beträgt 0,96. Die relative Flachheit der Nachfrage ist daher nicht lediglich ein grafisches Merkmal der Medianschätzungen, sondern eine robuste Implikation der posterioren Verteilung.

Ökonomisch betrachtet hat diese Geometrie eine unmittelbare Interpretation. Ein kontraktiver makroprudenzieller Eingriff, wie etwa die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen auf CRE-Forderungen vom Juli 2025, verschiebt die Angebotskurve nach innen. Da die Nachfragekurve vergleichsweise flach ist, wird die resultierende Gleichgewichtsangpassung von einem Rückgang der neu vergebenen CRE-Kredite dominiert, während der Anstieg des CRE-Kreditzinssatzes begrenzt bleibt. Dieser Mechanismus ist zentral für die nachfolgende Transmissionsanalyse: Eine

Abbildung 8: **Kontraktiver Kreditangebotsschock – Impulsantworten und Prognosefehler-Varianzzerlegung**



Anmerkung: Impulsantworten auf einen kontraktiven Kreditangebotsschock, identifiziert aus dem gepoolten BVAR der zweiten Stufe. Blaue durchgezogene Linien bezeichnen posteriore Mediane, blaue Schattierungen 68%-Kreditibilitätsintervalle. Rote Markierungen, auf der rechten Achse abzulesen, geben den durch den Kreditangebotsschock erklärten Prognosefehler-Varianzanteil an. Obwohl das Modell auf monatlicher Basis geschätzt wird, werden die Reaktionen auf Quartalsbasis gezeigt, indem innerhalb des Quartals gemittelt wird. Der Schock ist so normiert, dass er einen anfänglichen Rückgang der CRE-Neukredite um 1% erzeugt.

makroprudenzielle Verschärfung wirkt hauptsächlich über die Menge der bereitgestellten CRE-Kredite und nur in geringerem Maße über die Kreditkosten.

4.2.3 Konsequenzen einer Kreditangebotskontraktion

Wir betrachten einen kontraktiven Kreditangebotsschock und untersuchen dessen Transmission auf den Bausektor. Die Basisresultate werden in Abbildung 8 präsentiert und beruhen auf dem BVAR der zweiten Stufe, das dem gepoolten Ansatz aus Abschnitt 4.1.1 folgt; es verwendet einen Baukostenpreisindex und die realen Bauinvestitionen als Maße für sektorale Preise und reale Aktivität. Obwohl das Modell auf monatlichen Daten basiert, aggregieren wir die Impulsantwortfunktionen (IRF, blaue durchgezogene Linien, linke Achsen) auf Quartalsbasis, indem wir innerhalb jedes Quartals mitteln. Der Schock ist auf einen anfänglichen Rückgang der neu vergebenen CRE-Kredite um einen Prozent normiert.

Als Reaktion darauf steigt der CRE-Kreditzinssatz zeitgleich um etwa 10 Basispunkte und kehrt über den Zehn-Quartals-Horizont hinweg allmählich gegen null zurück. Die neu vergebenen

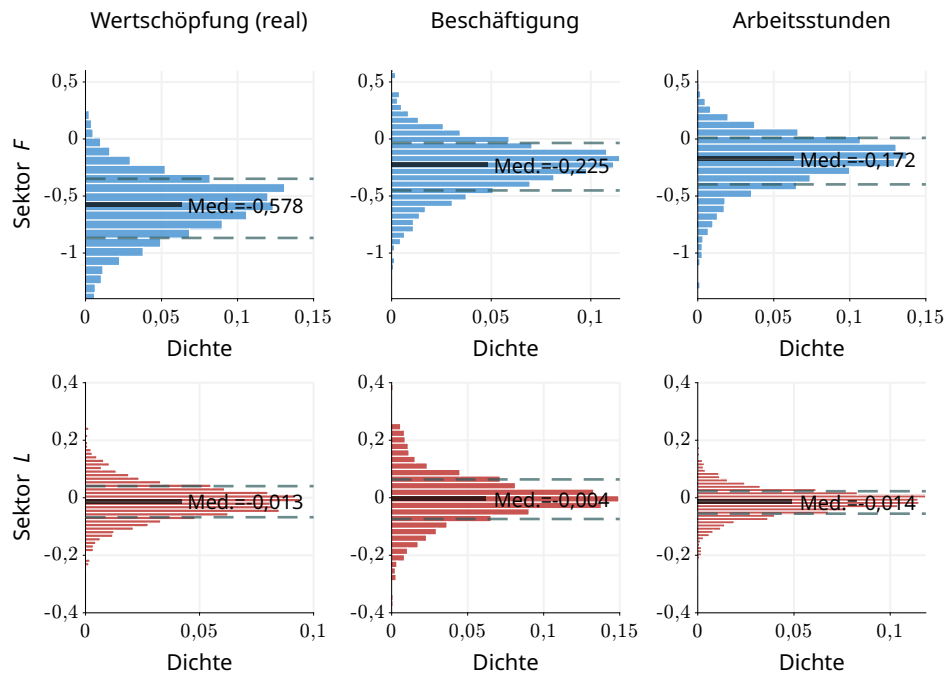
CRE-Kredite fallen kontemporär konstruktionsbedingt um 1%, verbleiben dauerhaft unter dem Ausgangsniveau und erholen sich nur langsam; die 68%-Kreditfähigkeitsintervalle schließen für mehrere Quartale die Null aus. Die Prognosefehler-Varianzzerlegung (FEVD, rote Markierungen, rechte Achsen) ordnet Kreditangebotschocks bei kurzen bis mittleren Horizonten rund 60% der Prognosefehler-Varianz der neu vergebenen CRE-Kredite zu, während ihr Beitrag zum Kreditzinssatz selbst unter 40% verbleibt.

Die im Appendix A identifizierte Kreditnachfragesteigerung impliziert, dass ein Rückgang der Neukreditvergabe um 1% mit einem Anstieg des CRE-Kreditzinssatzes um rund 4 Basispunkte entlang der inversen Kreditnachfragekurve einhergeht. Die in den Impulsantwortfunktionen ausgewiesene zeitgleiche Reaktion des Kreditzinses ist jedoch größer und liegt bei rund 10 Basispunkten. Dies verdeutlicht, dass die IRF nicht lediglich eine Bewegung entlang der Kreditnachfragekurve abbildet, sondern die gleichgewichtige Angebotsreaktion auf einen identifizierten Kreditangebotschock im vollständigen SVAR der zweiten Stufe misst. Während die inverse Nachfragekurve für sich genommen bei einer Kreditkontraktion von 1% nur einen moderaten Zinsanstieg impliziert, reflektiert die IRF darüber hinaus den unmittelbaren Preiseffekt des kontraktiven Angebotschocks selbst, der den Kreditzins bereits zeitgleich erhöht, bevor sich die Mengenanpassung vollständig entfaltet. Der Unterschied zwischen beiden Größen ist daher keine Inkonsistenz, sondern Ausdruck der Tatsache, dass die Kreditnachfragekurve nur einen Teil der Gleichgewichtszusammenhang beschreibt, während die Impulsantworten die vollständige strukturelle Dynamik von Kreditangebot und Kreditnachfrage gemeinsam erfassen.

Der Baukostenpreisindex steigt als Reaktion auf den Schock, erreicht im ersten Quartal die größte Steigerung um etwa 0,15% und verbleibt für die ersten drei Quartale positiv, mit einem 68%-Kreditfähigkeitsband, das die Null weitgehend ausschließt, bevor er zum Ausgangsniveau zurückkehrt. Dies ist vereinbar mit einem Kostendruck-Kanal: Engere Kreditbedingungen erhöhen die marginalen Finanzierungskosten neuer Bauprojekte, die auf die Baupreise überwälzt werden können. Die realen Bauinvestitionen (blaue Linie im vierten Panel in der Abbildung) reagieren mit Verzögerung, sinken bis zu einem Tiefpunkt von etwa –0,5% rund um das zweite bis dritte Quartal, bevor sie sich erholen; die Kreditfähigkeitsbänder schließen die Null nahe dem Tiefpunkt aus. Die FEVD-Beiträge von Kreditangebotschocks zu Baupreisen und Bauinvestitionen sind mit rund 10–15% über alle Horizonte moderat, was darauf hindeutet, dass andere Schocks als Kreditangebotschocks der dominante Treiber der mittelfristigen Variabilität beider Reihen bleiben.

Um die Robustheit des zuvor beschriebenen Transmissionsmechanismus zu beurteilen und die Charakterisierung der Realaktivitätseffekte zu erweitern, ersetzen wir das Realaktivitätsmaß im BVAR der zweiten Stufe sequenziell durch alternative Indikatoren, während alle übrigen Elemente der Spezifikation unverändert bleiben. Für jedes alternative Maß berichten wir die geschätzte Impulsantwortfunktion beim Zwei-Quartals-Horizont für einen Schock, der eine anfängliche Kontraktion der Neukreditvergabe um 1% erzeugt; die Ergebnisse werden in Abbildungen 8 und 9 präsentiert. Abbildung 8 zeigt im 4. Panel den Verlauf der Impulsantwortfunktion der Bruttoanlageinvestitionen, in denen die Bauinvestitionen zu 45% enthalten sind. Auch die An-

Abbildung 9: **Kontraktiver Kreditangebotsschock – Impulsantworten beim 2-Quartals-Horizont**



Anmerkung: Impulsantworten beim 2-Quartals-Horizont für einen kontraktiven Kreditangebotsschock mit einer anfänglichen Kontraktion der Neukreditvergabe um 1%.

lageinvestitionen sinken infolge einer Kreditangebotsverknappung spürbar, wenngleich etwas geringer als die Bauinvestitionen, und sie weisen ebenfalls eine statistisch signifikante Reaktion auf (68% Kreditniveauniveau). Im Bausektor (NACE-Sektor F) sinkt die reale Bruttowertschöpfung um 0,6% und die Beschäftigung um 0,2% (posteriorer Median in beiden Fällen), wobei die 68%-Kreditniveaubänder in beiden Fällen die Null ausschließen. Die geleisteten Arbeitsstunden insgesamt sinken ebenfalls um rund 0,2% (posteriorer Median), jedoch umfasst das Kreditniveauintervall die Null, was auf eine geringere statistische Präzision für dieses Maß des Arbeitseinsatzes hindeutet. Im Immobiliensektor (NACE-Sektor L) liegen die posterioren Medianreaktionen für reale Bruttowertschöpfung, Beschäftigung und geleistete Arbeitsstunden bei null; in allen drei Fällen überspannen die 68%-Kreditniveauintervalle die Null, sodass Übertragungseffekte auf Sektor L auf diesem Horizont statistisch nicht erkennbar sind. Eine Erklärung dafür ist die Struktur der Wertschöpfung im Sektor L. Die Wertschöpfung umfasst dort auch die imputierten Mieten von im Eigenbesitz bewohnten Immobilien; sie wird von Statistik Austria mit der Kombination aus Melderegister, Grundbuch und der durchschnittlichen Miete pro Quadratmeter berechnet. Änderungen der Neukreditvergabe oder des Zinssatzes wirken sich daher nicht auf die imputierten Mieten aus.

4.3 Einordnung der realwirtschaftlichen Effekte im Vergleich zum regulatorischen Impact Assessment

Die in Abschnitt 3 entwickelte strukturelle Analyse erlaubt einen direkten Vergleich der hier geschätzten realwirtschaftlichen Transmissionseffekte mit den im Zuge der Kalibrierung des sektoralen Systemrisikopuffers (sSyRP) für gewerbliche Immobilienfinanzierungen durchgeführten behördlichen Impact Assessments dargestellt in Oesterreichische Nationalbank (2026b). Während beide Ansätze die makroökonomischen Konsequenzen einer Straffung der CRE-Eigenkapitalanforderungen quantifizieren, unterscheiden sie sich grundlegend in ihrer methodischen Architektur, ihrem Identifikationsansatz und – damit verbunden – in der Größenordnung der ausgewiesenen Effekte.

4.3.1 Methodische Grundlagen des regulatorischen Impact Assessments

Das behördliche Impact Assessment folgt einem partialanalytischen Gleichgewichtsrahmen. Ausgangspunkt ist die Quantifizierung des zusätzlichen Kapitalbedarfs der betroffenen Institute, der sich aus der Puffererhöhung ergibt. Unter der Annahme, dass Kreditinstitute höhere Finanzierungskosten vollständig an Kreditnehmer der Realwirtschaft weitergeben (*pass-through* von 100%), wird der implizierte Zinsaufschlag auf neu zu bepreisende Kreditvolumina berechnet. Dieser Zinsaufschlag wird anschließend über Zinselastizitäten aus dem makroökonomischen Prognosemodell der OeNB in gesamtwirtschaftliche Größen übertragen (vgl. Oesterreichische Nationalbank, 2024, F. 33–34). Die zentrale Normierungsgröße ist der implizierte Zinsaufschlag in Basispunkten.

Für eine sSyRP-Rate von 3,5% auf risikogewichtete CRE-Aktiva ergibt sich nach dieser Methodik ein auf den sSyRP entfallender Zinsaufschlag von rund 7 Basispunkten (0,07 Pp). Über den Zinskanal des makroökonomischen Prognosemodells führt dieser Zinsaufschlag kumuliert über drei Jahre zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen laut VGR von rund –0,31% relativ zum Basisszenario (vgl. Oesterreichische Nationalbank, 2024, F. 33–34).

4.3.2 Die Kreditnachfragekurve als zentraler Transmissionsparameter

Ein zentraler, im behördlichen Impact Assessment nicht ausgewiesener Parameter ist die Steigung der Kreditnachfragekurve. Die Transmission eines regulatorisch induzierten Zinsaufschlags in die realwirtschaftliche Aktivität verläuft grundsätzlich über zwei Kanäle: den Preiskanal, bei dem höhere Kreditkosten Investitionsprojekte direkt unrentabel machen, und den Mengenkanaal, bei dem ein Rückgang der Kreditvergabe Investitionsvorhaben unabhängig von den Finanzierungskosten einschränkt. Welcher dieser Kanäle dominiert, hängt maßgeblich von der Steigung der Kreditnachfragekurve ab.

Die BVAR der ersten Stufe liefert eine strukturell identifizierte posteriore Verteilung der Nachfragesteigung $\eta_d = \delta_L / \delta_r$. Die 68%-Kredibilitätsintervalle für δ_r und δ_L schließen die Null jeweils aus (vgl. Abbildung 6). Darüber hinaus zeigt Abbildung 7, dass die inverse Kreditnachfragekurve deutlich

flacher verläuft als die Kreditangebotskurve ($P(1/|\eta_s| > 1/|\eta_d|) = 0,96$).

Diese Geometrie hat eine unmittelbare Implikation für den Transmissionsmechanismus: Bei einer stark zinselastischen Kreditnachfrage schlagen sich Angebotsstraffungen vorwiegend in einem Rückgang der Kreditmengen nieder und nur begrenzt in höheren Kreditzinsen. Ein Impact Assessment (Oesterreichische Nationalbank, 2024, 2026b), das die Transmission primär über einen regulatorisch induzierten Zinsaufschlag abbildet und den Mengenkanal ausblendet, dürfte die realwirtschaftlichen Effekte makroprudenzieller Maßnahmen tendenziell unterschätzen. Da die Steigung der Kreditnachfragekurve im vorliegenden BVAR-Rahmen empirisch identifiziert wird, liefert die vorliegende Studie einen zusätzlichen Transmissionsparameter, der im behördlichen Impact Assessment nicht explizit ausgewiesen wird. Gerade dieser Transmissionsparameter ist es, den die vorliegende Analyse als wesentliche Ergänzung einbringt.

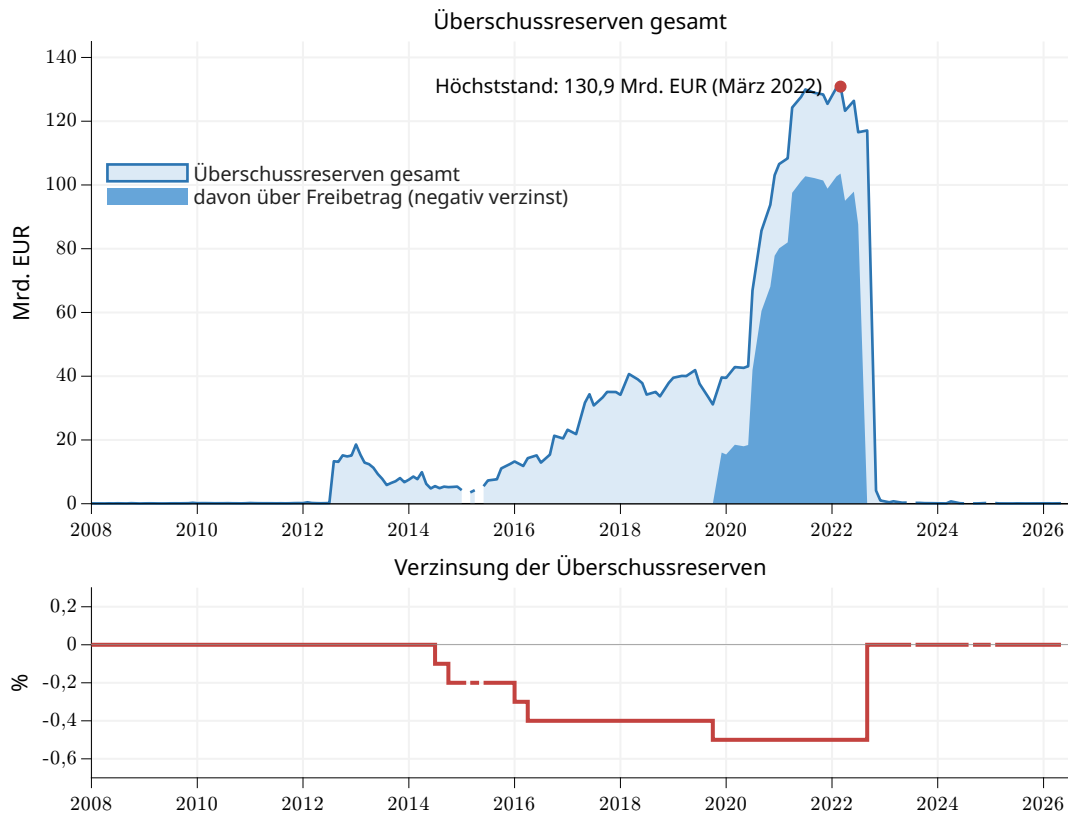
Eine zusätzliche Perspektive auf die Wirksamkeit des Mengenkanals liefert die Entwicklung der Überschussreserven im österreichischen Kreditwesen. Wie Abbildung 10 zeigt, sind diese seit dem Jahr 2022 dramatisch zurückgegangen – von einem Höchststand von rund 131 Mrd. Euro auf zuletzt lediglich 112 Mio. Euro. Dieser Rückgang signalisiert, dass der Spielraum der Kreditinstitute, regulatorische Kapitalverschärfungen durch den Einsatz vorhandener Überschussreserven zu absorbieren, nahezu vollständig erschöpft ist – eine Konstellation, die den Mengenkanal gegenüber dem Preiskanal erheblich stärkt: Institute, die regulatorisch induzierte Kapitalmehrbedarfe nicht mehr aus freien Reserven decken können, reagieren typischerweise mit einer Reduktion risikogewichteter Aktiva, also mit einer direkten Kreditkontraktion (Behn et al., 2025; Couaillier et al., 2024; Gropp et al., 2019).

4.3.3 Vergleich der Effekte und Schocknormierung

Ein direkter Vergleich der vorliegenden BVAR-Ergebnisse mit dem behördlichen Impact Assessment (Oesterreichische Nationalbank, 2024) erfordert eine Abstimmung sowohl der Schocknormierung als auch der ausgewiesenen Wirkungseinheiten. Das OeNB Impact Assessment normiert die Maßnahme auf einen durch den sSyRP induzierten Zinsaufschlag von 7 Basispunkten und weist die realwirtschaftlichen Effekte als kumulierte Abweichungen der Wachstumsraten über einen Drei-Jahres-Horizont aus.

Der Schätzwert des kumulierten Zinseffektes durch den vollständigen Aufbau des sSyRP von 7 Basispunkten in Oesterreichische Nationalbank (2026b) erscheint niedrig, wenn man ihn mit den Eigenkapitalkosten im Kreditwesen vergleicht. Bei einer Eigenkapitalrendite von 15% würde die zusätzliche Hinterlegung eines gewerblichen Immobilienkredites mit Eigenkapital im Ausmaß von 3,5% die Eigenkapitalkosten um 53 Basispunkte erhöhen (15% von 3,5%). Darüber hinausgehend berücksichtigt die OeNB von den in Übersicht 2 angeführten bereits wirksamen restriktiven Maßnahmen nur den Prudential Backstop mit weiteren 13 Basispunkten, d. h. die automatisch wirkenden Faktoren zur Erhöhung der RWA, der Wegfall des Hard Tests und die strengeren Bewertungsvorschriften für Immobiliensicherheiten blieben unberücksichtigt.

Abbildung 10: **Überschussreserven der österreichischen Kreditinstitute**



Q: OeNB; eigene Darstellung. Anmerkung: Monatsdaten. Oberes Panel: gesamte Überschussreserven in Mrd. Euro; die dunkle Fläche kennzeichnet jenen Teil, der über den Freibetrag hinausgeht und während der Negativzinsphase entsprechend verzinst wurde. Unteres Panel: Verzinsung der Überschussreserven in Prozent p. a.

Bei einem einmaligen Schock ist die über den Horizont aufsummierte Wachstumsratenabweichung näherungsweise äquivalent zur Log-Niveauabweichung am Endhorizont. Formal gilt für eine Variable Y_t :

$$(2) \quad \sum_{h=0}^H \Delta \log Y_{t+h} \approx \log Y_{t+H} - \log Y_t,$$

sodass die von der OeNB ausgewiesene Drei-Jahres-Wirkung konzeptionell mit einer Niveauabweichung am Endhorizont und nicht mit der über alle Horizonte aufsummierten Fläche unter der Impulsantwortfunktion zu vergleichen ist.

Für die Schocknormierung verwenden wir die in Appendix A identifizierte Steigung der Kreditnachfragefunktion. Der posteriore Median von $\eta_d \approx -25$ impliziert, dass ein Rückgang der Neukreditvergabe um 1% mit einem Anstieg des CRE-Kreditzinssatzes um rund 4 Basispunkte entlang der inversen Kreditnachfragekurve einhergeht. Um die BVAR-Ergebnisse auf den im OeNB Impact Assessment unterstellten Zinsaufschlag von 7 Basispunkten vergleichbar zu machen, werden daher alle Impulsantworten mit dem Faktor $\lambda = 7/4 = 1,75$ skaliert. Diese Skalierung bezieht

sich explizit auf die partielle Preis-Mengen-Beziehung entlang der Kreditnachfragekurve.

Unter dieser Normierung ergibt sich aus den BVAR-Schätzungen ein Rückgang der Bauinvestitionen von rund 1,05% über die ersten beiden Quartale, ein Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen von rund 0,88% sowie ein Rückgang der realen Bruttowertschöpfung im Bausektor (NACE-Sektor F) von rund 1,05%. Demgegenüber weist das OeNB Impact Assessment für die gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen einen Effekt von –0,31% über drei Jahre aus. Auch wenn die Bezugsgrößen nicht vollständig deckungsgleich sind, spricht dieser Vergleich dafür, dass die vorliegende strukturelle BVAR-Schätzung deutlich stärkere realwirtschaftliche Transmissionseffekte ausweist als das behördliche Impact Assessment.

Übersicht 3: Realwirtschaftliche Effekte – Größenordnungsvergleich

Größe	OeNB	BVAR
Zinsaufschlag	7 Basispunkte	7 Basispunkte
Bruttoanlageinvestitionen	–0,31% (über 3 Jahre kumuliert)	–0,9%
Bauinvestitionen	—	–1,1%
BWS Bausektor (NACE-Sektor F)	—	–1,0%
BWS Immobiliensektor (NACE-Sektor L)	—	statistisch nicht signifikant

Anmerkung: Die OeNB weist die Wirkung auf die Bruttoanlageinvestitionen als über drei Jahre kumulierte Abweichung der Wachstumsrate aus. Bei einem Einmalschock ist diese Größe näherungsweise äquivalent zur Log-Niveauabweichung am Endhorizont. Die BVAR-Ergebnisse sind auf einen Zinsaufschlag von 7 Basispunkten normiert, indem die Impulsantworten mit dem Faktor $\lambda = 7/4 = 1,75$ skaliert werden. Die Umrechnung erfolgt über die in Abschnitt A identifizierte Steigung der inversen Kreditnachfragekurve, wonach ein Rückgang der Neukreditvergabe um 1% einem Zinsanstieg von rund 4 Basispunkten entspricht. Die ausgewiesenen BVAR-Effekte beziehen sich auf die in Abbildungen 6 und 7 berichteten Medianreaktionen bei einem Horizont von 2 Quartalen.

Der zentrale Unterschied zum bisherigen Vergleich besteht damit nicht nur in der einheitlichen Schocknormierung, sondern auch in der präzisen Zuordnung der Einheiten. Während das OeNB Impact Assessment einen über drei Jahre aggregierten Effekt auf die Wachstumsrate der Bruttoanlageinvestitionen ausweist, beruhen die hier berichteten BVAR-Werte auf skalierten Medianreaktionen der jeweiligen Impulsantwortfunktionen. Gleichwohl zeigt der Vergleich konsistent, dass die realwirtschaftlichen Effekte einer makroprudenziellen Straffung im strukturellen BVAR größer ausfallen als im behördlichen Impact Assessment, insbesondere für die dem CRE-Segment unmittelbar zugeordneten Größen des Bausektors.

4.3.4 Erklärung der Unterschiede

Die höher eingeschätzte Wirkung in der vorliegenden Analyse lässt sich auf drei methodische Faktoren zurückführen.

Erstens – und konzeptuell am bedeutsamsten – operationalisiert das behördliche Impact Assessment (Oesterreichische Nationalbank, 2024) die Transmission über einen regulatorisch induzierten Zinsaufschlag. Dieser Ansatz ist für eine partielle Gleichgewichtsanalyse naheliegend, rückt

aber notwendigerweise den Preiskanal in den Vordergrund. Das vorliegende BVAR berücksichtigt darüber hinaus, dass sich ein kontraktiver Kreditangebotschock bei flacher Kreditnachfrage in erheblichen Mengenanpassungen niederschlagen kann. Gerade in einem solchen Umfeld dürfte ein zinsbasierter Partialansatz die realwirtschaftlichen Folgewirkungen eher zurückhaltend abbilden.

Zweitens weist das BVAR auf einen zusätzlichen Preisauftrieb im Bausektor hin, der im behördlichen Impact Assessment nicht gesondert modelliert wird. Der Baukostenpreisindex reagiert auf den identifizierten Kreditangebotschock zunächst positiv und erreicht im ersten Quartal einen Ausschlag von rund 0,15%; die Reaktion bleibt über mehrere Quartale positiv (vgl. Abbildung 8). Dieses Muster ist mit einem Kostendruck- bzw. Finanzierungskostenkanal vereinbar, über den engere Kreditbedingungen die realwirtschaftliche Aktivität zusätzlich belasten können.

Drittens unterscheiden sich die Bezugsgrößen erheblich. Das OeNB Impact Assessment weist Effekte auf gesamtwirtschaftliche Bruttoanlageinvestitionen aus, die das CRE-betroffene Baugewerbe nur zu einem Bruchteil umfassen. Die vorliegende Analyse konzentriert sich auf sektorale Bauinvestitionen sowie die Bruttowertschöpfung der NACE-Sektoren F und L; für letzteren sind Transmissionseffekte beim Zwei-Quartals-Horizont statistisch nicht erkennbar (vgl. Abbildung 6), was auf eine sektoral konzentrierte Transmission hindeutet. Gesamtwirtschaftliche Indikatoren dürften die sektoralen Auswirkungen daher nur abgeschwächt abbilden.

Zusammenfassend legt der Vergleich nahe, dass das behördliche Impact Assessment die realwirtschaftlichen Effekte einer makroprudenziellen Straffung eher konservativ quantifiziert. Die im vorliegenden Beitrag geschätzte hohe Zinselastizität der Kreditnachfrage spricht dafür, dass Straffungen im CRE-Segment in erheblichem Maß über Mengenanpassungen der Kreditvergabe auf den Bausektor durchschlagen. Werden diese Mengenreaktionen nicht gesondert berücksichtigt, fallen die ausgewiesenen Effekte tendenziell geringer aus als in einem strukturellen Ansatz, der Preis- und Mengenreaktionen gemeinsam identifiziert.

5. Diskretionäre Aktivierung und Deaktivierung des Puffers: die Rolle der Kredit-Realaktivitäts-Lücke

Ob eine weitere Verschärfung sektoraler Kapitalanforderungen makroprudenziell sinnvoll ist, hängt entscheidend davon ab, ob sich im betreffenden Marktsegment Anzeichen eines zyklischen Risikoaufbaus erkennen lassen. Für den antizyklischen Kapitalpuffer (AKP) wird diese Frage auf gesamtwirtschaftlicher Ebene üblicherweise anhand des Verhältnisses von Kreditentwicklung zu (nominellem) BIP beurteilt. Insbesondere haben der Basler Ausschuss und die BIS die Kredit-BIP-Lücke als prominenten Referenzindikator für AKP-Entscheidungen hervorgehoben, wobei anhaltend positive Abweichungen der Kredit-BIP-Quote von ihrem langfristigen Trend als Hinweis auf eine zyklische finanzielle Überhitzung interpretiert werden (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2010, 2011). Gemäß den Basel-III-Leitlinien gilt eine positive aggregierte Kredit-BIP-Lücke von mehr als 2 Prozentpunkten typischerweise als untere Aktivierungsschwelle für den AKP, wobei größere Lücken progressiv strengere Pufferanforderungen nach sich ziehen (siehe insbesondere Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2011). Auch wenn dieser Schwellenwert ausdrücklich nur als Leitlinie und nicht als mechanische Regel gedacht ist, hat er sich in der makroprudenziellen Literatur und Praxis als zentraler Orientierungspunkt etabliert (Drehmann et al., 2011).

Wir übertragen diese Logik auf das CRE-Segment. Wenn der sektorale Systemrisikopuffer mit einer im CRE-Markt aufgebauten Verwundbarkeit begründet wird, liegt es nahe, auch dessen Aktivierung an einem sektorspezifischen Maß für die Kreditdynamik relativ zur zugrunde liegenden Realaktivität auszurichten. Vor diesem Hintergrund konstruieren wir Kredit-Realaktivitäts-Maße für das österreichische CRE-Segment, die das Prinzip der Kredit-BIP-Lücke auf disaggregierter Ebene abbilden. An die Stelle der aggregierten Kredit-BIP-Quote tritt dabei eine sektorspezifische Relation aus CRE-Kreditbestand und realwirtschaftlicher Aktivität in jenen Bereichen, die eng mit dem gewerblichen Immobilienmarkt verknüpft sind.

Konkret definieren wir den Kreditbestand im CRE-Segment als Summe der drei zuvor eingeführten CRE-Teilsektoren — (i) Grundstücks- und Wohnungswesen, (ii) Hochbau und (iii) vorbereitende Baustellenarbeiten — und setzen diese ins Verhältnis zu drei unmittelbar marktbezogenen Aktivitätsgrößen: den nominellen Bauinvestitionen, der nominellen Wertschöpfung des Bausektors (NACE-Sektor F) und der nominellen Wertschöpfung des Immobiliensektors (NACE-Sektor L). Darüber hinaus differenzieren wir nach vier Besicherungskategorien, nämlich anderen Sicherheiten, durch Gewerbeimmobilien besicherten Krediten, durch Wohnimmobilien besicherten Krediten und unbesicherte Kredite. In der Kombination der vier Besicherungskategorien mit den drei Realaktivitätsmaßen ergeben sich insgesamt $4 \times 3 = 12$ verschiedene CRE-Kredit-Realaktivitäts-Quoten, aus denen anschließend sektorspezifische Kredit-Realaktivitäts-Lücken berechnet werden.

5.1 Konstruktion der Kredit-Realaktivitäts-Lücke

Zur Konstruktion der Quoten werden die monatlichen Kreditbestände auf Quartalsbasis gemittelt und die quartalsweisen Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zu annualisierten Vierquartalssummen aggregiert, d.h. es wird eine Summe der vier vorangegangenen Quartale berechnet. Dadurch entstehen für alle zwölf Zeitreihen einheitliche quartalsbasierte Kredit-Realaktivitäts-Maße.

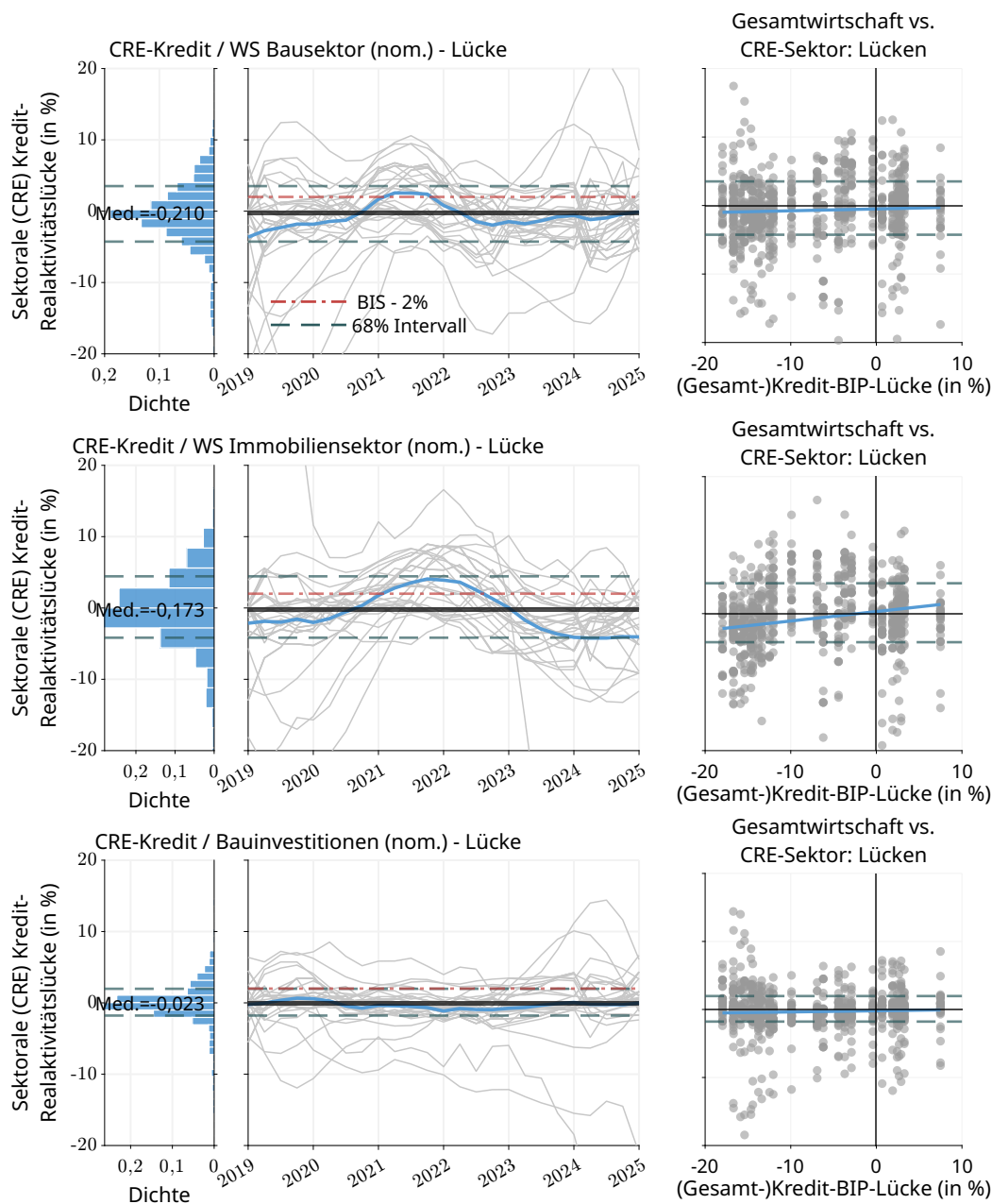
Für jede der 12 Quoten wird eine entsprechende Lücke berechnet, indem mehrere univariate Trend-Zyklus-Extraktionsverfahren angewendet werden, die in der Konjunktur- und Makrofinanzanalyse weit verbreitet sind. Unser Basisreferenzpunkt folgt dem BIS-Ansatz und verwendet den Hodrick-Prescott-(HP-)Filter (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2010, 2011; Hodrick & Prescott, 1997). Es werden sowohl einseitige als auch zweiseitige Varianten des HP-Filters angewendet. Die einseitige Variante ist aus der Perspektive der regulatorischen Entscheidungsträger besonders relevant, da sie den Echtzeit-Informationsstand der Entscheidungsträger nachbildet, während die zweiseitige Variante nur ex post informativ ist. Zur Beurteilung inwieweit das resultierende Signal vom jeweiligen Trend-Zyklus-Extraktionsverfahren abhängt, wird die Analyse um den (einseitigen und zweiseitigen) Hodrick-Prescott-Filter (Hodrick & Prescott, 1997), Baxter-King-Filter (Baxter & King, 1999), den Christiano-Fitzgerald-Filter (Christiano & Fitzgerald, 2003), den Hamilton-Filter (Hamilton, 2018), die Beveridge-Nelson-Zerlegung (Beveridge & Nelson, 1981), einen deterministischen linearen Trend, einen Local-Level-Zustandsraumtrend und eine Unbeobachtete-Komponenten-Local-Linear-Trend-Spezifikation (Harvey, 1989) erweitert. Insgesamt wird jede Quote aus dem Verhältnis zwischen der Differenz der ursprünglichen Variable und deren Trendkomponente zur Trendkomponente berechnet, wobei neun alternative univariate Filterverfahren zur Ermittlung der Trendkomponente eingesetzt werden.

Die Verwendung mehrerer Trend-Zyklus-Extraktionsverfahren ist nicht nur eine Robustheitsübung, sondern spiegelt auch ein umfassenderes Thema in der makroprudenziellen Literatur wider: Lückenmaße können gegenüber Echtzeit-Revisionen, Endpunktproblemen und Trendspezifikationsentscheidungen sensibel sein (Edge & Meisenzahl, 2011; Hamilton, 2018). Dies ist in sektoralen Anwendungen besonders relevant, da relativ kurze Zeitreihen und der Strukturwandel die Abhängigkeit der geschätzten Lücke vom gewählten Filter verstärken können.

5.2 Ergebnisse nach Aktivitätsmaßen und Besicherungsarten

Abbildung 11 fasst die Ergebnisse für die 12 CRE-Kredit-Realaktivitäts-Maße zusammen. Jeder Teil in Abbildung 11 entspricht einem realen Aktivitätsmaß im Nenner der Quote: nominelle Bruttowertschöpfung im Bausektor, nominelle Bruttowertschöpfung im Immobiliensektor oder nominelle Bauinvestitionen. Innerhalb jedes Teiles zeigt das linke Teilbild die methodenübergreifende Verteilung der geschätzten Lückenmaße, das mittlere Teilbild stellt die aus den verschiedenen Filtern gewonnenen Zeitpfade dar, und das rechte Teilbild setzt die sektorale CRE-Lücke in Be-

Abbildung 11: CRE-Kredit-Realaktivitäts-Lücke nach verschiedenen Besicherungsformen



Anmerkung: Jede Zeile bezieht sich auf eine Kredit-Realaktivitäts-Quote für den CRE-Sektor, wobei Kredite durch den CRE-Kreditbestand und die reale Aktivität alternativ durch die nominelle Bruttowertschöpfung im Bausektor (NACE-Sektor F) und im Immobiliensektor (NACE-Sektor L) und nominelle Bauinvestitionen gemessen wird. Die Kredit-Aktivitäts-Lücken sind auf Quartalsbasis, basierend auf annualisierten quartalsweisen Kennzahlen. Graue Linien bezeichnen filterspezifische Schätzungen, die blaue durchgezogene Linie den methodenübergreifenden Durchschnitt und die strichlierten grauen Linien den 68%-Bereich über alle Methoden. Die rot strichlierte Linie markiert den BIS-Schwellenwert von 2 Prozentpunkten.

zug zur aggregierten Kredit-BIP-Lücke. Die rot strichlierte Linie in den mittleren Teilbildern markiert den BIS-Aktivierungsschwellenwert von 2 Prozentpunkten (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2011), während die blaue durchgezogene Linie den Durchschnitt

über alle Filtermethoden ausweist und die strichlierten grauen Linien den zentralen 68%-Bereich über alle Methoden zusammenfassen.

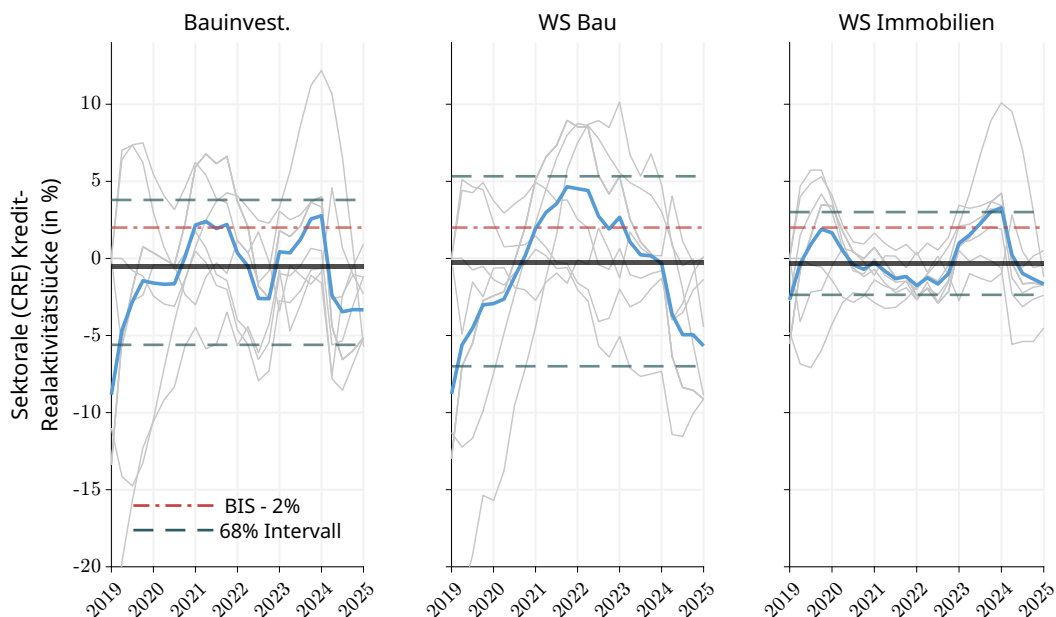
Aus Abbildung 11 lassen sich mehrere Erkenntnisse ableiten. Erstens liegt die überwiegende Mehrheit der geschätzten CRE-Lückenmaße am Ende der Stichprobe unabhängig vom verwendeten Realaktivitätsnenner unterhalb des Aktivierungsschwellenwerts von 2 Prozentpunkten. Zweitens liegt die blaue Durchschnittslinie am Ende der Stichprobe in allen drei Teilbildern deutlich unterhalb des Schwellenwerts, was darauf hindeutet, dass das gemittelte Signal der verschiedenen Filter, wenn überhaupt, eher gegen eine weitere Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen hinweisen würde. Drittens zeigt das Verhältnis von sektoraler CRE-Lücke zum Pendant für die Gesamtwirtschaft (Gesamtkreditbestand-BIP-Lücke) in den Streudiagrammen einen schwach positiven Zusammenhang, jedoch ist die Beziehung ökonomisch moderat und weit davon entfernt, eng zu sein. Dies zeigt, dass sich aggregierte Kreditbedingungen und CRE-spezifische Kreditbedingungen nicht notwendigerweise im Gleichschritt bewegen, sodass sektorale Politikentscheidungen nicht verlässlich allein aus der aggregierten Lücke abgeleitet werden können.

Zugleich verdeutlicht Abbildung 11 ein grundlegendes Problem: Die geschätzte Lücke ist in hohem Maße sensibel gegenüber dem verwendeten Filter. Für eine gegebene Kredit-Realaktivitäts-Quote ist die methodenübergreifende Streuung oft groß, und die Einschätzung des impliziten Finanzzyklus variiert je nach Trend-Zyklus-Extraktionsverfahren erheblich. Diese Sensibilität ist kein geringfügiges technisches Detail, sondern ein erstrangiges Problem für die makroprudenzielle Politik. Wenn das aus derselben zugrundeliegenden Quote extrahierte Signal stark davon abhängt, ob man beispielsweise einen einseitigen HP-Filter, einen Hamilton-Regressionsfilter oder eine Zustandsraumzerlegung anwendet, weist der Indikator ein hohes Ausmaß an Unsicherheit über die Richtigkeit des Signals für eine Überhitzung des Finanzsystems auf. Eine große Bandbreite an Lückenschätzungen öffnet Entscheidungsträger:innen zusätzlich einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Wahl der Methode, die eine bevorzugte Politikschlussfolgerung stützt (Edge & Meisenzahl, 2011; Hamilton, 2018). Anders ausgedrückt: Die Kredit-Realaktivitäts-Lücke ist hinreichend filterabhängig, sodass aus denselben Rohdaten durch Wahl eines anderen Entrendungsverfahrens unterschiedliche Politikentscheidungen begründet werden können. Eine solche Sensibilität liefert keine hinreichend robuste Grundlage für eine regelgebundene Entscheidung.

5.3 Evidenz für CRE-besicherte Kreditvergabe

Diese Schlussfolgerung gilt auch, wenn die Betrachtung auf einen einzelnen Besicherungstyp beschränkt wird. Abbildung 12 konzentriert sich ausschließlich auf durch Gewerbeimmobilien besicherte Kredite, die wohl die naheliegendste Besicherungskategorie für einen CRE-spezifischen makroprudenziellen Indikator darstellt. Im Unterschied zu Abbildung 11 fixiert jedes Teilbild nun eine bestimmte Kredit-Realaktivitäts-Quote und zeigt ausschließlich die neun Lückenschätzungen aus den alternativen univariaten Filtern. Die drei Teilbilder entsprechen jeweils dem Kredit-

Abbildung 12: **CRE-Kredit-Realaktivitäts-Lücke: CRE-Besicherung**



Anmerkung: Die Abbildung zeigt die CRE-Kredit-Realaktivitäts-Lücke für durch Gewerbeimmobilien besicherte Kredite. Die drei Teilbilder unterscheiden sich nach dem im Nenner verwendeten Aktivitätsmaß: nominelle Bauinvestitionen, nominelle Bruttowertschöpfung im Bausektor (NACE-Sektor F) und im Immobiliensektor (NACE-Sektor L). Die Kredit-Aktivitäts-Lücken sind auf Quartalsbasis, basierend auf annualisierten quartalsweisen Realaktivitätsmaßen. Graue Linien bezeichnen filterspezifische Schätzungen, die blaue durchgezogene Linie den methodenübergreifenden Durchschnitt und die strichlierten dunkelblauen Linien den 68%-Bereich über alle Methoden. Die rot strichlierte Linie markiert den BIS-Schwellenwert von 2 Prozentpunkten.

bestand relativ zu nominellen Bauinvestitionen, relativ zur nominellen Bruttowertschöpfung im Bausektor und relativ zur nominellen Bruttowertschöpfung im Immobiliensektor.

Abbildung 12 macht die methodenübergreifende Instabilität besonders deutlich. Die neun grauen Linien in jedem Teilbild repräsentieren die vom jeweiligen Filter implizierte Lücke auf Basis der jeweils gleichen Kredit-Realaktivitäts-Quote, die blaue durchgezogene Linie ist ihr methodenübergreifender Durchschnitt, die rot strichlierte Linie markiert erneut den BIS-Schwellenwert von 2 Prozentpunkten (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2011), und die strichlierten grauen Linien geben den 68%-Bereich über alle Methoden an. Zwei Merkmale stechen hervor. Erstens liegt keines der am Stichprobenende gemessenen Lückenmaße oberhalb des Schwellenwerts oder auch nur in seiner Nähe. Allein auf dieser Grundlage würde der Indikator eher gegen eine zusätzliche Verschärfung sprechen. Zweitens bleibt die Streuung über die Filtermethoden über die gesamte Stichprobe hinweg beträchtlich, und es ergibt sich keine stabile Rangordnung der Methoden über die drei Aktivitätskonzepte hinweg. Selbst in der Besicherungskategorie, die am engsten mit CRE-Forderungen verknüpft ist, liefert die Kredit-Realaktivitäts-Lücke kein klares und robustes Signal.

Insgesamt wirft die Evidenz aus den Abbildungen 11 und 12 Zweifel an der Nützlichkeit von Kreditlücken-Indikatoren als eigenständigem Leitfadens für sektorale makroprudenzielle Ent-

scheidungen im CRE-Markt auf. Während der BIS-artige Rahmen konzeptuell ansprechend ist und in der Praxis einflussreich geworden ist (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Drehmann et al., 2011), ist seine Umsetzung im vorliegenden Kontext in hohem Maße sensibel gegenüber der Wahl des Nenners und, noch wichtiger, gegenüber der Wahl des Trend-Zyklus-Extraktionsverfahrens (Edge & Meisenzahl, 2011; Hamilton, 2018). In unseren Daten unterstützt das am Stichprobenende gemessene Signal nicht die geplanten Verschärfungen der Eigenkapitalanforderungen; wenn überhaupt, deutet es in die entgegengesetzte Richtung. Allgemeiner unterstreicht die beträchtliche Variabilität über Filtermethoden hinweg das Ausmaß des Ermessensspielraums und legt nahe, dass solche Maße bestenfalls als einer unter vielen Indikatoren behandelt werden sollten und nicht als ausschlaggebende operative Regel für die Aktivierung oder Freisetzung von Kapitalpuffern.

6. Der sSyRP und das SREP zur Risikosteuerung – eine Gegenüberstellung

Die zentrale Motivation der Aufsicht für die Einführung und geplante Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers (sSyRP) ist eine Verschlechterung der systemischen Risiken aus gewerblichen Immobilienfinanzierungen. Als Indikator für diese Verschlechterung verwendet die OeNB den Anteil der notleidenden CRE-Kredite am ausstehenden CRE-Kreditvolumen. Die NPL-Quote für CRE-Kredite in Abbildung 13 ist seit Ende 2022 angestiegen und hat sich Mitte 2025 bei rund 8% stabilisiert. Damit liegt sie deutlich unter dem für das adverse Szenario erwarteten Pfad, der bis Ende 2027 einen scharfen Anstieg auf 30,3% aufweist. Im Segment der mit Wohnimmobilien besicherten CRE-Kredite sind mittlerweile über 14% der Kredite notleidend (Oesterreichische Nationalbank, 2026b), aber auch hier dürfte Ende 2025 ein Plateau erreicht worden sein. Das FMSG und die OeNB erachten ein mikroprudenziell determiniertes Eigenkapitalniveau als nicht ausreichend, um diese systemischen Verlustpotenziale abzudecken, und stützen sich dabei auf modellbasierte Stresstestanalysen auf Basis der EBA-Szenarien (Finanzmarktstabilitätsgremium, 2025; Oesterreichische Nationalbank, 2026b). Das rechte Panel in Abbildung 13 zeigt, dass der Anteil der Kreditinstitute mit einer CRE-NPL-Quote über 10% des CRE-Kreditvolumens im Jahr 2024 beschleunigt zulegte, die Dynamik ließ jedoch schon zu Jahresbeginn nach. Da steigende notleidende Kredite bereits unter dem Prudential Backstop höhere Eigenmittel erfordern, erscheint dieser Indikator als Signal für zukünftige noch nicht notleidend gewordene Kredite wenig geeignet. Im Sinne der Finanzmarktstabilität sollte die NPL-Quote im Zusammenhang mit der Eigenmittelausstattung bzw. dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit analysiert werden, weil diese als Puffer für etwaige Risiken zur Verfügung stehen. Dieser Zusammenhang kann in der mikroprudenziellen Aufsicht gezielt mit dem SREP adressiert werden.

Dem Versuch der Aufsichtsbehörden, dieser Entwicklung mit einem sektorweiten Kapitalpuffer entgegenzuwirken, sind zwei weitere grundlegende Einwände entgegenzuhalten. Erstens fügt sich der sSyRP in ein bereits erheblich verschärftes regulatorisches Umfeld ein und kann als sektorweites Pauschalinstrument einer heterogenen Risikoverteilung innerhalb des Sektors nur bedingt gerecht werden. Zweitens beruht die Annahme, eine allgemeine Erhöhung der Kapitalanforderungen dämpfe Risiken im Kreditwesen, auf einer theoretisch und empirisch fraglichen Prämisse.

6.1 Die begrenzte Aggregatswirkung von CRR III

Wie in Abschnitt 3.2 dargestellt, haben die durch CRR III bedingten RWA-Verschärfungen im CRE-Segment nahezu ausschließlich SA-Institute getroffen, während IRB-Institute, die trotz ihrer geringen Zahl einen ökonomisch relevanten Anteil des CRE-Kreditvolumens halten, unter CRR III eine leichte Entlastung verzeichneten (Cech & Helmreich, 2025). Im Aggregat über alle Institute fiel die Kapitalanhebung daher deutlich geringer aus als erhofft: Die Erhöhung der Eigenkapitalunterlegung für CRE-Forderungen auf Sektorebene ist trotz CRR-III-Einführung gering geblieben (Oesterreichische Nationalbank, 2025). Dieses Ergebnis ist kein Zufallsbefund, sondern eine direkte Konsequenz der regulatorischen Ansatzasymmetrie: Ein Instrument, das primär über auf-

sichtlich vorgegebene Risikogewichte des SA wirkt, kann¹⁰⁾ keine gleichmäßige Kapitalwirkung über Institute mit unterschiedlichen Risikomodel-Ansätzen entfalten. Insofern bietet die Einführung des sSyRP eine Lösung dieses Problems, weil sie für alle Kreditinstitute gleichförmig wirkt. Trotzdem bleibt die Frage, ob eine sektorweite Anhebung das geeignete Mittel zur Risikosteuerung ist, wenn die Risikoakkumulation im CRE-Segment hochgradig bankspezifisch konzentriert ist.

6.2 Kapitalanforderungen und Risikoanreize: Theoretische und empirische Grenzen

Die regulatorische Intuition hinter Kapitalpuffern besteht darin, die Verlusttragfähigkeit und Risikodisziplin von Kreditinstituten rechtzeitig zu erhöhen, indem höhere Eigenkapitalanforderungen die Eigentümer stärker an potenziellen Verlusten beteiligen („skin in the game“) und damit Anreize zur Internalisierung von Verlustrisiken setzen (Basel Committee on Banking Supervision, 2017).

6.2.1 Kapitalanforderungen und Moral Hazard

Diese Intuition ist unter idealisierten Bedingungen korrekt. In der Realität wird dieser Mechanismus jedoch durch Moral-Hazard-Effekte systematisch konterkariert, wie eine Reihe theoretischer und empirischer Arbeiten belegt.

Camara et al. (2013) zeigen für europäische Kreditinstitute, dass eine Erhöhung der Eigenkapitalquote nicht generell mit einer Reduktion des Risikoverhaltens einhergeht. Entscheidend ist die Ausgangskapitalisierung: Für gut kapitalisierte Kreditinstitute führt eine Erhöhung des Eigenkapitals sogar zu einem Anstieg des eingegangenen Risikos, da ein größerer Eigenkapitalpolster die Anreize zum Risikomanagement abschwächt. Nur für moderat unterkapitalisierte Institute ist ein risikodämpfender Effekt zu beobachten.

Der zugrundeliegende Mechanismus ist Moral Hazard. Repullo und Suarez (2013) zeigen in einem dynamischen Gleichgewichtsmodell der Kreditvergabe, dass risikogewichtete Kapitalanforderungen zwar für schlecht kapitalisierte Kreditinstitute die Sicherheit erhöhen, für gut kapitalisierte Kreditinstitute aber prozyklische Wirkungen entfalten, ohne deren Risikobereitschaft zu reduzieren. Der Mechanismus verläuft über zwei Kanäle: Erstens senken höhere Kapitalanforderungen die erwartete Rendite auf Eigenkapital, was Kreditinstitute – insbesondere weniger profitable Institute – dazu veranlasst, durch Portfolioumschichtung in risikoreichere Aktiva zu investieren. Zweitens reduzieren höhere Kapitalkosten den Franchise-Wert des Kreditinstitutes, was die Anreize zu vorsichtigem Risikomanagement weiter untergräbt, da bei einer Insolvenz weniger zu verlieren ist (Repullo & Suarez, 2013).

6.2.2 Wettbewerbsexternalitäten und staatliche Garantien

Eine weitere, für den österreichischen Kontext besonders relevante Dimension betrifft die Wirkung staatlicher Garantien auf das Risikoverhalten von Wettbewerbern. Gropp et al. (2011)

¹⁰⁾ Hierfür sind vor allem Niveauunterschiede relevant, da IRB-Institute geringere Werte aufweisen.

zeigen empirisch, dass staatliche Garantien für einzelne Kreditinstitute das Risikoverhalten der *nicht* (staatlich) geschützten Wettbewerber signifikant erhöhen. Der Mechanismus: Garantiegeschützte Institute können sich zu subventionierten Konditionen refinanzieren, was die Margen und Franchise-Werte ihrer Konkurrenten mindert und diese zur Kompensation zu höherer Risikoübernahme treibt. Eine sektorweite Erhöhung der Kapitalanforderungen adressiert diesen Wettbewerbskanal nicht; sie belastet vielmehr alle Institute gleichmäßig, ohne die eigentliche Ursache – die selektiven Staatsgarantien – zu beseitigen. Implizite und explizite Staatsgarantien – in Österreich historisch in besonderem Maße in Form von Landeshaftungen eingesetzt – setzen die Disziplinierungswirkung des Eigenkapitals außer Kraft, weil Eigentümer und Gläubiger von einer staatlichen Verlustabsorption ausgehen können (Camara et al., 2013).

6.2.3 SA- und IRB-Institute im Vergleich

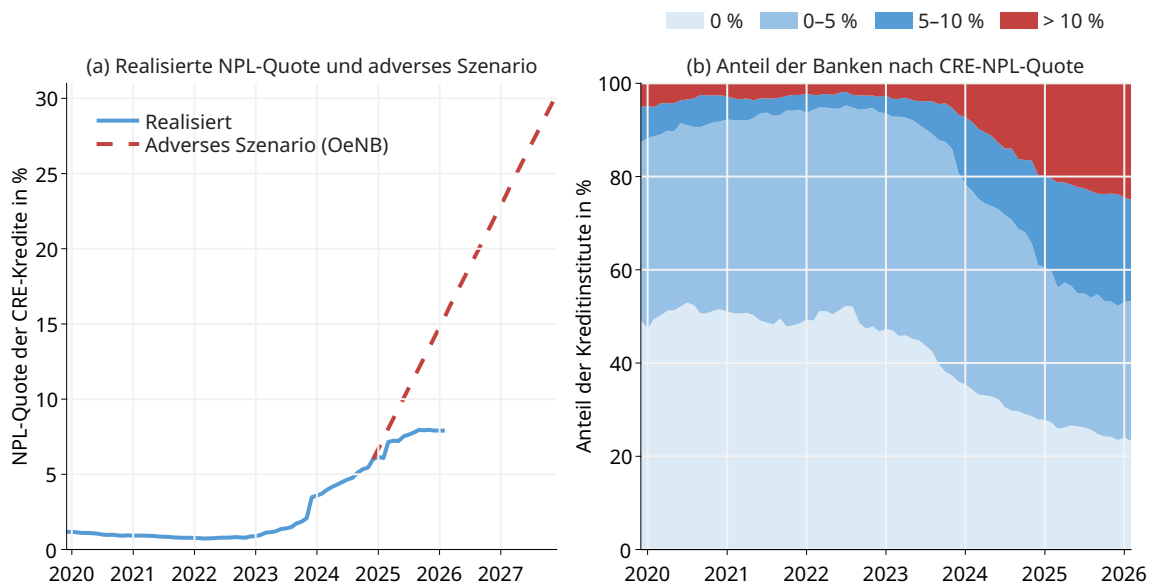
Die Moral-Hazard-Problematik verschärft sich im österreichischen Kontext durch die bereits beschriebene SA/IRB-Asymmetrie. SA-Institute, die den vollen Kapitalaufbau durch CRR III und den sSyRP tragen, sind typischerweise kleinere Institute mit vergleichsweise schwierigem Kapitalmarktzugang; für sie ist eine Erhöhung der Kapitalanforderungen direkt bindend (vor allem bei geringem Überschusskapital; vergleiche Abbildung 10) und schränkt die Kreditvergabefähigkeit ein. IRB-Institute hingegen, die ihre RWA auf Basis interner Modelle berechnen und unter CRR III entlastet wurden, sind durch denselben nominellen Puffer strukturell geringer belastet — und verfügen zugleich über die Ressourcen und Modellinfrastruktur, um regulatorische Anforderungen durch interne Parameteranpassungen zu optimieren (*model risk*) (Basel Committee on Banking Supervision, 2017; Cech & Helmreich, 2025; Mariathasan & Merrouche, 2014). Daher trifft die Kapitalerhöhung jene Kreditinstitute am stärksten, die am wenigsten in der Lage sind, ihr Risikoverhalten über Modelloptimierungen zu steuern — während die kapitalstärkeren, modellsophistizierten IRB-Institute vergleichsweise wenig belastet werden.

6.3 Asymmetrische Risikoverteilung im österreichischen CRE-Segment

Die empirische Risikostruktur im österreichischen CRE-Kreditmarkt ist durch eine ausgeprägte Heterogenität über die Kreditinstitute gekennzeichnet. Wie Abbildung 14 zeigt, akkumulieren in einer Stichprobe aus niederösterreichischen Raiffeisenkassen lediglich eine Handvoll Institute im CRE-Segment tatsächlich hohe Risiken und verzeichnen höhere NPL-Quoten. Die übrigen Kreditinstitute weisen im CRE-Bereich hingegen weiterhin vergleichsweise niedrige NPL-Quoten und ausreichende Eigenkapitalbestände aus.

Diese hochgradige Asymmetrie der Risikoverteilung hat eine unmittelbare regulatorische Implikation: Ein sektorweiter Kapitalpuffer wie der sSyRP trifft konstruktionsbedingt alle Institute mit CRE-Exposures — unabhängig davon, ob deren individuelle Risikosituation eine zusätzliche Kapitalunterlegung erfordert. Die Mehrzahl der betroffenen Institute wird damit einer Kapitalbelastung ausgesetzt, die ihrem tatsächlichen Risikobeitrag nicht entspricht. Der entscheidende konzeptionelle Einwand geht jedoch über die bloße Feststellung heterogener Risikolagen hinaus.

Abbildung 13: **NPL-Quote im CRE-Segment: Realisierung, adverses Szenario und Verteilung der Banken nach Risikoklassen**

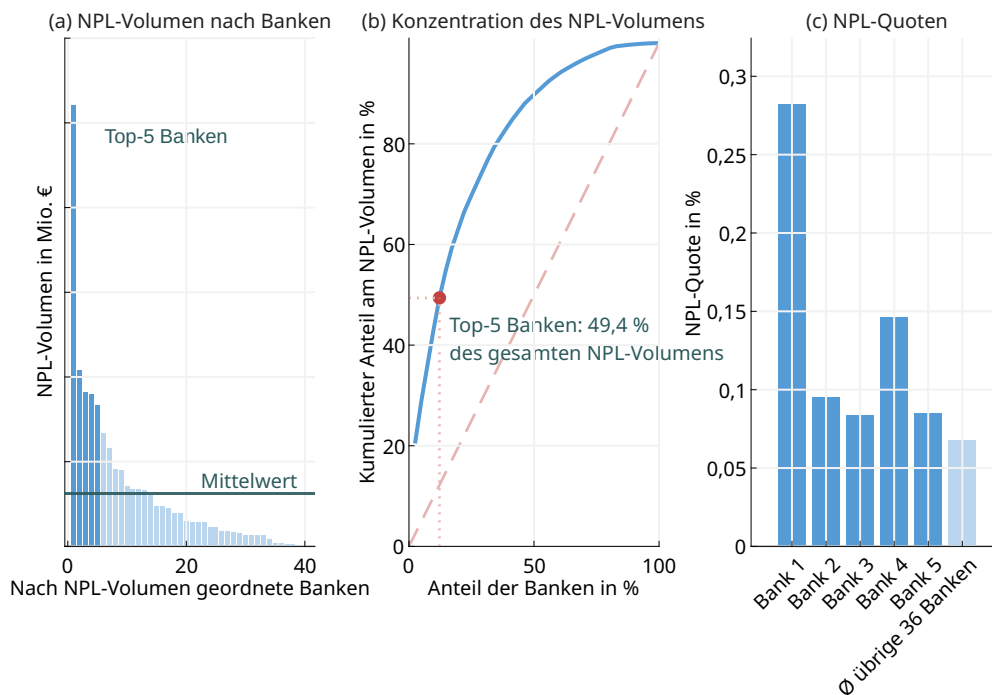


Q: OeNB; eigene Berechnungen. - Die Abbildung dokumentiert die Entwicklung der CRE-NPL-Risiken. Panel (a) stellt die realisierte NPL-Quote der CRE-Kredite (monatlich, 12/2019–02/2026) dem adversen Szenario der OeNB gegenüber, das ab 12/2024 von der Realisierung abzweigt und bis 12/2027 linear auf 30,3% ansteigt. Panel (b) zeigt die Entwicklung der Anteile der Kreditinstitute über vier Klassen der CRE-NPL-Quote (0%, 0–5%, 5–10% und über 10%); der wachsende Anteil von Instituten in der höchsten Risikoklasse verdeutlicht die zunehmende Belastung im Zeitverlauf.

Der sSyRP setzt konstruktionsbedingt an der *Exposure-Basis* an – konkret an den risikogewichteten CRE-Aktiva (RWA) eines Instituts – und nicht an der *Qualität* des Kreditportfolios, gemessen etwa an der NPL-Quote oder dem absoluten Volumen notleidender Forderungen. Diese Ansatzlogik impliziert, dass ein Institut mit hohem CRE-Volumen und niedriger NPL-Quote dieselbe nominelle Kapitalbelastung trägt wie ein Institut mit vergleichbarem Volumen, aber hoher Problemerkreditkonzentration. Die in Abbildung 14 dokumentierte Schiefe der NPL-Verteilung – fünf Institute vereinen 49,4% des gesamten NPL-Volumens auf sich – wird durch den Puffer nicht erfasst, weil dieser Schiefegrad kein Pendant in der Exposure-Verteilung hat: CRE-Kreditvolumen und NPL-Belastung sind keine monoton zusammenhängenden Größen. Ein Instrument, das auf der Basis von RWA kalibriert wird, kann eine Verteilungsasymmetrie, die sich in der NPL-Struktur manifestiert, daher per Konstruktion nicht zielgenau beheben – es nivelliert, ohne zu differenzieren. Daraus folgt:

- **Fehlallokation von Kapital:** Kreditinstitute mit geringem CRE-Risikoprofil werden gezwungen, Eigenkapital gegenüber der regulatorisch optimalen Allokation überschüssig zu halten, was Opportunitätskosten durch entgangene Kreditvergabe erzeugt (Behn et al., 2016; Fraisse et al., 2020).
- **Realwirtschaftliche Kontraktion ohne Risikoreduktion:** Wie die empirische Analyse in Abschnitt 4 zeigt, führen Kreditangebotsschocks über einen Mengenkanal zu substantziellen

Abbildung 14: **Konzentration notleidender CRE-Kredite und NPL-Quoten nach Kreditinstituten**



Q: RLB NÖ-Wien AG, Stichprobe aus 40 Regionalinstituten der Raiffeisengruppe in Niederösterreich. - Die Abbildung zeigt die Verteilung notleidender CRE-Kredite über die Institute. Panel (a) ordnet die Institute absteigend nach dem Volumen notleidender Kredite; die hervorgehobenen fünf Institute vereinen 49,4% des gesamten NPL-Volumens auf sich. Panel (b) stellt die zugehörige Konzentrationskurve dar und verdeutlicht die starke Bündelung der Problemkredite auf wenige Institute. Panel (c) zeigt die NPL-Quoten derselben fünf Institute sowie die durchschnittliche NPL-Quote der übrigen 36 Institute; auch hier wird sichtbar, dass die erhöhte Risikobelastung auf eine kleine Zahl von Instituten konzentriert ist.

Kontraktionen der CRE-Kreditvergabe und der realwirtschaftlichen Aktivität im Bausektor. Bei Kreditinstituten mit niedrigen NPL-Quoten ist dieser Effekt realwirtschaftlich kostspielig, ohne dass ein Sicherheitsgewinn für die Finanzstabilität entsteht.

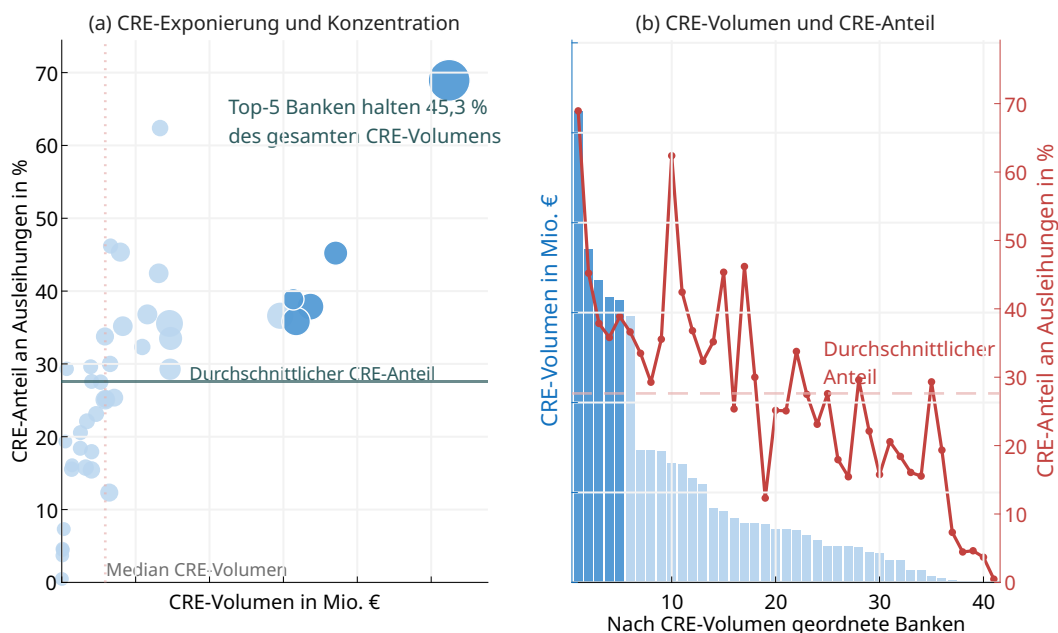
- **Wettbewerbsverzerrung:** Ein einheitlicher nomineller Puffersatz bei asymmetrischer RWA-Basis (SA vs. IRB) erzeugt eine strukturell ungleiche Kapitalbelastung, die kleine SA-Institute relativ zu großen IRB-Instituten benachteiligt (Basel Committee on Banking Supervision, 2017; Oesterreichische Nationalbank, 2025).

Vor diesem Hintergrund stellt der sSyRP im aktuellen regulatorischen Umfeld ein Pauschalinstrument dar, dessen Einsatz angesichts der hohen Asymmetrie der Bankrisiken im aktuellen Umfeld nur eingeschränkt verhältnismäßig erscheint.

6.4 Das SREP als zielgenaues Instrument der bankspezifischen Risikosteuerung

Im Gegensatz zum sSyRP erlaubt der *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) eine bankspezifische, risikoadäquate Kapitalsteuerung. Gemäß Art. 104 CRD kann die Aufsicht auf

Abbildung 15: CRE-Exponierung nach Kreditinstituten: Größenordnung und Portfoliorelevanz



Q: RLB NÖ-Wien AG, Stichprobe aus 40 Regionalinstituten der Raiffeisengruppe in Niederösterreich. - Die Abbildung zeigt die Verteilung der CRE-Exponierung über die Institute. Panel (a) stellt für jedes Institut das CRE-Volumen in Mio. Euro und den CRE-Anteil an den gesamten Ausleihungen dar; die hervorgehobenen Institute bezeichnen die fünf Institute mit dem höchsten CRE-Volumen, die Blasengröße misst das jeweilige NPL-Volumen. Panel (b) ordnet die Institute absteigend nach dem CRE-Volumen und kombiniert dieses mit dem jeweiligen CRE-Anteil an den Ausleihungen. Die Top-5-Institute halten 45,27% des gesamten CRE-Volumens. Der durchschnittliche CRE-Anteil an den Ausleihungen beträgt 27,63%, der Median 27,59%.

Basis einer institutsindividuellen Beurteilung Pillar-2-Anforderungen (P2R) auferlegen, die über die regulatorischen Mindestanforderungen hinausgehen. Die entscheidende Eigenschaft des SREP ist seine Selektivität: Kapitalaufschläge können genau jenen Instituten auferlegt werden, die tatsächlich erhöhte CRE-Konzentrationsrisiken, unzureichende interne Risikosteuerung oder laxen Kreditvergabestandards aufweisen (Oesterreichische Nationalbank, 2026b).

6.4.1 Effektivität bei bekannten Problem-instituten

Da die Aufsicht über institutsspezifische Informationen zu Risikokonzentrationen und Schwachstellen verfügt, — wie die NPL-Daten in Abbildung 14 illustrieren —, ist das SREP ein effektives Werkzeug, um punktgenau auf die identifizierten Schwachstellen einzuwirken. Im Gegensatz zum sSyRP, der alle Kreditinstitute belastet, konzentriert das SREP die Kapitalwirkung dort, wo sie tatsächlich stabilisierend wirkt: bei jenen Instituten, deren Risikoprofil eine zusätzliche Eigenkapitalunterlegung sachlich begründet.

Zudem ist das SREP ansatzneutral: Es greift unabhängig davon, ob eine Bank den SA oder den IRB verwendet, da die Beurteilung auf dem tatsächlichen Risikoprofil und nicht auf der regulatorischen Berechnungsmethodik basiert. Damit adressiert es auch die bereits beschriebene

SA/IRB-Asymmetrie, die ein zentrales Effizienzproblem des sSyRP darstellt.

6.4.2 Zielgenauigkeit in einem asymmetrischen Risikoumfeld

In einem Umfeld hochgradig heterogener Bankrisiken minimiert das SREP die gesamtwirtschaftlichen kontraktionären Effekte einer Kapitalerhöhung. Während der sSyRP potenziell über einen breiten Kreis CRE-exponierter Institute kontraktive Wirkungen auf das Kreditangebot entfalten kann, beschränkt das SREP die regulatorische Belastung auf die wenigen Problem-institute. Die Kreditversorgung der Realwirtschaft — und insbesondere des bereits geschwächten Bausektors (vgl. Abschnitt 1) — wird damit deutlich weniger beeinträchtigt, ohne dass der Stabilisierungseffekt für den Finanzsektor kompromittiert wird.

Diese Überlegenheit des SREP lässt sich auch im Lichte der in Abschnitt 4 identifizierten stark zinselastischen Kreditnachfrage begründen. Da Angebotsschocks vorwiegend über den Mengkanal wirken, erzeugt jede ungezielt auf alle Kreditinstitute wirkende Kapitalerhöhung eine substantielle Kreditkontraktion. Das SREP vermeidet genau diesen Breiteneffekt, indem es die kapitalerhöhende Wirkung auf jene Institute begrenzt, bei denen der regulatorische Eingriff stabilisierend wirkt.

6.4.3 Verhältnismäßigkeit und rechtliche Grundlage

Schließlich spricht auch das Verhältnismäßigkeitsprinzip für das SREP. Makroprudenzielle Eingriffe sind dann legitimiert, wenn sie zur Erreichung des Stabilitätsziels erforderlich und nicht über das notwendige Maß hinausgehend sind (European Systemic Risk Board, 2014a). Wenn die Risiken auf eine Handvoll Institute konzentriert sind, erscheint ein sektorweiter Puffer ökonomisch weniger verhältnismäßig als ein gezielter institutsspezifischer Eingriff. Das SREP stellt in diesem Kontext das verhältnismäßigere Instrument dar, das zugleich die realwirtschaftlichen Kollateralschäden einer pauschalen Kapitalerhöhung vermeidet und die aufsichtliche Handlungsfähigkeit gegenüber den tatsächlichen Problem-instituten stärkt. Maßnahmen innerhalb des SREP haben auch den Vorteil, dass es keiner Koordination mit anderen wirtschaftspolitischen Eingriffen in der Geld- oder Fiskalpolitik bzw. Änderungen des regulatorischen Rahmens bedarf.

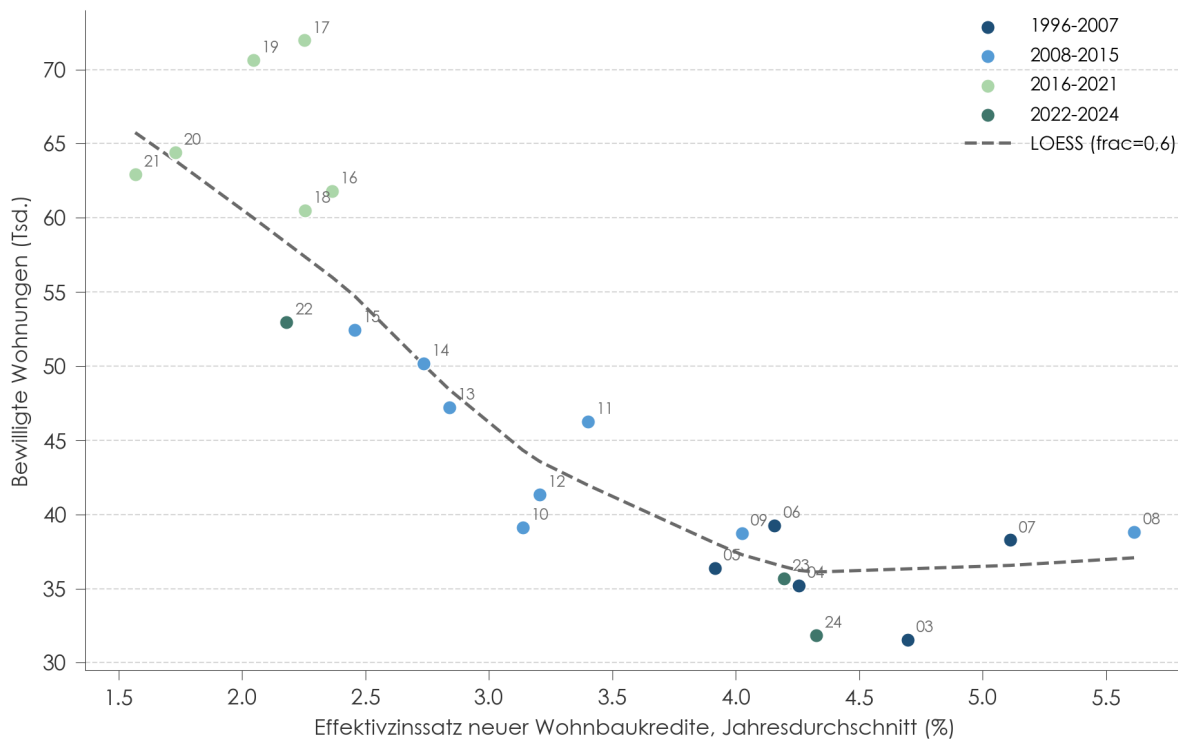
7. Effekte sektorspezifischer Risikopuffer auf den Wohnungsmarkt

7.1 Immobilienfinanzierung und Wohnbautätigkeit

Aufgrund des großen Anteils des Wohnungsmarktes am gewerblichen Immobiliensektor, beeinflussen Regularien für Immobilienfinanzierung fast unausweichlich auch den Wohnungsmarkt. Die in den vorhergehenden Kapiteln diskutierten Änderungen in der Regulierung von Immobilienfinanzierungen wirken jedoch nicht unmittelbar auf den Wohnungsmarkt, sondern eher mittelbar über die Bautätigkeit. D.h., bevor sich Folgen in Mieten oder Preisen materialisieren, müssen sie zunächst über die Investitionsentscheidungen der Bauträger transportiert werden. Zentral sind dabei zwei separate Transmissionskanäle: ein Preis- und ein Mengenkanal. Dieses Kapitel analysiert zunächst, wie beide Kanäle die Wohnbautätigkeit beeinflussen, und leitet daraus die Folgewirkungen auf Mieten, Preise und Leistbarkeit ab. Im Mittelpunkt steht dabei die österreichische Evidenz der Jahre 2021 bis 2025.

Besonders illustrativ für diese Übertragung ist die seit Jahrzehnten zu beobachtende negative Beziehung zwischen Hypothekenzinssatz und Wohnbaubewilligungen in Österreich (Abbildung 16): über mehrere Konjunkturzyklen hinweg geht ein teurerer Wohnbaukredit mit deutlich geringeren Bewilligungszahlen einher.

Abbildung 16: **Effektivzinssatz neuer Wohnbaukredite vs. bewilligte Wohnungen (Jahreswerte), 1996–2024**



Q: OeNB, ST.AT.

Diese Beziehung beschreibt den *Preiskanal* der Transmission, also die Wirkung der Finanzierungskosten auf die interne Verzinsung von Bauvorhaben. Höhere Kapitalkosten drücken die Rendite marginaler Projekte unter die Mindestrendite, mit negativen Folgen für die Baubeginne. Der Preiskanal ist der unmittelbar einsichtige Mechanismus und in den aggregierten Daten am sichtbarsten.

Wie die vorhergehenden Kapitel jedoch zeigen, ist der Preiskanal nur einer von zwei Kanälen, über die regulatorische Eingriffe in die Immobilienfinanzierung wirken. Daneben tritt der *Mengenkanal*: strengere Eigenkapital- oder kreditnehmerbasierte Anforderungen führen über höhere Vergabestandards und steigende Ablehnungsquoten zu einer Mengenrationierung des Bankkredits, selbst wenn der Zinssatz unverändert bliebe. Beide Kanäle werden im Folgenden in eigenen Unterabschnitten diskutiert.

7.1.1 Preiskanal: Finanzierungskosten und interne Verzinsung

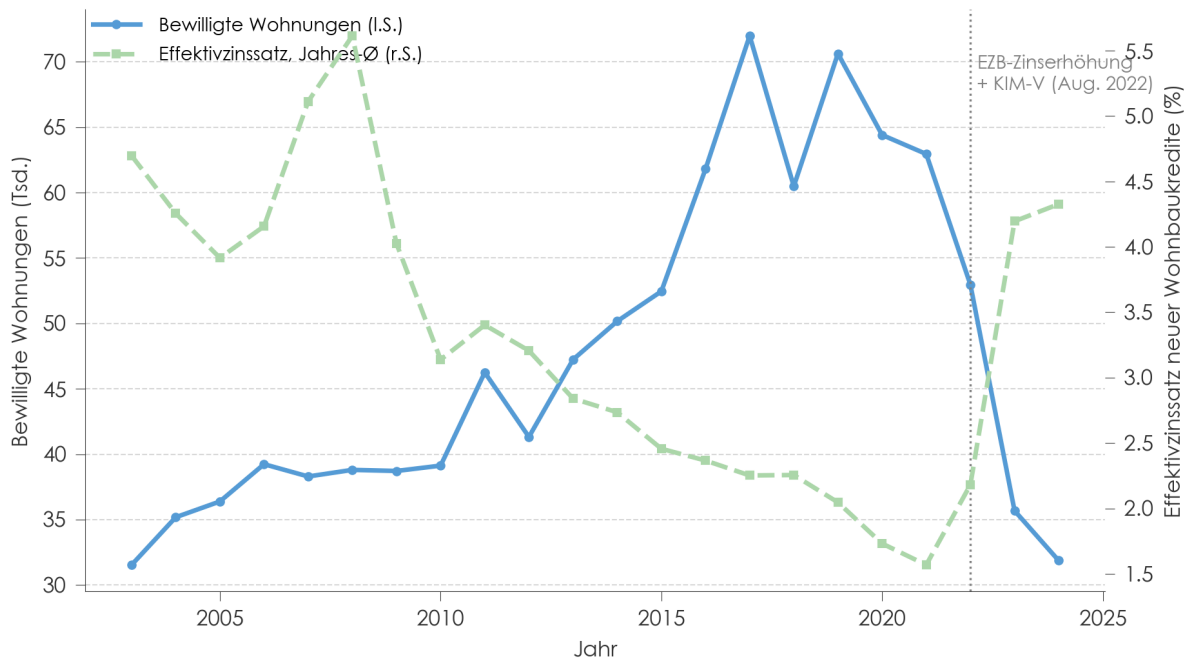
Auf der Projektebene wirken höhere Finanzierungskosten über eine einfache Rendite-Rechnung. Die theoretischen Grundlagen des Preiskanal gehen auf Arbeiten in den 1980er und 1990er Jahren zurück (Capozza & Helsley, 1990; Capozza & Li, 1994; Titman, 1985): damit ein mögliches Wohnbauvorhaben umgesetzt wird, muss es (*ex-ante*) eine gewisse Mindestrendite (*Hurdle-Rate*) überschreiten. Steigende Finanzierungskosten führen nun dazu, dass die Rendite potenzieller Projekte sinkt, wodurch marginale Vorhaben ausfallen. Besonders vor dem Kauf der notwendigen Baugrundstücke werden derartige Prüfungen durchgeführt, und bei zu geringer Profitabilität wird entweder vom Ankauf des Grundstücks Abstand genommen oder die Entwicklung verschoben. Empirisch wurde diese Schwellen-Dynamik in den 2000er Jahren auf Mikroebene bestätigt (Bulan et al., 2009; Cunningham, 2006), und in jüngeren strukturellen Modellen weiter ausdifferenziert (Murphy, 2018).

Wie Capozza und Li (1994) formal zeigen, hängt die Aggregat-Reaktion an einer solchen *Hurdle-Bedingung* entscheidend davon ab, wie stark die Bodenpreise den Schock auf der Inputseite abfedern. Bleiben die Bodenpreise nach unten rigide – ein Befund, der für Österreich empirisch zutrifft¹¹⁾ – so trägt die Mengenseite den vollen Anpassungsbedarf. Die aggregierte Reaktion auf einen Zinsanstieg ist daher nicht graduell, sondern bricht bei Überschreiten der Schwellenbedingung schlagartig ein.

Die Zinnsensitivität der Wohnbauinvestitionen ist seit vielen Dekaden empirisch dokumentiert – die bahnbrechende Arbeit von Topel und Rosen (1988) wurde nachfolgend vielfach bestätigt (Davis & Heathcote, 2005; Duca et al., 2021; Favilukis et al., 2017; Gete & Reher, 2018; Iacoviello & Neri, 2010) – und ist auch in Österreich in den aggregierten Daten erkennbar. Neben dem bereits dargestellten langfristigen Zusammenhang, war der dämpfende Effekt steigender Zinssätze auf die Wohnbautätigkeit in den letzten Jahren besonders offensichtlich (Abbildung 17).

¹¹⁾ Trotz des beobachteten Endes des Wohnbaubooms ab 2021 war in den Jahren 2021 bis 2024 österreichweit kein Rückgang der Bodenpreise zu beobachten. Im Gegenteil, auch in der Phase einbrechender Baubewilligungen stiegen die Bodenpreise (Mittelwert und Median) in Österreich weiter an.

Abbildung 17: **Hypothekarzinsatz (Jahresdurchschnitt) und bewilligte Wohnungen, 2003–2024**



Q: OeNB, ST.AT.

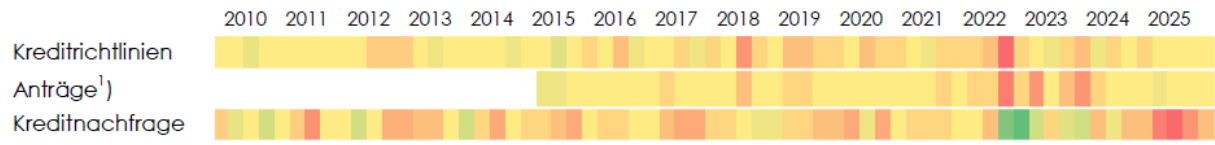
Der Hypothekarzinsatz stieg von 2021 bis 2024 von rund 1,6% auf 4,3%. Die jährlichen Bewilligungen für Wohneinheiten (in neuen Gebäuden) brachen im selben Zeitraum von rund 63.000 auf 32.000 ein – ein Rückgang um knapp die Hälfte. Die internationale Literatur zur Zinssensitivität der Wohnbauinvestitionen lässt für einen Zinsanstieg dieser Größenordnung einen spürbar geringeren Bewilligungsrückgang als die beobachteten knapp 50% erwarten. Die verbleibende Lücke zwischen erwarteter und beobachteter Reaktion verweist auf einen zweiten Transmissionskanal.

7.1.2 Mengkanal: Kreditrationierung

Neben den Finanzierungskosten wirken kapital- und kreditnehmerbasierte Maßnahmen direkt auf das angebotene Kreditvolumen. Kreditinstitute reagieren auf höhere Eigenkapitalanforderungen unter anderem mit einer Reduktion risikogewichteter Aktiva, weil die Erfüllung über strengere Vergabestandards typischerweise günstiger ist, als über den Aufbau zusätzlichen Eigenkapitals. Im Ergebnis sinkt die angebotene Kreditmenge, selbst wenn der Zinssatz unverändert bliebe.

Die Mikro-Literatur belegt diesen Mengeneffekt breit und mit überwiegend signifikanten Punktschätzungen. So zeigen Aiyar et al. (2014) für den Fall von Eigenkapitalanforderungen in Großbritannien, dass regulierte Institute ihre Kreditvergabe signifikant stärker einschränkten als ausländische Filialen — wobei letztere rund ein Drittel der Kontraktion durch eigene Ausweitung kompensierten. Für die spanischen dynamischen Provisionierungsregeln zeigen Jiménez et al. (2017) symmetrische Effekte: die Bündelung von Eigenkapital in Boom-Phasen dämpft die Kre-

Abbildung 18: **Wohnbaukredite an private Haushalte: Änderung der Kreditrichtlinien, Kreditgewährung und Kreditnachfrage**



Q: EZB Bank Lending Survey, Österreich. Kreditrichtlinien: positiv = Verschärfung; Anteil abgelehnter Anträge: positiv = mehr Ablehnungen; Kreditnachfrage: positiv = höhere Nachfrage. Diffusionsindex mit Minimum -71,4 (grün) und Maximum +42,9 (rot). - 1) Anteil abgelehnter Anträge.

ditvergabe, ihre Freigabe in der Krise stützt sie. Gropp et al. (2019) nutzen das EBA Capital Exercise 2011 als natürliches Experiment und zeigen, dass betroffene Kreditinstitute die höhere Kernkapitalanforderung überwiegend durch Reduktion risikogewichteter Aktiva, also über Kreditkürzungen, nicht durch Eigenkapitalaufstockung erfüllen. Im Euro-Raum fahren Kreditinstitute nahe dem kombinierten Puffererfordernis ihre Unternehmenskredite bei makroökonomischen oder geldpolitischen Schocks überproportional stärker zurück; bei Kreditinstituten mit größerem Kapitalpolster ist dieser Effekt nicht signifikant nachweisbar (Behn et al., 2025; Couaillier et al., 2024). Analoge Evidenz liegt für den antizyklischen Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer, CCyB) vor (Auer et al., 2022).

Die einschlägige Literatur qualifiziert diese Befunde aber in einigen Punkten. Erstens streuen die Effektschätzungen selbst für dasselbe Experiment erheblich: Mésonnier und Monks (2015) kommen für die EBA Capital Exercise zu einer deutlich kleineren Schätzung der Kreditwachstumsdämpfung als Gropp et al. (2019). Zweitens unterscheidet sich die Wirksamkeit der einzelnen Instrumente, je nach institutioneller Ausgestaltung des Kreditwesens und kalibrierter Schärfe der Maßnahme, deutlich (Akinci & Olmstead-Rumsey, 2018; Cerutti et al., 2017). Drittens dokumentieren mehrere Studien Leakage-Effekte, wie die Substitution der ausfallenden Kreditvergabe durch grenzüberschreitende Filialen oder den Nicht-Banken-Sektor. Der inländische Effekt auf das Bankkreditangebot bleibt zwar real erhalten, aber der messbare Nettoeffekt im Gesamtfinanzsystem kann dadurch kleiner ausfallen (Cizel et al., 2019; Reinhardt & Sowerbutts, 2015).

Konkret für Österreich sind ebenfalls Mengeneffekte durch Kreditregulierungen zu erwarten, wie Auswertungen der Bank Lending Survey (BLS) für die KIM-VO illustrieren (Abbildung 18).

Im dritten Quartal 2022, zeitgleich mit der Aktivierung der KIM-VO und mitten im Zinserhöhungszyklus der EZB, brach die wahrgenommene Kreditnachfrage sprunghaft ein. Diese Nachfragebewegung allein wäre noch mit der kombinierten Wirkung höherer Zinsen und strengerer Kreditnehmeranforderungen vereinbar. Gleichzeitig gab es jedoch einen sprunghaften Anstieg im Anteil abgelehnter Kreditanträge und bei den Verschärfungsmeldungen zu den Kreditrichtlinien, ein Muster, das ohne angebotsseitig wirkende Komponente nicht ohne Weiteres zu erklären ist.

Über die Umfragedaten hinaus, versuchen Klien und Url (2026) den KIM-VO-Beitrag zur Kredit-schrumpfung vom Zinseffekt mittels synthetischer Kontrollgruppenmethode zu trennen. Obwohl

der Zinskanal dominiert, ist der Mengeneffekt der Regulierung über die Spezifikationen hinweg stabil und substantiell. Neben dem Preiskanal ist damit auch ein eigenständiger Mengenkana empirisch fundiert, auch in Österreich. Bei der geplanten Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers (sSyRP) ist daher von beiden Transmissionsmechanismen ein Effekt auf die Bautätigkeit zu erwarten, wie er auch in Abschnitt 4.2.3 auch mit den Ergebnissen des BVAR nachgewiesen wird.

7.2 Folgen für Mieten, Preise und Leistbarkeit

Der in Abschnitt 7.1 dokumentierte Bewilligungs- und Kreditvolumeneinbruch in den Jahren 2022 bis 2025 ist zunächst ein Befund über die Investitionstätigkeit. Wohnungspolitisch relevant wird er erst über seine Folgewirkung auf die Versorgung mit Wohnraum und die Mietpreise: weniger Neubau bedeutet stärkeren Mietendruck und ceteris paribus eine Verschlechterung der Leistbarkeit.

Wie stark diese Übertragung ausfällt, hängt von zwei verbundenen Mechanismen ab. Erstens liegt das österreichische Wohnungsangebot im OECD-Vergleich am unteren Rand der Preiselastizität (Caldera & Johansson, 2013; Cavalleri et al., 2019), sodass Nachfrage- oder Finanzierungsschocks sich überproportional in Preisen statt in Mengen niederschlagen. Zweitens lindert Neubau im mittleren und gehobenen Segment den Marktdruck nicht nur lokal, sondern über Umzugsketten über die gesamte Mietverteilung (Asquith et al., 2023; Bratu et al., 2023; Mast, 2023; Mense, 2025), d. h. Mieter:innen ziehen nach und nach in höherpreisige Wohnungen um und machen dadurch günstigere Wohnungen frei. Bleibt der Neubau aus, entfällt diese Entlastung daher nicht nur im oberen Segment, sondern in allen Segmenten der Umzugskette.

7.2.1 Mechanismen: Elastizität und Umzugsketten (Filtering)

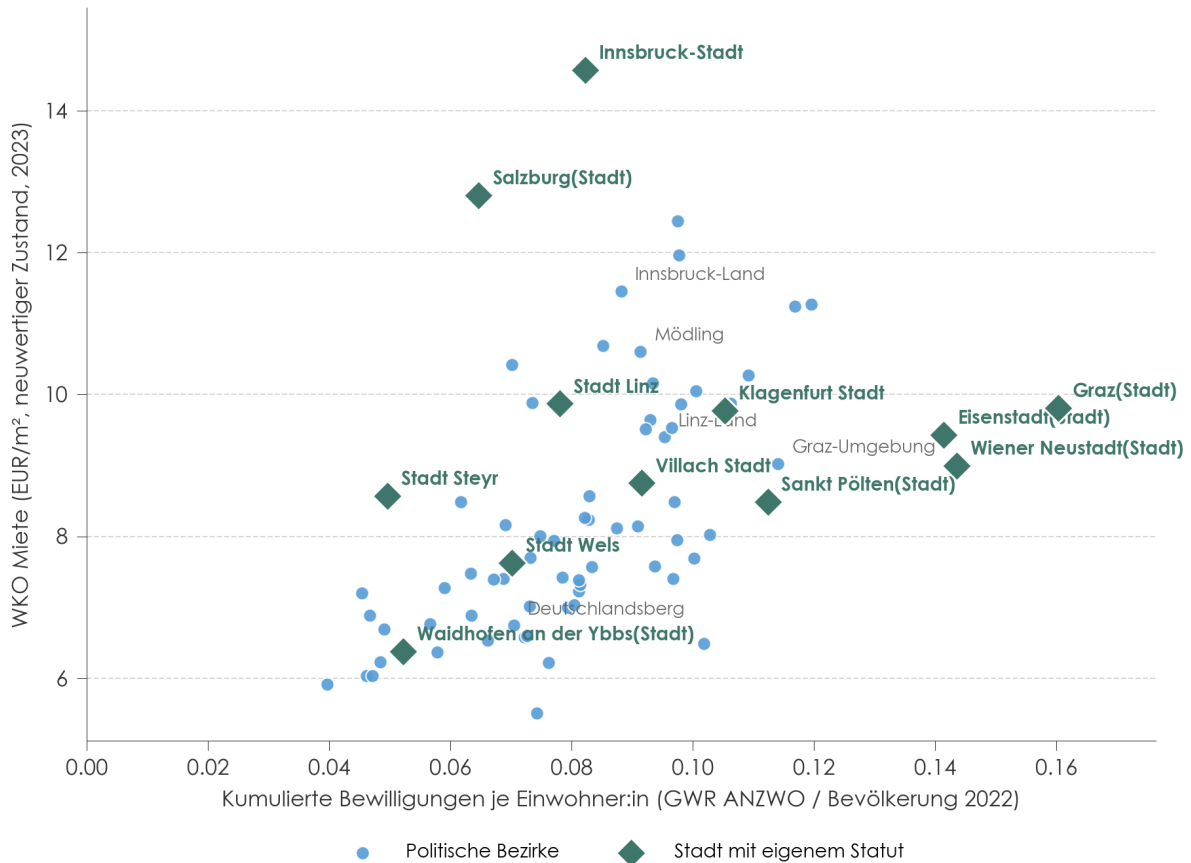
Die Aufteilung von Nachfrage- und Finanzierungsschocks auf Wohnkosten/Immobilienpreise versus Angebotsmengen entscheidet sich an der Angebotselastizität des Wohnungsbestands. In Märkten mit niedriger Elastizität kann das Angebot nur langsam an die Nachfrage angepasst werden, sodass Schocks sich überproportional in Preisen statt in Mengen niederschlagen (Glaser & Gyourko, 2018; Sáiz, 2010). Im Vergleich mit anderen OECD-Ländern rangiert die österreichische Angebotselastizität¹²⁾ im unteren Drittel, deutlich unter den USA (Caldera & Johansson, 2013; Cavalleri et al., 2019) und anderer dynamischerer Immobilienmärkte.

Hinter der strukturellen Inelastizität auf nationaler Ebene lassen sich aber auch innerhalb Österreichs große Unterschiede in der Angebotselastizität ablesen. Abbildung 19 stellt das durchschnittliche Mietniveau aus dem Immobilienpreisspiegel der Wirtschaftskammer Österreich (WKO, Wohnungen neuwertigen Zustands 2023) für die 76 politischen Bezirke mit einem

¹²⁾ Die Höhe der Elastizität hängt dabei auch stark vom institutionellen Rahmen ab. Für US-Metropolen und Großbritannien ist der Beitrag von Flächenwidmung und Bauvorschriften empirisch dokumentiert (Hilber & Vermeulen, 2016; Quigley & Raphael, 2005), die daraus resultierenden Wohlfahrtsverluste aus eingeschränktem Angebot quantifizieren Hsieh und Moretti (2019).

Tourismusanteil unter 8% den kumulierten Wohneinheiten je Einwohner:in aus dem Gebäude- und Wohnungsregister (GWR) gegenüber.

Abbildung 19: **Mietniveau vs. Bautensität nach politischem Bezirk, ohne Tourismus-Bezirke.**



Q: WKO Immobilienpreisspiegel für Neubau-Mietwohnungen 2023, EZB Bank Lending Survey, Österreich.

Im oberen linken Quadranten liegen die teuersten Stadtbezirke (Innsbruck-Stadt rund 14,6 EUR/m², Salzburg-Stadt rund 12,8 EUR/m²) bei vergleichsweise schwacher oder moderater Bautätigkeit. Im unteren rechten Quadranten liegen die ostösterreichischen Wachstumsstädte (Graz, Linz, Klagenfurt und weitere) mit hoher Bautensität bei vergleichsweise niedrigen Mieten. Im linken unteren Quadranten sind die strukturschwächeren ländlichen Bezirke angesiedelt. Der obere rechte Quadrant bleibt praktisch leer, was als Bestätigung einer aktiven Angebotspolitik gesehen wird: Gedämpfte Mieten sind empirisch gemeinsam nur mit hoher Bautätigkeit zu beobachten. Umgekehrt sind hochpreisige Regionen praktisch ausnahmslos von schwacher Bautätigkeit gekennzeichnet.

Der zweite relevante Mechanismus ist das Filtering bzw. die Entlastungswirkung durch Umzugsketten. Einkommensstarke Haushalte ziehen aus dem Bestand in den (teuren) Neubau und hinterlassen Wohnungen, die in günstigere Segmente „filtern“. Wo diese Ketten in Gang gesetzt werden, lindert Neubau Marktdruck auch dort, wo er gar nicht physisch errichtet wurde, etwa

in den Vierteln, die als Wohnort der nachrückenden Haushalte freigemacht werden (Rosenthal, 2014). In jüngerer Zeit liefert eine Welle von Mikro-Studien direkte kausale Belege für den Filtering-Mechanismus (Asquith et al., 2023; Bratu et al., 2023; Li, 2022; Mast, 2023; Mense, 2025). Das Ausbleiben von Neubau, egal ob aus Gründen hoher Finanzierungs- oder hoher Baukosten, macht sich demnach nicht nur im Neubau-Segment bemerkbar, sondern wird sich über die Umzugsketten auf den gesamten Wohnungsmarkt auswirken.

7.2.2 Internationale Größenordnungen

Zur Einordnung der empirischen Befunde aus der internationalen Literatur, ist eine Diskussion der Bandbreite der Schätzwerte hilfreich. Angebotsausweitungen dämpfen Preise und Mieten, daran ist sich die Literatur weitgehend einig, aber die Punktschätzer für die Größenordnungen der Effekte streuen erheblich. Unterschiede gibt es sowohl nach Identifikationsstrategie als auch nach betrachteter geographischer Ebene. Zu unterscheiden sind zwei grundsätzlich verschiedene Stränge: *sehr lokal* identifizierte Effekte im unmittelbaren Umfeld eines Neubauprojekts und *flächige* Effekte auf Stadt- oder Regionsebene, die zusätzlich den Filtering-Kanal über Umzugsketten erfassen.

Sehr lokale Effekte In New York City dämpft Markt-Neubau die Mietentwicklung im unmittelbaren Umkreis um rund -1% je 10% lokaler Bestandsausweitung (Li, 2022). Asquith et al. (2023) finden für große Mehrgeschoss-Neubauprojekte eine Mietdämpfung in der unmittelbaren Umgebung von -5 bis -7% . Die Punktschätzungen streuen innerhalb dieses Literaturstrangs deutlich, je nach Wahl der Vergleichseinheit, des räumlichen Schnitts und der Behandlung möglicher Gegenbewegungen wie Gentrifikations- bzw. Amenity-Effekte. Das Vorzeichen ist über Studien hinweg jedoch robust negativ.

Flächige Effekte und Umzugsketten Auf der Gemeinde-Ebene senkt eine Erhöhung des jährlichen Neubaus um 1% das lokale Mietniveau in deutschen Gemeinden um rund $0,2\%$ (Mense, 2025). Entscheidend für die Leistbarkeitsdiskussion ist die distributionelle Spreizung des Effekts: die Mietdämpfung wirkt *breit über die gesamte Mietverteilung*, mit besonderem Effekt auf die Verfügbarkeit im unteren Qualitätssegment. Über die Umzugsketten, welche neben den ersten Studien für die USA, mittlerweile auch für vergleichbarere europäische Länder belegt sind, diffundieren Effekte im Neubau sehr schnell quer durch den Gesamtbestand. So zeigen Bratu et al. (2023) für Helsinki, dass je 100 neue zentrale Markt-Wohnungen rund 60 Vakanzen in Vierteln unterhalb des Median-Einkommens entstehen, davon rund 29 im untersten Einkommens-Quintil. Die Diffusion durch die Einkommensverteilung erfolgt dabei rasch und erreicht binnen weniger Umzugsrunden auch einkommensschwächere Viertel.

Über Adressketten in US-Daten weist Mast (2023) denselben Mechanismus mit etwas größerer Reichweite nach (rund 45 bis 70 Umzüge in Below-Median-Viertel und rund 17 bis 39 im untersten Quintil je 100 neuer Markt-Wohnungen). Aggregiert ergeben sich je 100 neue Markt-Wohnungen

rund 50 bis 60 Folgeumzüge aus Vierteln unterhalb des Median-Einkommens und rund 20 bis 30 aus dem untersten Einkommens-Quintil. Das finnische Marktumfeld, mit großem Bestand kommunaler Mietwohnungen und einer streng regulierten Hauptstadtregion, ist Österreich institutionell näher als die US-Referenzstudien.

Auf den in Österreich beobachteten Baubewilligungsrückgang projiziert, lässt diese Literatur einen spürbaren zusätzlichen Mietdruck *über die gesamte Verteilung* erwarten, dessen Inzidenz auch einkommensschwächere Haushalte treffen dürfte. Hinzu kommt, dass die reine Miet- bzw. Mietbelastungs-Perspektive unbeachtet lässt, dass die Umzugsketten überhaupt Wohlfahrtsverbesserungen erlauben. Haushalte ziehen typischerweise in bessere Lagen, in jüngere oder energetisch hochwertigere Bestände oder in größere Grundrisse. Ein Teil der zusätzlichen Mietzahlung spiegelt damit eine Verbesserung der Wohnungscharakteristika und der Standortqualität wider, nicht eine reine Verschlechterung der Leistbarkeit. Empirisch kann die nominale Mietbelastung eines Haushalts, der die Kette nachvollzieht, daher steigen, während gleichzeitig die qualitätsbereinigte Miete oder die Konsumrente aus dem Wohnen steigt. Bleibt der Neubau aus, entfällt nicht nur die Mietdämpfung, sondern auch dieser hedonische Aufstiegskanal. Der Wohlfahrtsverlust durch ausbleibenden Neubau geht damit über die in der Mietverteilung sichtbaren Effekte hinaus.

8. Zusammenfassung und Schlussfolgerung

Die vorliegende Studie bewertet die geplante Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers für gewerbliche Immobilienfinanzierungen auf 3,5% in drei Schritten bis Juli 2027. Unsere Analyse entlang mehrerer analytischer Stränge legt nahe, dass diese Maßnahme im aktuellen Umfeld prozyklisch wirkt, realwirtschaftlich kostspielig ist und die tatsächlichen Risiken nur unzureichend zielgenau adressiert.

Erstens tritt die geplante Verschärfung in ein bereits dichtes regulatorisches Umfeld ein. Die durch die EU-Kapitalanforderungsrichtlinie (CRR III) bedingten Erhöhungen der Risikogewichte für Kredite für ertragsgenerierende Immobilienprojekte, Grundstückskäufe, Projektentwicklung und Bau (ADC-Positionen), der Wegfall des Hard Tests sowie das neue Property-Value-Konzept haben die Eigenkapitalanforderungen für gewerbliche Immobilienkredite bereits erheblich verschärft – nahezu ausschließlich für Kreditinstitute mit Standardansatz. Die aggregierte Kapitalwirkung auf Sektorebene ist deshalb geringer als erhofft ausgefallen, da Institute mit einem internen Risikomodell unter der neuen Richtlinie per Saldo entlastet wurden. Der sSyRP adressiert diese Ansatzasymmetrie zwar konstruktionsbedingt, tritt damit aber für Kreditinstitute mit Standardansatz in einem Umfeld ein, in dem die automatischen Verschärfungen bereits voll wirksam sind. Das betrifft das genossenschaftlich organisierte Kreditwesen besonders stark, weil sie durchgängig den Standardansatz verwenden.

Zweitens zeigt unsere strukturelle BVAR-Schätzung, dass Kreditangebotsschocks im Segment für gewerbliche Immobilienkredite bei stark zinselastischer Kreditnachfrage vorwiegend über den Mengkanal wirken. Normiert auf den im behördlichen Impact Assessment der OeNB unterstellten Zinsaufschlag von 7 Basispunkten ergibt sich ein Rückgang der Bauinvestitionen von rund 1,1% und der realen Wertschöpfung im Baugewerbe von rund 1,0% – Effekte, die das behördliche Impact Assessment, das die Transmission primär über den Preiskanal abbildet, erheblich unterschätzt. Zudem erscheint der Zinsaufschlag von 7 Basispunkten im Vergleich zu den Eigenkapitalkosten im Kreditwesen niedrig: Bei einer Eigenkapitalrendite von 15%, würde bei voller Überwälzung ein Zinsaufschlag von 53 Basispunkten entstehen. Gerade in einem Umfeld, in dem die österreichische Bauwirtschaft nach jahrelangen Einbußen lediglich eine zaghafte Erholung verzeichnet, sind diese realwirtschaftlichen Kollateralschäden besonders schwer zu rechtfertigen.

Drittens liefern sektorspezifische Kredit-Realaktivitäts-Lücken kein Signal, das eine weitere Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen stützen würde. Die Lückenmaße liegen am aktuellen Stichprobenrand – unabhängig vom gewählten Trendbereinigungsverfahren – durchgehend unterhalb des Aktivierungsschwellenwerts der Bank für Internationale Zahlungsausgleich (BIZ) von 2 Prozentpunkten. Eine Maßnahme, die normativ als antizyklisch konzipiert ist, wirkt unter diesen Bedingungen faktisch prozyklisch. Allgemein erfordert die Unsicherheit über den aktuellen Status des Finanzzyklus sowohl theoretisch als auch empirisch grundsätzlich Vorsicht bei diskretionären makroprudenziellen Eingriffen.

Viertens ist die Risikoverteilung im österreichischen Segment für gewerbliche Immobilienkredite hochgradig schief: Wenige Institute tragen den Großteil der notleidenden Kredite, während die Mehrheit vergleichsweise niedrige Risiken aufweist. Ein sektorweiter Pauschaleingriff ist unter diesen Bedingungen wenig verhältnismäßig. Mikroprudenzielle Vorgaben innerhalb der aufsichtlichen Prüfung und Bewertung einzelner Kreditinstitute (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) bieten als bankspezifisches Instrument eine zielgenauere Alternative: Sie erlauben es, Kapitalaufschläge auf jene Institute zu konzentrieren, bei denen eine zusätzliche Eigenkapitalunterlegung sachlich geboten ist – ohne die breite Kreditkontraktion, die ein sektorweiter Puffer erzeugt, und ohne die Wettbewerbsverzerrungen zwischen Kreditinstituten mit Standardansatz zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva und solchen mit einem internen Modell zu verstärken.

Fünftens kann die sehr breite Definition von Gewerbeimmobilienkrediten den unterschiedlichen Entwicklungen von Wohn- und Gewerbeimmobilien nicht gerecht werden. Die zusehende Stabilisierung im Wohnimmobilienbereich hat in einigen Nachbarländern bereits zu Erleichterungen beim sektoralen Systemrisikopuffer geführt. Gleichzeitig bleiben einige strukturelle Risiken im Gewerbeimmobilienbereich, allem voran bei Büroimmobilien, bestehen und werden von den nationalen Regulatoren gesondert behandelt. Dies ist möglich, weil in den meisten anderen Ländern unterschieden wird, ob eine Wohn- oder Gewerbeimmobilie der Finanzierung zugrunde liegt. Ein einheitlicher sektoraler Systemrisikopuffer wie in Österreich, der sowohl auf Wohn- als auch Gewerbeimmobilienfinanzierungen wirkt, kann diese Unterschiede nicht adressieren.

Sechstens ist der sektorale Systemrisikopuffer auch wohnungspolitisch relevant, weil durch die dämpfende Wirkung auf den gewerblichen Wohnbau die Versorgung mit Wohnraum eingeschränkt wird. Weniger Neubau erzeugt einen stärkeren Druck auf die Mietpreise und verringert die Leistbarkeit von Wohnen. Erfahrungen aus Deutschland zeigen, dass eine Erhöhung des jährlichen Neubauvolumens um 1% das lokale Mietenniveau um rund 0,2% senkt. Der mietendämpfende Effekt wirkt breit über das gesamte Qualitätsspektrum an Wohnungen, d. h. auch auf Wohnungen aus dem unteren Qualitätssegment, welches für einkommensschwache Haushalte besonders wichtig ist. Die weitere Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers fällt in eine Phase mit einem historisch niedrigen Stand an Baubewilligungen und verstärkt dadurch den bereits bestehenden Druck auf das Mietenniveau.

Die Einführung des sektoralen Systemrisikopuffers (sSyRP) erfolgte unter dem Eindruck eines stark zunehmenden Anteils notleidender gewerblicher Immobilienkredite in einem Umfeld mit sinkenden Inflationsraten, einer prognostizierten langsamen Erholung der Wirtschaft und einer neutral ausgerichteten Geldpolitik. Die Rahmenbedingungen haben sich seit dem Oktober 2024 – als die Entscheidung zur Einführung des sektoralen Systemrisikopuffers getroffen wurde – deutlich verändert. Die geplante Verschärfung der Eigenkapitalhinterlegung für gewerbliche Immobilienkredite mit 1. Juli 2026 trifft nun auf ein wirtschaftliches Umfeld, in dem sich die österreichische Volkswirtschaft nach zwei aufeinanderfolgenden Rezessionsjahren in einer fragilen Erholungsphase befindet. Gleichzeitig erhielt die Inflationsrate mit dem Beginn des Irankrieges einen neu-

en Impuls. Da der Energiepreisschock europaweit wirkt, hat die Europäische Zentralbank im Juni 2026 mit einer Straffung der Geldpolitik begonnen und die Leitzinssätze angehoben. Weitere Zinssteigerungen sind noch heuer zu erwarten, sodass sich die Finanzierungskosten für Immobilienprojekte weiter erhöhen werden. Die Bauwirtschaft, die vom Risikopuffer am unmittelbarsten betroffen ist, wird auch 2026 nur stagnieren.

Zusammengenommen legt die vorliegende Analyse nahe, dass die aufsichtlichen Ziele – Stärkung der Resilienz gegenüber CRE-induzierten Kreditrisiken und die Verhinderung von Zweitrundeeffekten auf dem Immobilienmarkt – im aktuellen Konjunkturmilieu wirksamer und verhältnismäßiger durch den gezielten Einsatz mikroprudenzieller Maßnahmen erreicht werden könnten, als durch eine weitere Anhebung des sektoralen Systemrisikopuffers. Diese differenzierte Vorgangsweise würde die große Heterogenität unter den rund 375 Kreditinstituten mit ausstehenden gewerblichen Immobilienkrediten besser berücksichtigen. Lange Vorlaufzeiten und der langsame Aufbau von Risikopuffern über mehrere Jahre beeinträchtigen die rasche Reaktion auf Konjunkturschwankungen und wirtschaftspolitische Kursänderungen. Die flexible Aktivierung und Deaktivierung von Maßnahmen in Reaktion auf neue Realisationen der Indikatoren eines Finanzzyklus leidet unter der Selbstbindung im Rahmen der *Forward Guidance*-Politik. Prinzipiell erscheinen die bereits jetzt in den Regeln zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva wirksamen automatischen Anpassungen und die Vorgaben zur zügigen Abschreibung notleidender Kredite zur Begrenzung systemischer Risiken geeigneter als diskretionäre Maßnahmen mit langen Einschleifphasen.

Literaturhinweise

- Aiyar, S., Calomiris, C. W., & Wieladek, T. (2014). Does Macro-Prudential Regulation Leak? Evidence from a UK Policy Experiment. *Journal of money credit and banking*. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12086>
- Akinci, Ö., & Olmstead-Rumsey, J. (2018). How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation*, 33, 33–57. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.04.001>
- Altavilla, C., Boucinha, M., & Bouscasse, P. (2022, Februar). *Supply or Demand: What Drives Fluctuations in the Bank Loan Market?* (Techn. Ber. Nr. 2646). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2646~5ebd30e172.en.pdf>
- Arias, J. E., Rubio-Ramírez, J. F., & Waggoner, D. F. (2018). Inference Based on Structural Vector Autoregressions Identified With Sign and Zero Restrictions: Theory and Applications. *Econometrica*, 86(2), 685–720.
- Asquith, B. J., Mast, E., & Reed, D. (2023). Local Effects of Large New Apartment Buildings in Low-Income Areas. *The Review of Economics and Statistics*, 105(2), 359–375. https://doi.org/10.1162/rest_a_01055
- Auer, R., Matyunina, A., & Ongena, S. (2022). The countercyclical capital buffer and the composition of bank lending. *Journal of Financial Intermediation*. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2022.100965>
- Badinger, H., & Schiman, S. (2023). Measuring monetary policy in the Euro area using SVARs with residual restrictions. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 15(2), 279–305.
- Banking.Vision. (2025, Januar). CRR III ab 2025: Was Banken jetzt wissen müssen. <https://banking.vision/crr-iii-2025/>
- Basel Committee on Banking Supervision. (2010). *Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer* (Techn. Ber.). Bank for International Settlements. Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2017, Dezember). *Basel III: Finalising Post-Crisis Reforms* (Techn. Ber.). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm>
- Baumeister, C., & Hamilton, J. D. (2015). Sign Restrictions, Structural Vector Autoregressions, and Useful Prior Information. *Econometrica*, 83(5), 1963–1999.
- Baxter, M., & King, R. G. (1999). Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series. *Review of Economics and Statistics*, 81(4), 575–593.
- Behn, M., Claessens, S., Gambacorta, L., & Reghezza, A. (2025). *Macroprudential and monetary policy tightening: more than a double whammy?* (Techn. Ber. Nr. 1257). Bank for International Settlements.
- Behn, M., Haselmann, R., & Wachtel, P. (2016). Procyclical capital regulation and lending. *The Journal of Finance*, 71(2), 919–956.
- Beveridge, S., & Nelson, C. R. (1981). A New Approach to Decomposition of Economic Time Series into Permanent and Transitory Components with Particular Attention to Measurement of the 'Business Cycle'. *Journal of Monetary Economics*, 7(2), 151–174.
- Bratu, C., Harjunen, O., & Saarimaa, T. (2023). JUE Insight: City-wide effects of new housing supply: Evidence from moving chains. *Journal of Urban Economics*, 133, 103528. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2022.103528>
- Budnik, K., & Rünstler, G. (2023). Identifying structural VARs from sparse narrative instruments: Dynamic effects of US macroprudential policies. *Journal of Applied Econometrics*, 38(2), 186–201. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/jae.2945>
- Bulan, L., Mayer, C., & Somerville, C. T. (2009). Irreversible Investment, Real Options, and Competition: Evidence from Real Estate Development. *Journal of Urban Economics*, 65(3), 237–251. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2008.03.003>
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). (2026, Januar). *Risiken im Fokus 2026* (Bericht). BaFin. https://www.bafin.de/DE/die-bafin/publikationen-daten/risiken-im-fokus/Fokusrisiken_2026/Fokusrisiken_2026_node.html
- Caldera, A., & Johansson, Å. (2013). The price responsiveness of housing supply in OECD countries. *Journal of Housing Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2013.05.002>
- Camara, B., Lepetit, L., & Tarazi, A. (2013). Ex ante capital position, changes in the different components of regulatory capital and bank risk. *Applied Economics*, 45(34), 4831–4856.

- Capozza, D. R., & Helsley, R. W. (1990). The Stochastic City. *Journal of Urban Economics*, 28(2), 187–203.
[https://doi.org/10.1016/0094-1190\(90\)90050-W](https://doi.org/10.1016/0094-1190(90)90050-W)
- Capozza, D. R., & Li, Y. (1994). The Intensity and Timing of Investment: The Case of Land. *American Economic Review*, 84(4), 889–904.
- Cavalleri, M., Cournède, B., & Özsoğüt, E. (2019). How responsive are housing markets in the OECD? National level estimates (Techn. Ber. Nr. 1589). OECD. <https://doi.org/10.1787/4777e29a-en>
- Cech, C., & Helmreich, S. (2025, Januar). *Basel IV: Neuerungen durch die CRR III* (Techn. Ber. Nr. 122). Fachhochschule des BFI Wien. <https://fhpub.fh-vie.ac.at/obvbfioa/download/pdf/11471728>
- Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2017). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.10.004>
- Chetty, R. (2007). Interest Rates, Irreversibility, and Backward-Bending Investment. *Review of Economic Studies*, 74(1), 67–91.
- Christiano, L. J., & Fitzgerald, T. J. (2003). The Band Pass Filter. *International Economic Review*, 44(2), 435–465.
- Cizel, J., Frost, J., Houben, A. G. F. J., & Wierst, P. (2019). Effective Macroprudential Policy: Cross-Sector Substitution from Price and Quantity Measures. *Journal of money credit and banking*, 51(5), 1209–1235.
<https://doi.org/10.1111/jmcb.12630>
- Couaillier, C., Duca, M. L., Reghezza, A., & d'Acri, C. R. (2024). Caution: Do Not Cross! Distance to Regulatory Capital Buffers and Corporate Lending in a Downturn. *Journal of money credit and banking*.
<https://doi.org/10.1111/jmcb.13135>
- Cunningham, C. R. (2006). House Price Uncertainty, Timing of Development, and Vacant Land Prices: Evidence for Real Options in Seattle. *Journal of Urban Economics*, 59(1), 1–31. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2005.08.003>
- Danielsson, J. (2022). *The Illusion of Control*. Yale University Press.
- Davis, M. A., & Heathcote, J. (2005). HOUSING AND THE BUSINESS CYCLE*. *International Economic Review*.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-2354.2005.00345.x>
- Deloitte. (2024). CRR III: Umsetzung der Basler Eigenmittelanforderungen („Basel III/Basel IV“) in der EU.
<https://www.deloitte.com/de/de/Industries/financial-services/perspectives/umsetzung-basel-iii-in-eu.html>
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419. <https://doi.org/10.1086/261155>
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161–1176.
- Drehmann, M., Borio, C., Gambacorta, L., Jiménez, G., & Trucharte, C. (2010). *Countercyclical Capital Buffers: Exploring Options* (BIS Working Papers Nr. 317). Bank for International Settlements. Basel.
- Drehmann, M., Borio, C., & Tsatsaronis, K. (2011). Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates. *International Journal of Central Banking*, 7(4), 189–240.
- Duca, J. V., Muellbauer, J., & Murphy, A. (2021). What Drives House Price Cycles? International Experience and Policy Issues. *Journal of Economic Literature*, 59(3), 773–864. <https://doi.org/10.1257/jel.20201325>
- Edge, R. M., & Meisenzahl, R. R. (2011). *The Unreliability of Credit-to-GDP Ratio Gaps in Real Time: Implications for Countercyclical Capital Buffers* (International Finance Discussion Papers Nr. 1027). Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC.
- ESRB. (2014). *Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector* (Techn. Ber.). European Systemic Risk Board. Frankfurt am Main.
- Verordnung (EU) 2024/1623 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2024 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (CRR III) (2024).
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:32024R1623>
- European Banking Authority. (2020, September). *Guidelines on the appropriate subsets of sectoral exposures to which competent or designated authorities may apply a systemic risk buffer in accordance with Article 133(5)(f) of Directive 2013/36/EU* (Guidelines Nr. EBA/GL/2020/13). European Banking Authority (EBA).
<https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/other-topics/guidelines-appropriate-subsets-exposures-application-systemic-risk-buffer>

- European Systemic Risk Board. (2014a). *The ESRB Handbook on Operationalising Macroprudential Policy in the Banking Sector* (Techn. Ber.). European Systemic Risk Board.
https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/%20140303_ESRB_handbook_mp.en.pdf
- European Systemic Risk Board. (2014b). Recommendation of the European Systemic Risk Board of 18 June 2014 on Guidance for Setting Countercyclical Buffer Rates (ESRB/2014/1).
https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/%20140630_ESRB_Recommendation.en.pdf
- Favilukis, J., Ludvigson, S. C., & Nieuwerburgh, S. V. (2017). The Macroeconomic Effects of Housing Wealth, Housing Finance, and Limited Risk Sharing in General Equilibrium. *Journal of Political Economy*, 125(1), 140–223.
<https://doi.org/10.1086/689606>
- Finanzmarktstabilitätsgremium. (2024, Oktober). Empfehlung FMSG/6/2024: Empfehlung zur Anwendung des sektoralen Systemrisikopuffers für gewerbliche Immobilienfinanzierungen.
<https://www.fmsg.at/en/publications/warnings-and-recommendations/2024/%20recommendation-fmsb-6-2024.html>
- Finanzmarktstabilitätsgremium. (2025, Dezember). Empfehlung FMSG/6/2025: Empfehlung zur Anwendung des sektoralen Systemrisikopuffers für gewerbliche Immobilienfinanzierungen. <https://fmsg.at/en/publications/warnings-and-recommendations/2025/%20recommendation-fmsb-6-25.html>
- Fraisse, H., Lé, M., & Thesmar, D. (2020). The real effects of bank capital requirements. *Management Science*, 66(1), 5–23.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 58(1), 1–17.
- Gete, P., & Reher, M. (2018). Mortgage Supply and Housing Rents. *Review of Financial Studies*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2756056>
- Glaeser, E. L., & Gyourko, J. (2018). The Economic Implications of Housing Supply. *The Journal of Economic Perspectives*. <https://doi.org/10.1257/jep.32.1.3>
- Gropp, R., Hakenes, H., & Schnabel, I. (2011). Competition, Risk-shifting, and Public Bail-out Policies. *Review of Financial Studies*, 24(6), 2084–2120.
- Gropp, R., Mosk, T., Ongena, S., & Wix, C. (2019). Banks Response to Higher Capital Requirements: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *The Review of Financial Studies*, 32(1), 266–299. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy052>
- Gross, D. B., & Souleles, N. S. (2002). Do Liquidity Constraints and Interest Rates Matter for Consumer Behavior? Evidence from Credit Card Data. *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 149–185.
- Guiso, L., & Parigi, G. (1999). Investment and Demand Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 114(1), 185–227.
- Hamilton, J. D. (2018). Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter. *Review of Economics and Statistics*, 100(5), 831–843.
- Harvey, A. C. (1989). *Forecasting, Structural Time Series Models and the Kalman Filter*. Cambridge University Press.
- Hilber, C. A. L., & Vermeulen, W. (2016). The Impact of Supply Constraints on House Prices in England. *The Economic Journal*, 126(591), 358–405. <https://doi.org/10.1111/eoj.12213>
- Hodrick, R. J., & Prescott, E. C. (1997). Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), 1–16.
- Hsieh, C.-T., & Moretti, E. (2019). Housing Constraints and Spatial Misallocation. *American Economic Journal Macroeconomics*. <https://doi.org/10.1257/mac.20170388>
- Iacoviello, M., & Neri, S. (2010). Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model. *American Economic Journal Macroeconomics*. <https://doi.org/10.1257/mac.2.2.125>
- Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J.-L., & Saurina, J. (2017). Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments. *Journal of Political Economy*. <https://doi.org/10.1086/694289>
- Kadiyala, K. R., & Karlsson, S. (1997). Numerical Methods for Estimation and Inference in Bayesian VAR-Models. *Journal of Applied Econometrics*, 12(2), 99–132.
- Kamin, S. B., & DeMarco, L. P. (2012). How did a domestic housing slump turn into a global financial crisis? *Journal of International Money and Finance*, 31(1), 10–41. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.11.003>

- Karlan, D., & Zinman, J. (2019). Long-Run Price Elasticities of Demand for Credit: Evidence from a Countrywide Field Experiment in Mexico. *Review of Economic Studies*, 86(4), 1704–1746.
- Klien, M., & Url, T. (2026, Mai). *Hat die KIM-VO gewirkt? Eine Synthetische-Kontroll-Evaluierung der österreichischen makroprudenziellen Kreditnehmermaßnahme* (Mimeo). Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO).
- Klien, M., & Weingärtler, M. (2026). Europäisches Bauwesen vor moderatem Aufschwung. *WIFO-Monatsberichte*, 99(2), 83–94. https://www.wifo.ac.at/wp-content/uploads/upload-8127/%20mb_2026_02_04_baukonjunktur.pdf
- Laeven, L., & Fabián, V. (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review*, 61(2), 225–270. <https://doi.org/10.1057/imfer.2013.12>
- Li, X. (2022). Do new housing units in your backyard raise your rents? *Journal of Economic Geography*, 22(6), 1309–1352. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbab034>
- Litterman, R. B. (1986). Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions: Five Years of Experience. *Journal of Business & Economic Statistics*, 4(1), 25–38.
- Lucas, R. E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4(2), 103–124.
- Lucas, R. E. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. 1, 19–46.
- Mariathasan, M., & Merrouche, O. (2014). The manipulation of basel risk-weights. *Journal of Financial Intermediation*, 23(3), 300–321.
- Mast, E. (2023). JUE Insight: The effect of new market-rate housing construction on the low-income housing market. *Journal of Urban Economics*, 133, 103383. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2021.103383>
- Mense, A. (2025). The Impact of New Housing Supply on the Distribution of Rents. *Journal of Political Economy Macroeconomics*, 3(1), 1–42. <https://doi.org/10.1086/733977>
- Mertens, K., & Ravn, M. O. (2013). The Dynamic Effects of Personal and Corporate Income Tax Changes in the United States. *American Economic Review*, 103(4), 1212–1247.
- Mésonnier, J.-S., & Monks, A. (2015). Did the EBA Capital Exercise Cause a Credit Crunch in the Euro Area? *International Journal of Central Banking*, 11(3), 75–117.
- Modigliani, F. (1944). Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money. *Econometrica*, 12(1), 45–88.
- Murphy, A. (2018). A Dynamic Model of Housing Supply. *American Economic Journal Economic Policy*. <https://doi.org/10.1257/pol.20150297>
- Oesterreichische Nationalbank. (2024, Dezember). *Sektoraler Systemrisikopuffer für Gewerbeimmobilienfinanzierungen (sSyRP CRE): Auszüge aus der Präsentation* (Internes Präsentationsdokument). Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Finanzmarktstabilität und Makroprudenzielle Aufsicht.
- Oesterreichische Nationalbank. (2025). Basel-III-Umsetzung bringt bessere Vergleichbarkeit und stärkt die Resilienz der österreichischen Banken. <https://www.oenb.at/Presse/oenb-blog/2025/2025-09-17-basel-iii-umsetzung.html>
- Oesterreichische Nationalbank. (2026a). Internationale und nationale Rechtsquellen. Abgerufen am 10.5.2026. <https://www.oenb.at/finanzmarkt/bankenaufsicht/rechtsquellen.html>
- Oesterreichische Nationalbank. (2026b, Januar). Gutachten für den Einsatz des sektoralen Systemrisikopuffers für Gewerbeimmobilienkredite gem. Empfehlung FMSG/6/2025.
- Plagborg-Møller, M., & Wolf, C. K. (2021). Local Projections and VARs Estimate the Same Impulse Responses. *Econometrica*, 89(2), 955–980.
- Quigley, J. M., & Raphael, S. (2005). Regulation and the High Cost of Housing in California. *American Economic Review*. <https://doi.org/10.1257/000282805774670293>
- Reinhardt, D., & Sowerbutts, R. (2015). *Regulatory Arbitrage in Action: Evidence from Banking Flows and Macroprudential Policy* (Techn. Ber. Nr. 546). Bank of England. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2660121>
- Repullo, R., & Suarez, J. (2013). The Procyclical Effects of Bank Capital Regulation. *Review of Financial Studies*, 26(2), 452–490.
- Richter, B., Schularick, M., & Shim, I. (2019). The Costs of Macroprudential Policy. *Journal of International Economics*, 118, 263–282.

- Rochet, J.-C., & Tirol, J. (1996). Interbank Lending and Systemic Risk. *Journal of Money, Credit and Banking*, 28(4), 733–762. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2077918>
- Rosenthal, S. S. (2014). Are Private Markets and Filtering a Viable Source of Low-Income Housing? Estimates from a "Repeat Income" Model. *American Economic Review*. <https://doi.org/10.1257/aer.104.2.687>
- Sáiz, A. (2010). The Geographic Determinants of Housing Supply. *The Quarterly Journal of Economics*. <https://doi.org/10.1162/qjec.2010.125.3.1253>
- Samuelson, P. A. (1948). *Economics: An Introductory Analysis*. McGraw-Hill.
- Scheiblecker, M., & Ederer, S. (2026). Iran-Krieg gefährdet die Konjunkturerholung. *WIFO-Monatsberichte*, 99(4), 4–23.
- Schularick, M., & Taylor, A. M. (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2018). Identification and Estimation of Dynamic Causal Effects in Macroeconomics Using External Instruments. *Economic Journal*, 128(610), 917–948.
- Titman, S. (1985). Urban Land Prices under Uncertainty. *American Economic Review*, 75(3), 505–514.
- Tobin, J. (1972). Inflation and Unemployment. *American Economic Review*, 62(1/2), 1–18.
- Topel, R., & Rosen, S. (1988). Housing Investment in the United States. *Journal of Political Economy*. <https://doi.org/10.1086/261560>
- Url, T. (2009). Finanzmarktkrise: Entstehung, kurzfristige Reaktion und langfristiger Anpassungsbedarf. *WIFO-Monatsberichte*, 82(12), 909–931.

A. BVAR der ersten Stufe: Die Steigung der Kreditnachfragekurve

Sei \mathbf{y}_t ein zweidimensionaler Vektor mit den endogenen Variablen für Mengen und Preise am Kreditmarkt. Der Preis wird mit r_t dem CRE-Kreditzinssatz und die Menge mit L_t dem Volumen der neu vergebenen CRE-Kredite (in Logarithmen) angenähert. Die Daten für beide Variablen stammen von der OeNB. Das Modell der ersten Stufe ist ein bivariates BVAR für monatliche Beobachtungen:

$$(3) \quad \mathbf{B}(L)\mathbf{y}_t = \Gamma\mathbf{z}_t + \mathbf{e}_t, \quad \mathbf{e}_t \sim \mathcal{N}(\mathbf{0}, \Sigma_{\mathbf{e}}),$$

wobei $\mathbf{B}(L)$ ein Matrix-Lagpolynom ist, \mathbf{e}_t ist ein Vektor an Residuen und Γ eine Koeffizientenmatrix. Der Vektor der exogenen Variablen \mathbf{z}_t enthält eine Konstante, binäre Variablen zur Erfassung saisonaler Elemente (saisonale Dummyvariablen), den EZB-Hauptrefinanzierungssatz und den 3-Monats-Geldmarktzinssatz sowie, am bedeutsamsten, eine binäre Politikvariable d_t , die als makroprudenzielles Politikmaß dient. Die Politikvariable wird konstruiert als

$$(4) \quad d_t = \begin{cases} 1 & \text{wenn } t \in \{\text{Juli, August, September 2025}\}, \\ 0 & \text{andernfalls,} \end{cases}$$

sodass sie im Quartal unmittelbar nach der Umsetzung der Erhöhung des sektoralen systemischen Risikopuffers für CRE-Forderungen um einen Prozentpunkt den Wert eins annimmt und andernfalls null. Das Dreimonatsfenster spiegelt die Annahme wider, dass die Marktgleichgewichtsanpassung an die Verschärfung innerhalb dieses Horizonts erfolgt; danach wird angenommen, dass der Kreditmarkt den Impuls durch die endogene Dynamik absorbiert hat, die durch die verzögerten endogenen Variablen erfasst wird. Die Beschränkung auf dieses kurze Zeitfenster erfolgt bewusst, da im Rahmen der Schätzung in der zweiten Stufe (Abschnitt B) nicht die mittelfristige Marktanpassung, sondern die kurzfristige Reaktion von Kreditvolumen und Kreditzins auf den regulatorischen Impuls zur Identifikation des kontemporären Zusammenhangs im Modell verwendet wird. Statistische Tests stützen diese Vorgehensweise: Sie bestätigen eine signifikante kurzfristige Reaktion beider Variablen auf den regulatorischen Schock, während eine langfristige Reaktion statistisch nicht nachweisbar ist. Dies deutet darauf hin, dass der Anpassungsprozess tatsächlich innerhalb des gewählten Dreimonatshorizonts abgeschlossen ist und die Identifikationsstrategie somit auf einem empirisch fundierten Zeithorizont beruht.

Sei $[\delta_r, \delta_L]'$ die letzte Spalte der Matrix Γ ; da die Dummy d_t in \mathbf{z}_t an letzter Stelle geordnet ist, messen die Koeffizienten δ_r und δ_L die partiellen Effekte der makroprudenziellen Verschärfung vom Juli 2025 auf den CRE-Kreditzinssatz bzw. auf die neu vergebenen CRE-Kreditvolumina, bedingt auf die verzögerten endogenen Variablen und den Vektor der Kontrollvariablen.

Die ökonomische Interpretation dieser Parameter ist entscheidend für die nachfolgende Identifikation. Die Erhöhung der CRE-Eigenkapitalanforderungen stellt eine exogene Linksverschiebung der Kreditangebotskurve dar. In einem standardmäßigen simultanen Kreditmarktrahmen

erzeugt jede Angebotsverschiebung eine neue Gleichgewichtskombination aus Preis und Menge, die auf der Kreditnachfragekurve, nicht aber auf dem alten Kreditangebotspfad liegt. Folglich identifiziert das Paar (δ_r, δ_L) die Steigung der Kreditnachfragekurve in der Umgebung des Gleichgewichts vom Juli 2025. Formal betrachte man eine (log-)lineare Kreditnachfragebeziehung $(l_t^d(r_t))$

$$(5) \quad l_t^d(r_t) = \eta_0 + \eta_d r_t,$$

mit den Parametern η_0 und $\eta_d < 0$ sowie $l_t = \log(L_t)$. Unter der Annahme, dass die Politikvariable ausschließlich das Kreditangebot und nicht die Kreditnachfrage verschiebt, bestimmt das Verhältnis der beiden Koeffizienten der Politikvariable die Steigung der Nachfragekurve wie folgt:

$$(6) \quad \eta_d = \frac{\delta_L}{\delta_r} < 0.$$

Wir beschränken uns daher auf die gemeinsame posteriore Verteilung von (δ_r, δ_L) , wie sie durch die bayesianische Schätzung von (3) geliefert wird. Für die Schätzung verwenden wir einen standardmäßigen konjugierten Normal-Inverse-Wishart-Prior auf den Reduced-Form-Parametern (Kadiyala & Karlsson, 1997). Die posteriore Verteilung wird durch S Ziehungen $\{\delta_r^{(s)}, \delta_L^{(s)}\}_{s=1}^S$ charakterisiert, die gemeinsam aus der zusammengesetzten Koeffizientenmatrix gezogen werden, sodass die Kovarianz zwischen δ_r und δ_L erhalten bleibt. Diese Ziehungen bilden das zentrale Ergebnis der ersten Stufe, das anschließend als Eingabe für die Identifikation in der zweiten Stufe verwendet wird.

A.1 Schätzung für den gepoolten CRE-Sektor

Angesichts der kurzen Zeitdimension, die für jeden einzelnen Sektor verfügbar ist, schätzen wir zusätzlich ein gepooltes Panel-BVAR, um die Schätzpräzision zu verbessern. Das Modell bündelt Informationen über drei Sektoren: (i) Grundstücks- und Wohnungswesen, (ii) Hochbau und (iii) vorbereitende Baustellenarbeiten.

Sei $\mathbf{y}_{i,t} = (r_{i,t}, l_{i,t})'$ der Vektor der endogenen Variablen für Sektor $i = 1, 2, 3$, wobei $r_{i,t}$ der sektorspezifische CRE-Kreditzinssatz und $l_{i,t}$ der Logarithmus der neu vergebenen CRE-Kredite ist. Die gepoolte Spezifikation setzt gemeinsame Steigungskoeffizienten über alle Sektoren voraus, erlaubt jedoch sektorspezifische Achsenabschnitte durch sektor-spezifische fixe Effekte in $\mathbf{z}_{i,t}$. Das Modell lautet

$$(7) \quad (\mathbf{I} - \mathbf{B}(L)) \mathbf{y}_{i,t} = \Gamma \mathbf{z}_{i,t} + \mathbf{e}_{i,t}, \quad \mathbf{e}_{i,t} \sim \mathcal{N}(\mathbf{0}, \Sigma_e),$$

wobei $\mathbf{B}(L)$ und Γ sektorübergreifend gemeinsam sind und $\mathbf{z}_{i,t}$ dieselben exogenen Variablen wie in (3) enthält, einschließlich der makroprudenziellen Politikvariable d_t , die in (4) definiert ist, sowie sektor-spezifischen binären Variablen. Die identifizierende Annahme lautet, dass die dynamische Transmission der Kreditmarktbedingungen über die CRE-Teilektoren hinweg hinreichend

ähnlich ist, sodass das Poolen die Präzision erhöht, ohne wesentliche Verzerrungen zu erzeugen. Gleichung (7) wird mit einem Lag geschätzt, wie durch das Schwarz-Informationskriterium ausgewählt.

B. BVAR der zweiten Stufe: Transmission auf die Bautätigkeit

Das Modell der zweiten Stufe erweitert das Kreditmarktsystem um den Bausektor. Sei

$$\tilde{\mathbf{y}}_t = [\mathbf{y}'_t, \log(P_t), \log(Y_t)]',$$

nun der vierdimensionale Vektor der endogenen Variablen, wobei \mathbf{y}_t die Variablen von Gleichung (3) enthält, P_t ist ein Preismaß des Bausektors und Y_t die reale Bruttowertschöpfung des Bausektors. Das BVAR in reduzierter Form lautet $\Phi(L)\tilde{\mathbf{y}}_t = \tilde{\mathbf{u}}_t$, mit $\tilde{\mathbf{u}}_t \sim \mathcal{N}(\mathbf{0}, \Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}})$, geschätzt mit einer Minnesota-Prior (Litterman, 1986) über den gesamten Stichprobenzeitraum. Die posteriore Verteilung der Koeffizienten in $\Phi(L)$ und $\Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}}$ wird durch S Ziehungen $\{\Phi^{(s)}(L), \Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}}^{(s)}\}_{s=1}^S$ zusammengefasst, die unabhängig von den Ziehungen des BVARs der ersten Stufe gewonnen werden. Um strukturelle Schocks zu identifizieren, postulieren wir folgendes strukturelles System

$$(8) \quad \mathbf{A}_0 \tilde{\mathbf{y}}_t = \sum_{\ell=1}^{\mathcal{K}} \mathbf{A}_{\ell} \tilde{\mathbf{y}}_{t-\ell} + \mathbf{u}_t, \quad \mathbf{u}_t \sim \mathcal{N}(\mathbf{0}, \mathbf{I}_4),$$

mit der Dekomposition $\Sigma_{\tilde{\mathbf{u}}} = \mathbf{A}_0^{-1}(\mathbf{A}_0^{-1})'$. Die Spalten der strukturellen Impaktmatrix \mathbf{A}_0^{-1} repräsentieren die kontemporären Impulsantworten auf jeden strukturellen Schock in \mathbf{u}_t .

B.1 Identifikation

Die Identifikation kombiniert Mengen-, Vorzeichen- und Nullrestriktionen gemäß Arias et al. (2018). Wir legen dabei die folgende Struktur auf die Matrix \mathbf{A}_0 (Identifikationsmatrix):

$$(9) \quad \mathbf{A}_0 = \begin{pmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} & 0 & 0 \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} & 0 & 0 \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & \alpha_{33} & \alpha_{34} \\ \alpha_{41} & \alpha_{42} & \alpha_{43} & \alpha_{44} \end{pmatrix}.$$

Der obere rechte 2×2 -Block wird auf null gesetzt. Diese blockrekursive Restriktion impliziert, dass Bausektorvariablen bereits im selben Zeitraum auf den Kreditmarkt einwirken können, Kreditmarktvariablen jedoch erst verzögert auf den Bausektor einwirken können. Ökonomisch entspricht dies der Annahme, dass Anpassungen im CRE-Kreditmarkt — etwa infolge verschärfter Eigenkapitalanforderungen — die reale Bautätigkeit erst mit einer gewissen Verzögerung beeinflussen, die Nachfrage nach Baufinanzierungen jedoch unmittelbar die Kreditmarktbedingungen reflektiert.

Die Mengenrestriktion wird auf die erste Zeile von \mathbf{A}_0 auferlegt, die wir als Kreditnachfragegleichung interpretieren. Aus Abschnitt A implizieren die Schätzungen der ersten Stufe die Steigung der Nachfragekurve, $\eta_d = \delta_L/\delta_r$. Äquivalent dazu ist die Steigung der inversen Nachfragekurve

$$\frac{1}{\eta_d} = \frac{\delta_r}{\delta_L}.$$

Die erste Zeile von \mathbf{A}_0 beschreibt die Kreditnachfragegleichung $\alpha_{11}r + \alpha_{12}l = \varepsilon_1$. Dabei bezeichnet ε_1 zusammenfassend die restlichen Terme der ersten Gleichung des Modells in (8), also alle Elemente der Kreditnachfragegleichung außer den zeitgleichen Variablen r und l . Gelöst nach r ergibt sich die inverse Nachfragekurve mit Steigung $-\alpha_{12}/\alpha_{11}$. Im System der zweiten Stufe legen wir daher fest:

$$-\frac{\alpha_{12}}{\alpha_{11}} = \frac{1}{\eta_d} = \frac{\delta_r}{\delta_L},$$

woraus die lineare Restriktion folgt:

$$(10) \quad \alpha_{11}\delta_r + \alpha_{12}\delta_L = 0.$$

Sei $\mathbf{P}^{(s)}$ der untere Dreiecks-Cholesky-Faktor der Kovarianzmatrix in reduzierter Form, $\Sigma_{\mathbf{u}}^{(s)} = \mathbf{P}^{(s)}\mathbf{P}^{(s)'}$, und definiere $\mathbf{M}^{(s)} = (\mathbf{P}^{(s)})^{-1}$. In Anlehnung an Arias et al. (2018) parametrisieren wir

$$\mathbf{A}_0^{(s)} = \mathbf{Q}^{(s)'}\mathbf{M}^{(s)}, \quad \mathbf{Q}^{(s)} \in \mathcal{O}(4),$$

wobei $\mathcal{O}(4) \equiv \{\mathbf{Q} \in \mathbb{R}^{4 \times 4} : \mathbf{Q}\mathbf{Q}' = \mathbf{I}_4\}$ die Orthogonalgruppe der Dimension 4 bezeichnet, sodass die entsprechende Impaktmatrix $\mathbf{B}_0^{(s)} = (\mathbf{A}_0^{(s)})^{-1} = \mathbf{P}^{(s)}\mathbf{Q}^{(s)}$ ist. Bezeichnet $\mathbf{q}_1^{(s)}$ die erste Spalte von $\mathbf{Q}^{(s)}$, so lautet die erste Zeile von $\mathbf{A}_0^{(s)}$:

$$\mathbf{A}_0^{(s)}(1, \cdot) = \mathbf{q}_1^{(s)'}\mathbf{M}^{(s)}.$$

Mit $\mathbf{m}_j^{(s)}$ für die j -te Spalte von $\mathbf{M}^{(s)}$ gilt:

$$\alpha_{11}^{(s)} = \mathbf{q}_1^{(s)'}\mathbf{m}_1^{(s)}, \quad \alpha_{12}^{(s)} = \mathbf{q}_1^{(s)'}\mathbf{m}_2^{(s)}.$$

Einsetzen dieser Ausdrücke in (10) ergibt:

$$(11) \quad \mathbf{q}_1^{(s)'}(\delta_r^{(s)}\mathbf{m}_1^{(s)} + \delta_L^{(s)}\mathbf{m}_2^{(s)}) = 0.$$

Somit muss $\mathbf{q}_1^{(s)}$ orthogonal zu

$$\mathbf{v}^{(s)} \equiv \delta_r^{(s)}\mathbf{m}_1^{(s)} + \delta_L^{(s)}\mathbf{m}_2^{(s)} \in \mathbb{R}^4$$

sein. Die zulässige Menge ist daher der Schnitt der Einheitskugel \mathbb{S}^3 mit dem dreidimensionalen Unterraum $\{\mathbf{v}^{(s)}\}^\perp$. Sei $\mathbf{U}^{(s)} \in \mathbb{R}^{4 \times 3}$ eine orthonormale Basis für diesen Nullraum, d.h. $\mathbf{U}^{(s)'}\mathbf{v}^{(s)} = \mathbf{0}$ und $\mathbf{U}^{(s)'}\mathbf{U}^{(s)} = \mathbf{I}_3$. Jeder zulässige Vektor lässt sich dann schreiben als

$$\mathbf{q}_1^{(s)} = \mathbf{U}^{(s)}\boldsymbol{\omega}, \quad \boldsymbol{\omega} \in \mathbb{S}^2,$$

wobei $\boldsymbol{\omega}$ einen Einheitsvektor auf der zweidimensionalen Kugel $\mathbb{S}^2 \subset \mathbb{R}^3$ bezeichnet, der die Richtungsfreiheit innerhalb des Nullraums parametrisiert. Diese Konstruktion erzwingt die Mengenrestriktion bei jeder posterioren Ziehung exakt.

Die verbleibenden Identifikationsinformationen werden durch Vorzeichenrestriktionen auf die Spalten der Impaktmatrix $\mathbf{B}_0 = \mathbf{A}_0^{-1}$ auferlegt. Die zweite Spalte wird als kontraktiver Kreditangebotschock interpretiert und so vorzeichenbehaftet, dass

$$(12) \quad [\mathbf{B}_0]_{1,2} > 0, \quad [\mathbf{B}_0]_{2,2} < 0.$$

Diese Restriktionen liefern die standardmäßige Angebots-Nachfrage-Zerlegung im Kreditmarkt: Kreditnachfrageschocks bewegen Preis und Menge in dieselbe Richtung, während Kreditangebotschocks sie in entgegengesetzte Richtungen bewegen.

Die dritte und vierte Spalte von \mathbf{B}_0 werden als Bauangebots- bzw. Baunachfrageschock interpretiert. Wir legen fest:

$$(13) \quad [\mathbf{B}_0]_{3,3} < 0, \quad [\mathbf{B}_0]_{4,3} > 0,$$

für einen Bauangebotschock, und

$$(14) \quad [\mathbf{B}_0]_{3,4} > 0, \quad [\mathbf{B}_0]_{4,4} > 0,$$

für einen Baunachfrageschock.

Identifikationsalgorithmus

Für jede posteriore Ziehung $s = 1, \dots, S$ werden die folgenden Schritte durchgeführt.

1. Berechne $\mathbf{P}^{(s)}$ sodass $\Sigma_{\mathbf{u}}^{(s)} = \mathbf{P}^{(s)}\mathbf{P}^{(s)'}'$, setze $\mathbf{M}^{(s)} = (\mathbf{P}^{(s)})^{-1}$ und schreibe $\mathbf{A}_0^{(s)} = \mathbf{Q}^{(s)'}\mathbf{M}^{(s)}$, $\mathbf{B}_0^{(s)} = \mathbf{P}^{(s)}\mathbf{Q}^{(s)}$.
2. Konstruiere $\mathbf{q}_1^{(s)}$ aus dem Nullraum von $\mathbf{v}^{(s)'}$, wobei $\mathbf{v}^{(s)} = \delta_r^{(s)}\mathbf{m}_1^{(s)} + \delta_L^{(s)}\mathbf{m}_2^{(s)}$. Behalte Ziehungen, die die Vorzeichennormierung $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{1,1} > 0$ und $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{2,1} > 0$ erfüllen.
3. Ziehe $\mathbf{q}_2^{(s)}$ gleichmäßig aus $\mathbb{S}^3 \cap \{\mathbf{q}_1^{(s)}\}^\perp$. Behalte Ziehungen, die $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{1,2} > 0$ und $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{2,2} < 0$ erfüllen.
4. Das Paar $(\mathbf{q}_3^{(s)}, \mathbf{q}_4^{(s)})$ wird als orthonormale Basis des zweidimensionalen Komplements von $\text{span}\{\mathbf{q}_1^{(s)}, \mathbf{q}_2^{(s)}\}$ konstruiert. Sei $\mathbf{U}_{34}^{(s)} \in \mathbb{R}^{4 \times 2}$ eine orthonormale Basis dieses Komplements. Ziehe einen Winkel $\theta^{(s)} \sim U[0, 2\pi)$ und setze

$$[\mathbf{q}_3^{(s)}, \mathbf{q}_4^{(s)}] = \mathbf{U}_{34}^{(s)} \begin{pmatrix} \cos \theta^{(s)} & -\sin \theta^{(s)} \\ \sin \theta^{(s)} & \cos \theta^{(s)} \end{pmatrix}.$$

Da $\mathbf{q}_3^{(s)}$ und $\mathbf{q}_4^{(s)}$ per Konstruktion im orthogonalen Komplement des durch die relevanten Restriktionsvektoren aufgespannten Raums liegen, erfüllen die entsprechenden Spalten von $\mathbf{A}_0^{(s)}$ die Nullrestriktionen $[\mathbf{A}_0^{(s)}]_{1,3} = [\mathbf{A}_0^{(s)}]_{1,4} = [\mathbf{A}_0^{(s)}]_{2,3} = [\mathbf{A}_0^{(s)}]_{2,4} = 0$. Behalte Ziehungen, die gleichzeitig $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{3,3} < 0$, $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{4,3} > 0$, $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{3,4} > 0$ und $[\mathbf{B}_0^{(s)}]_{4,4} > 0$ erfüllen

(Vorzeichen dürfen durch globalen Vorzeichenwechsel von $\mathbf{q}_3^{(s)}$ bzw. $\mathbf{q}_4^{(s)}$ korrigiert werden; andernfalls wird die Ziehung verworfen).

5. Setze $\mathbf{Q}^{(s)} = (\mathbf{q}_1^{(s)}, \mathbf{q}_2^{(s)}, \mathbf{q}_3^{(s)}, \mathbf{q}_4^{(s)})$, re-orthogonalisiere numerisch falls erforderlich, und gewinne $\mathbf{A}_0^{(s)} = \mathbf{Q}^{(s)'} \mathbf{M}^{(s)}$ zurück.

Die posteriore Inferenz über Impulsantwortfunktionen, Prognosefehler-Varianzzerlegungen und historische Zerlegungen basiert auf den beibehaltenen strukturellen Ziehungen $\{\mathbf{A}_0^{(s)}, \Phi^{(s)}\}_{s=1}^S$.

C. Abkürzungsverzeichnis

Akronym	Vollständige Bezeichnung
ADC	<i>Acquisition, Development and Construction</i>
AIRB	<i>Advanced Internal Ratings-Based Approach</i>
AKP	Antizyklischer Kapitalpuffer
BCR	<i>Basel Capital Requirements</i>
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVAR	Bayesianisches vektorautoregressives Modell
CCyB	<i>Countercyclical Capital Buffer</i>
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i>
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i>
CRE	<i>Commercial Real Estate</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CRR III	<i>Capital Requirements Regulation III</i>
EAD	<i>Exposure at Default</i>
EBA	<i>European Banking Authority</i>
ETV	<i>Exposure-to-Value</i>
FIRB	<i>Foundation Internal Ratings-Based Approach</i>
FMA	Finanzmarktaufsicht
FMSG	Finanzmarktstabilitätsgremium
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IPRE	<i>Income-Producing Real Estate</i>
IRB	<i>Internal Ratings-Based Approach</i>
LGD	<i>Loss Given Default</i>
LTV	<i>Loan-to-Value</i>
NPE	<i>Non-Performing Exposure</i>
OeNB	Oesterreichische Nationalbank
P2R	<i>Pillar-2-Requirement</i>
PD	<i>Probability of Default</i>
RRE	<i>Residential Real Estate</i>
RWA	<i>Risk-Weighted Assets</i>
SA	<i>Standardised Approach</i>
SREP	<i>Supervisory Review and Evaluation Process</i>
sSyRP	Sektoraler Systemrisikopuffer
STD	<i>Standardised Approach</i> (alternatives Akronym für SA)
VAR	Vektorautoregressives Modell
WIFO	Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung