

Monetäre Aspekte der Außenwirtschaft

Zahlungsbilanz – externe Ungleichgewichte in

CESEE – AT FDI in CESEE – optimaler

Währungsraum – Internationale Rolle des Euro

Priv.Doⁱⁿ Dr.ⁱⁿ Julia Wörz

Referat Zentral-, Ost- und Südosteuropa

Oesterreichische Nationalbank

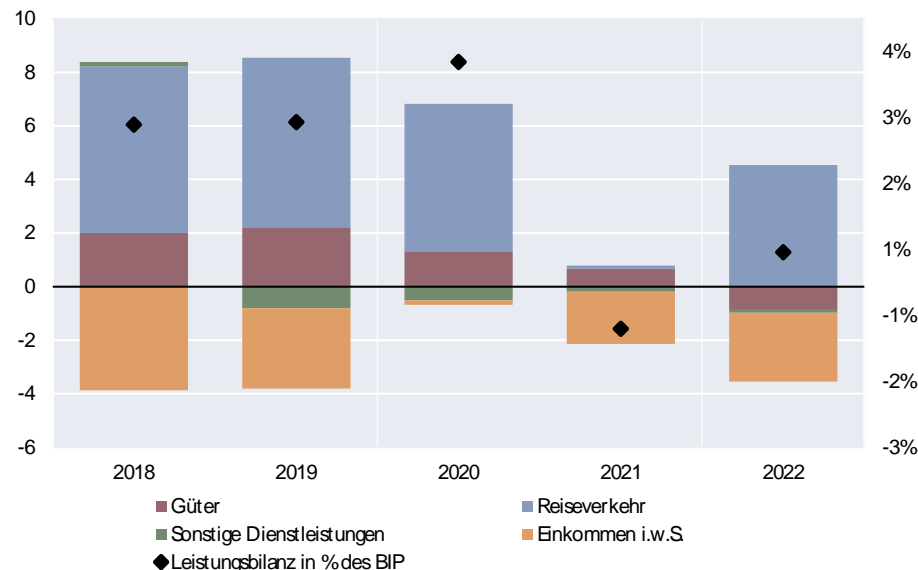
Wien, 10.11.2022

Leistungsbilanz Österreichs im ersten Halbjahr 2022 positiv

Zusammensetzung der Leistungsbilanz, jeweils im ersten Halbjahr

in Mrd EUR

in % des BIP



- Positiver Außenbeitrag zum Wirtschaftswachstum trotz schwieriger Rahmenbedingungen
- Güterhandelsbilanz erstmals seit 2013 negativ
- Reiseverkehr wieder deutlich positiv

Quelle: CeNB, Statistik Austria.

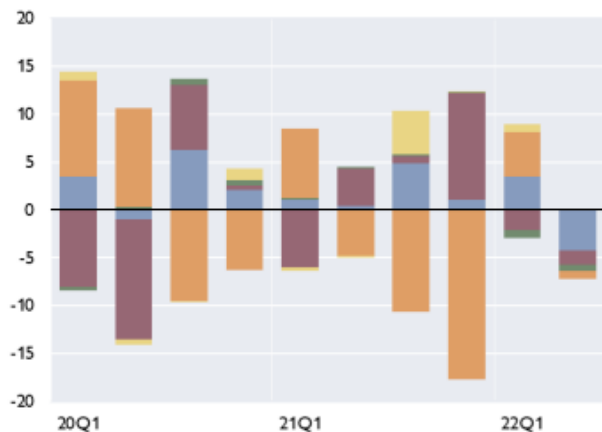
Bis 2019 endgültige Daten, 2020 und 2021 revidierte Daten, 2022 vorläufige Daten.

Quelle: Ćetković und Walter, 2022.

Starke Bewertungseffekte prägen die Kapitalbilanz

Transaktionen

in Mrd EUR



Bewertungseffekte

in Mrd EUR



■ Direktinvestitionen ■ Portfolioinvestitionen ■ Finanzderivate ■ Sonstige Investitionen ■ Währungsreserven

Quelle: OeNB.

Quelle: Ćetković und Walter, 2022.

Zahlungsbilanz - Gesamtübersicht - Global

	2019	2020	2021	2022
	Salden in Mio EUR			
Leistungsbilanz	4.740	6.150	-1.357	997
Güter	2.215	1.320	675	-834
Dienstleistungen	5.527	4.992	-77	4.400
Primäreinkommen	-1.018	1.787	52	-1.309
Sekundäreinkommen	-1.983	-1.951	-2.007	-1.260
Vermögensübertragungen	-154	-121	-74	-323
Kapitalbilanz	6.169	2.486	1.567	-1.161
Direktinvestitionen	2.423	2.474	1.442	-790
Portfolioinvestitionen	-2.755	-20.541	-2.094	-3.521
Sonstige Investitionen	6.195	20.286	2.413	3.881
Finanzderivate	111	-104	356	-1.609
Währungsreserven	195	370	-551	879
Statistische Differenz	1.583	-3.542	-2.996	-1.835

Quelle: OeNB, Statistik Austria.

2019 endgültige Daten, 2020-2021 revidierte Daten, 2022 provisorische Daten.

Die Zahlungsbilanz und ihre Interpretation

- = systematische Darstellung der wirtschaftlichen Beziehungen eines Landes / Währungsraums mit dem Rest der Welt innerhalb eines bestimmten Zeitraums



$$LB + VÜ = KB$$

Einkommensbezogene
Transaktionen

Finanztransaktionen

Sparen, Investitionen und die Leistungsbilanz

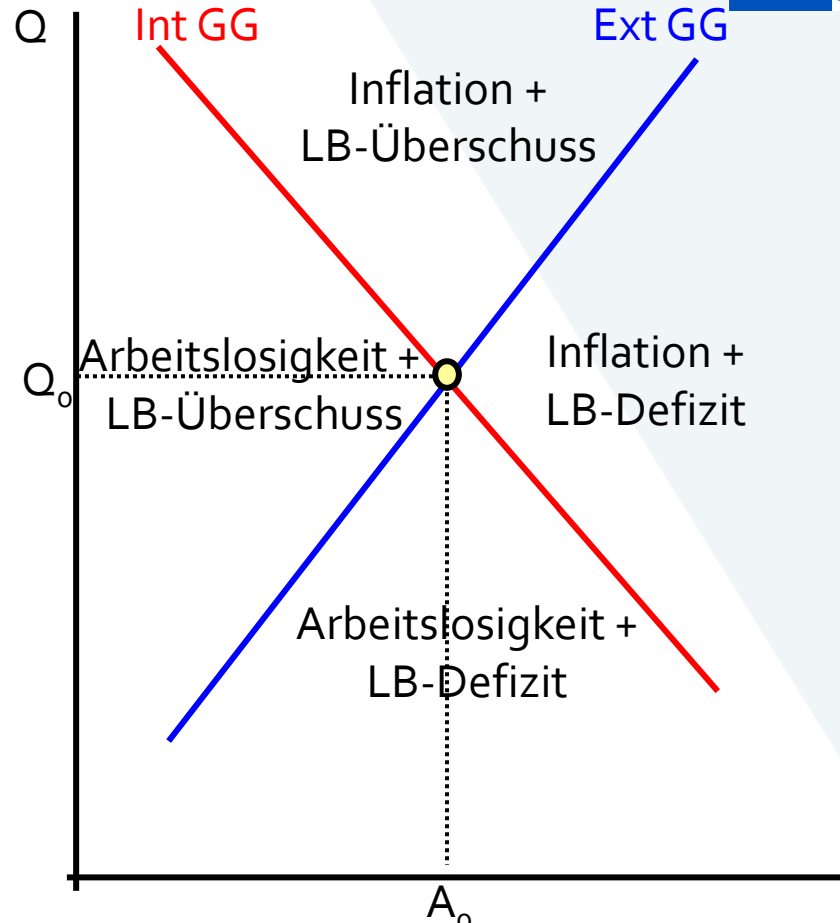
- Das BIP eines Landes wird für folgende Zwecke verwendet: $Y_t = C_t + I_t + NX_t$
- Die Leistungsbilanz ist also vereinfacht: $LB_t = Y_t - C_t - I_t$
- Der nicht konsumierte Teil des Einkommens fließt in Sparen: $S_t = Y_t - C_t$
- Die Leistungsbilanz reflektiert somit die Differenz zwischen nationalem Sparen und nationalen Investitionen: $CA_t = S_t - I_t$
- Spar- und Investitionsentscheidungen beruhen auf **intertemporaler Optimierung**, Fokus auf **Spar- und Investitionsverhalten als Determinanten der Leistungsbilanz**

Internes und externes Gleichgewicht einer Volkswirtschaft

- Inländische Absorption = Summe der Gesamtausgaben in einer Volkswirtschaft (Konsum + Investitionen + Staatsausgaben): $Y = C + I + G + NX = A + LB$
 - $Y > A \rightarrow$ LB-Überschuss
 - $Y < A \rightarrow$ LB-Defizit
- Realer Wechselkurs (Q) beeinflusst Importnachfrage und daher die Leistungsbilanz: $LB(Q) = X(Q(+)) - Q * M(Q(-))$
- Internes Gleichgewicht: Output-Level ist in Einklang mit der natürlichen Rate der Arbeitslosigkeit und Inflation bleibt stabil $\rightarrow Y = Y(A(+), Q(+))$
- Externes Gleichgewicht: Output-Level entspricht einer ausgeglichenen Leistungsbilanz ($LB = 0$) $\rightarrow LB = LB(A(-), Q(+))$

Das Swan Diagramm

- Die Volkswirtschaft befindet sich bei einer bestimmten Kombination von Absorptionsniveau und realem Wechselkurs zugleich in einem internen und externen Gleichgewicht.
- Bei jedem anderen Wert für A und Q liegt ein jeweils anderes Ungleichgewicht vor.

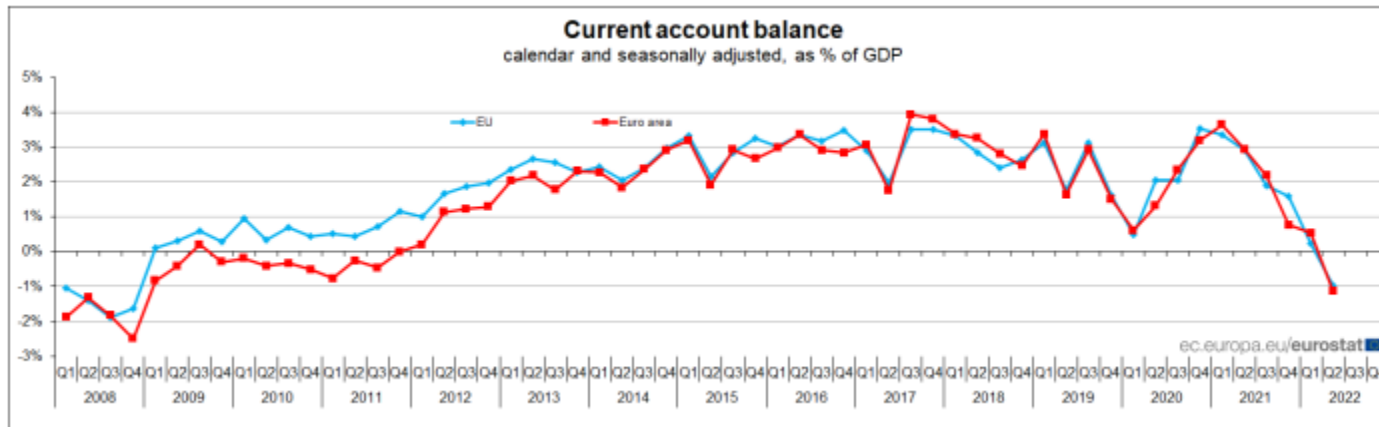


Vom Ungleichgewicht zum Gleichgewicht

- Aufgabe der Wirtschaftspolitik ist es, zu analysieren wo sich die Volkswirtschaft gerade befindet um die richtigen Instrumente zur Annäherung an das innen- und außenwirtschaftliche Gleichgewicht einzusetzen.
- Tinbergen Regel: Die Zahl der Politikinstrumente muss ebenso groß sein wie die Zahl der wirtschaftspolitischen Ziele.
- Prinzip der effektiven Marktklassifikation: jedes wirtschaftspolitische Instrument sollte auf die Zielvariable ausgerichtet sein, auf die es den größten Effekt hat.

Die Leistungsbilanz der EU

- Im 2. Quartal 2022 wies die EU erstmals seit 10 Jahren ein LB-Defizit mit dem Rest der Welt auf (37,4 Mrd. EUR, -1% des BIP)

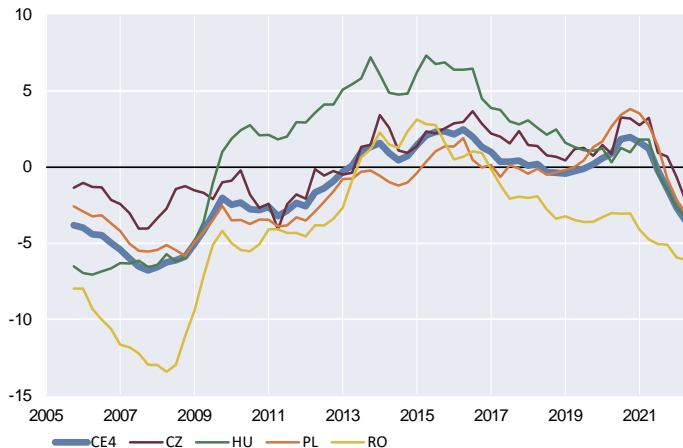


Quelle: Eurostat, 2022.

Leistungsbilanzen in CESEE haben bereits ins Minus gedreht

Combined current and capital account (CE4)

in % of GDP, 4-quarter moving sum



Source: Eurostat, author's calculations

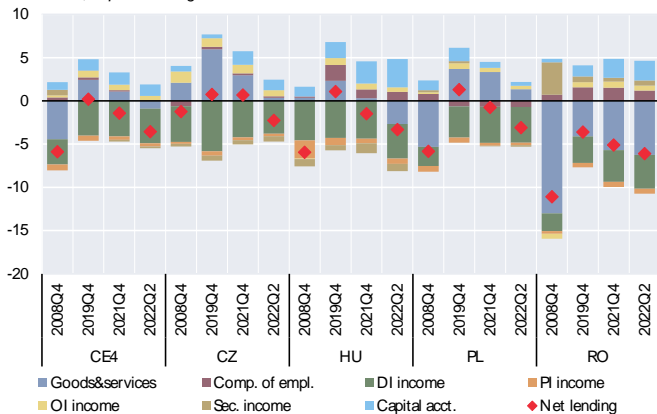
Quelle: Walko, 2022.

- Seit Mitte 2021 starke Verschlechterung der Leistungsbilanzen (bzw. Net Lending Position)
- ...und Währungsabwertung (PLN, HUF), bzw. Wechselkursinterventionen (CZK)
- Zusammenhang LB-Defizit und Wechselkursentwicklung von vielen Faktoren abhängig: Zinsdifferenzial, Interventionen, Struktur der Leistungsbilanz (Transfers) und ihre Finanzierung (DI), sonstige (EU-Fonds)

CESEE-4: Handelsbilanz seit Beginn 2022 negativ

Composition of combined current and capital account (CE4)

in % of GDP, 4-quarter moving sum



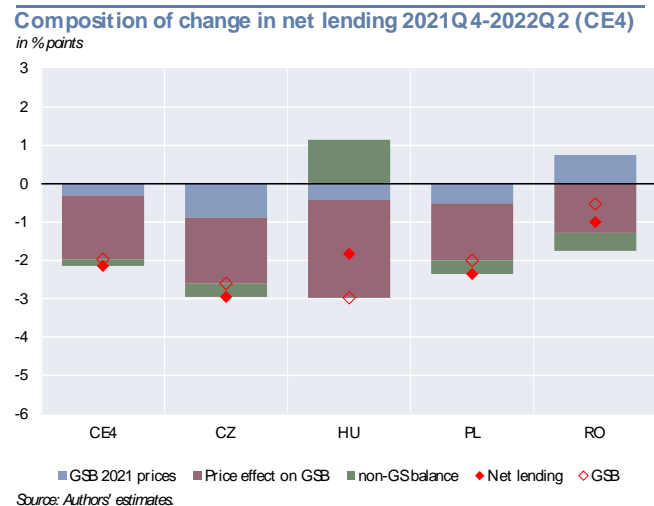
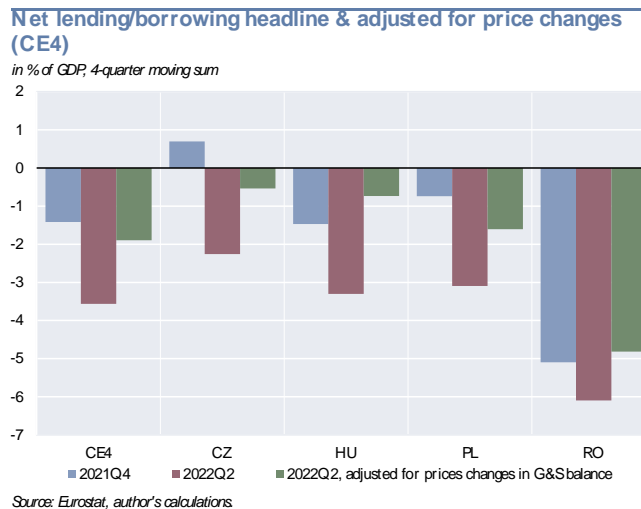
Note: OI income includes income on reserves and other primary income.

Source: Eurostat, author's calculations.

Quelle: Walko, 2022.

- Verschlechterung gg 2021 bereits vor dem rapiden Preisanstieg in 2022
- Handelsbilanzdefizite in HU und RO, geringerer Überschuss in CZ und PL
- Einkommensabflüsse aufgrund von Direktinvestitionen bleiben hoch (hohe DI-Verbindlichkeiten)
- Hohe Zuflüsse von EU-Mitteln bedingen Überschuss bei den Vermögensübertragungen
- Teilweise ähnliche Entwicklung wie im Jahr 2008₁₂

Was verursachte die Verschlechterung der Handelsbilanz?



Quelle: Walko, 2022.

- Entwicklungen stark durch Preiseffekte getrieben...
- ...jedoch Verschlechterung auch in der Handelsbilanz zu konstanten Preisen sichtbar (Ausnahme RO mit bereits höchstem Defizit in der Region)

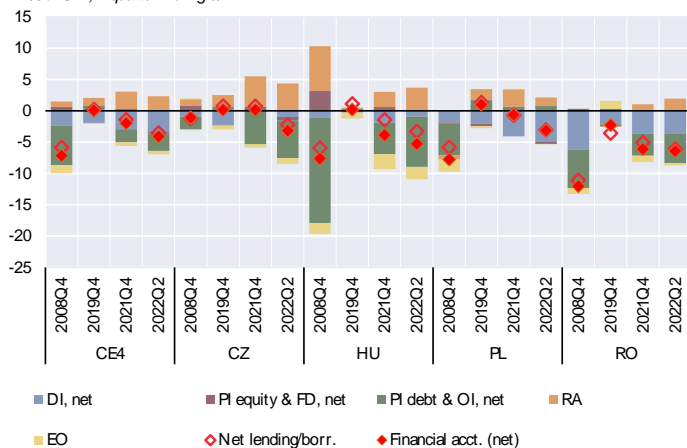
Weitere wichtige Aspekte des LB-Saldos

- Wie wird das LB-Defizit finanziert → Wie nachhaltig ist es?
- Welche heimischen Sektoren verursachen das LB-Defizit → wer verschuldet sich gegenüber dem Ausland?
- Beispiel CESEE-4:
 - Über 80% finanziert durch Direktinvestitionen (Unterschied zu 2008: lediglich 40%), jedoch große Unterschiede zwischen den Ländern
 - Staat und nicht-finanzielle Unternehmen hauptsächlich für den Anstieg des Defizits verantwortlich

Finanzierung und Struktur des LB-Defizits in CESEE-4

Net lending/borrowing and its financing (CE4)

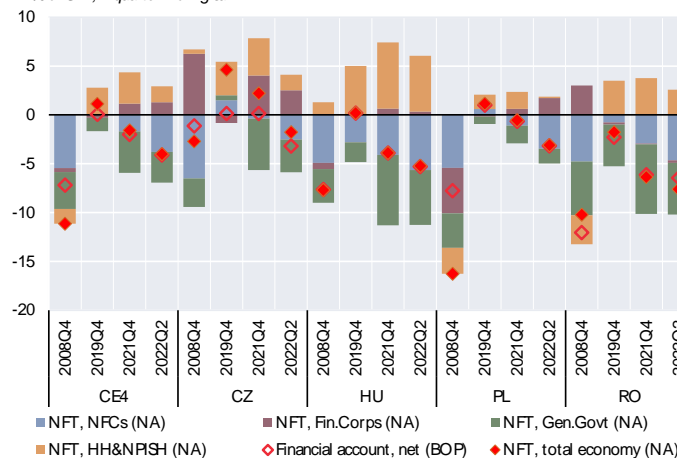
in % of GDP, 4-quarter moving sum



Source: Eurostat, author's calculations

Net financial transactions (NFT) by economic sectors (CE4)

in % of GDP, 4-quarter moving sum



Source: Eurostat, author's calculations

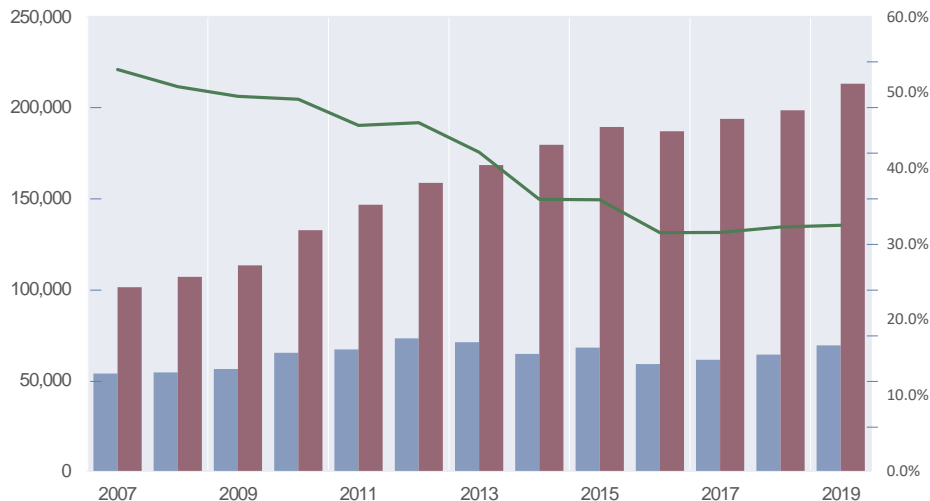
Quelle: Walko, 2022.

Aktive Direktinvestitionen von Österreich nach CESEE 2007–2019

Aktive Direktinvestitionen CESEE-Gesamt

Direktinvestitionen in Millionen EUR

Anteil CESEE an Gesamt-Direktinvestitionen in %



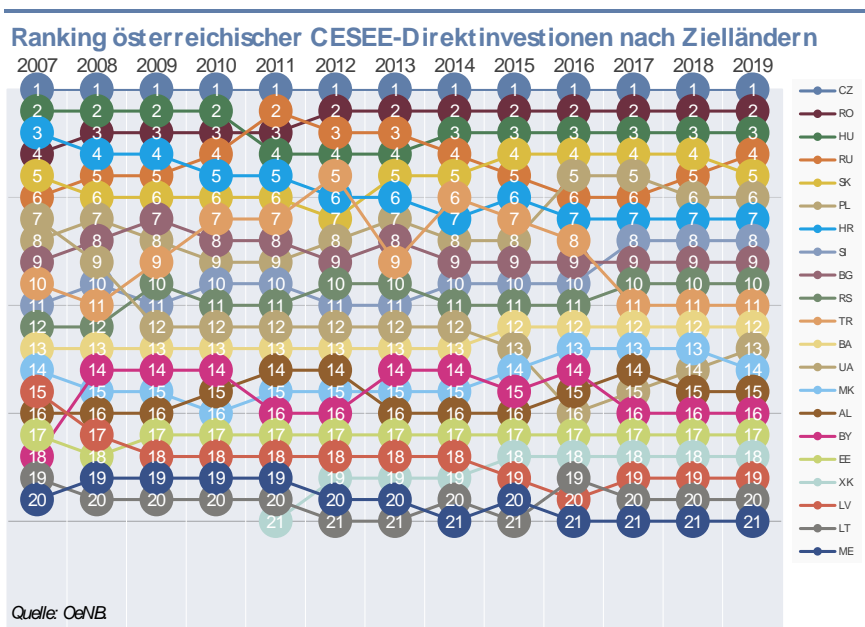
Quelle: CeNB



- CESEE-Länder stellen für Österreich bedeutsame und sehr profitable Zielländer dar.
- CESEE-Region hat für österreichische Direktinvestitionen an Bedeutung verloren, in den letzten Jahren stabil.

Quelle: Avdiu et al., 2021.

Zielländer österreichischer Direktinvestitionen



Quelle: Avdiu et al., 2021.

- Wichtigste Märkte sind die unmittelbaren Nachbarn CZ, HU und RO. Hier zeigt sich ein stabiles Bild.
- Stärkere Volatilität bei der Position RUs bedingt durch Sanktionen und Wechselkursfreigabe seit 2014.
- Trotz seines großen Marktes spielt PL eine untergeordnete Rolle für österreichische Investoren.

Hohe Profitabilität der österreichischen CESEE-Investitionen

Profitabilität Österreichischer Direktinvestitionen

Einkommen relativ zu Bestand im selben Jahr



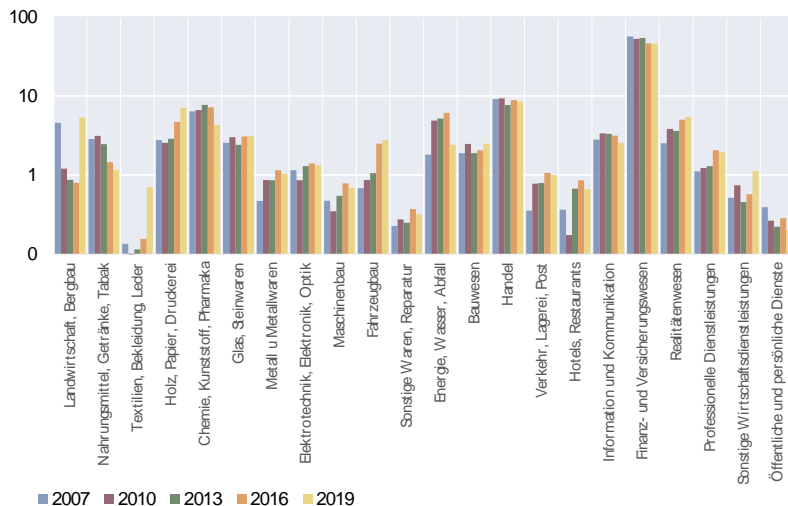
Quelle: OeNB

Quelle: Avdiu et al., 2021.

- Stabile und hohe Profitabilität in den CESEE EU Mitgliedstaaten, va in CZ und SK sind österreichische Direktinvestitionen profitabler als der Landesschnitt
- Besonders hohe Risiken und hohe Renditen in TR, RU, BY und UA
- geringere und stark schwankende Profitabilität am Westbalkan

Direktinvestitionen auf wenige Branchen konzentriert

Österreichische Direktinvestitionen in CESEE, Wert
in % AT-Gesamtinvestitionen in CESEE. Werte in logarithmierter Form



Quelle: OeNB

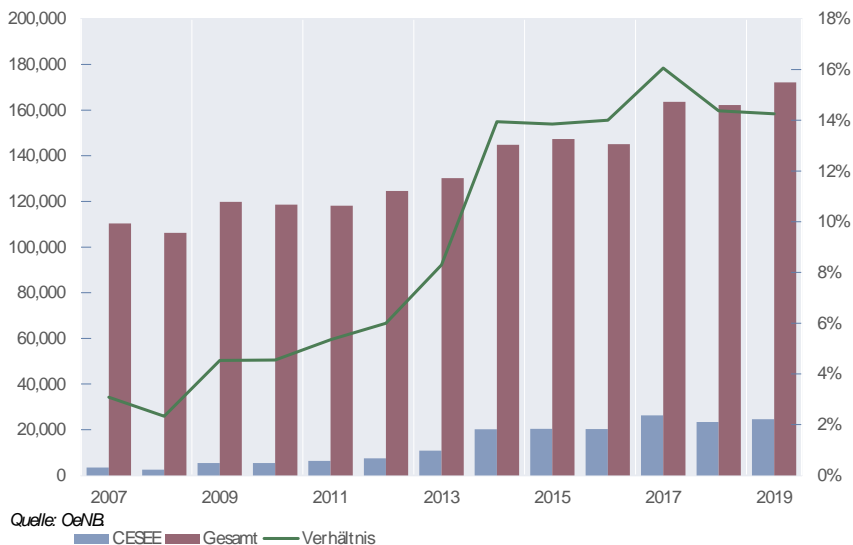
Quelle: Avdiu et al., 2021.

- 45% der Direktinvestitionen im Finanzsektor, österreichische Investitionen trugen wesentlich zur erfolgreichen Transformation zu Marktwirtschaften bei.
- Geringe Investitionen in zukunftssträchtige Branchen (IKT, Chemie); vergibt Österreich seine Chance, von der „green and digital transformation“ zu profitieren?

Passive Direktinvestitionen aus CESEE gering aber steigend

Passive Direktinvestitionen aus CESEE in Österreich

Direktinvestitionen nach Österreich in Millionen EUR Anteil CESEE an Direktinvestitionen nach Österreich in %



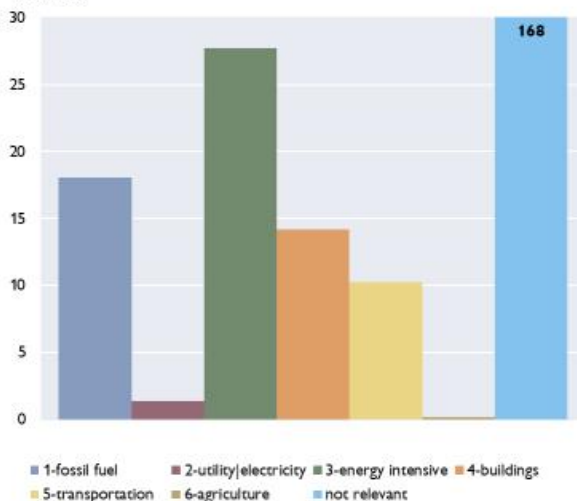
Quelle: Avdiu et al., 2021.

- Bedeutung der CESEE-Region als Investor in Österreich deutlich angestiegen, ebenfalls in den letzten Jahren stabil.
- Über 90 % dieser Investitionen stammen aus Russland, ein großer Teil davon (knapp die Hälfte) ist Durchlaufkapital

Aktive Direktinvestitionen Österreichs: Exposure gegenüber Klimarisiken

Investitionen nach Klimapolitik-relevanten Sektoren

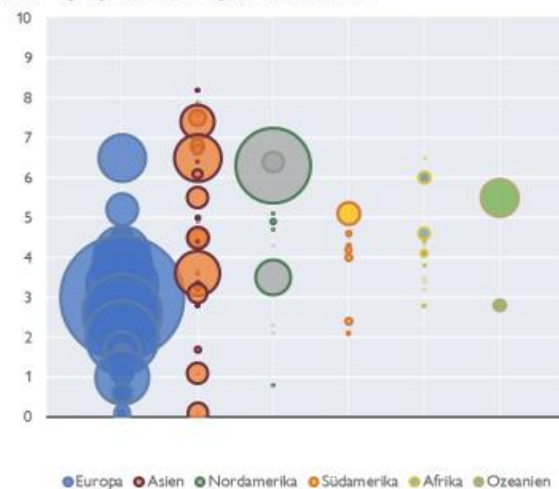
in Mrd EUR



Quelle: OeNB, IMF Climate Ch. Indicators Dashboard, Battiston (2017), eigene Berechnungen

Physisches Risiko nach Ziel-Kontinenten bzw. -Ländern

Index 0 = geringstes Risiko, Blasengröße = Investitionsanteil

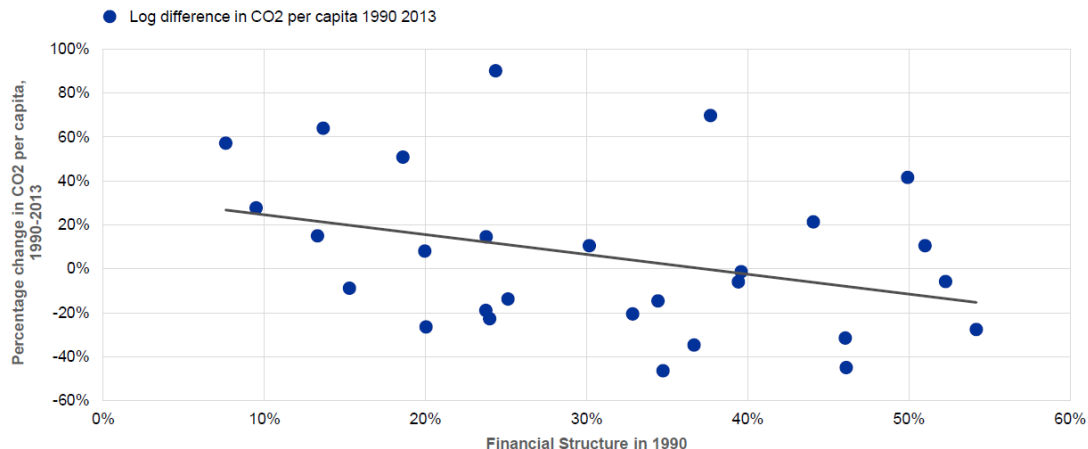


Effekte des Finanzsektors auf den CO₂-Fußabdruck

Chart A

Financial structure and carbon emissions

(y-axis: percentage change in country-specific carbon emissions per capita between 1990 and 2013; x-axis: total stock market capitalisation divided by the sum of total private credit and total stock market capitalisation, for each country, in 1990)



Kann „Green Finance“ die Dekarbonisierung unserer Wirtschaft finanzieren?

- CO₂-Fußabdruck einer Wirtschaft verringert sich stärker in Ländern mit tieferen Kapitalmärkten gegenüber jenen, die stärker auf Banken-Finanzierung setzen
- Mögliche Erklärungen:
 - Aktienmärkte besser geeignet für die Finanzierung von innovativen Firmen
 - Aktienanleger unterstützen umweltfreundliche Technologien um die Kosten eventueller Rechtsstreitigkeiten aufgrund regulatorischer Vorgaben zu senken
 - Tiefere Aktienmärkte weisen mehr grüne Patente in traditionell CO₂-intensiven Industrien auf

Theorie Optimaler Währungsräume

- Keine Veränderung der relativen Preise zwischen den Regionen nötig wenn:
 - Schocks hauptsächlich symmetrisch sind
 - Produktionsfaktoren mobil sind
- 3 klassische Kriterien für einen optimalen Währungsraum:
 - Arbeitsmobilität (Mundell)
 - Produktdiversifikation (Kenen)
 - Offenheit (McKinnon)
- Gemeinsame Währung auch möglich wenn Preise und Löhne flexibel sind
- Endogenität der Kriterien: auch wenn anfangs nicht erfüllt, können sich die ökonomischen Strukturen und Institutionen (zB. Lohnbildungsprozesse) anpassen, sodass die Kriterien ex post erfüllt sind

Theorie Optimaler Währungsräume

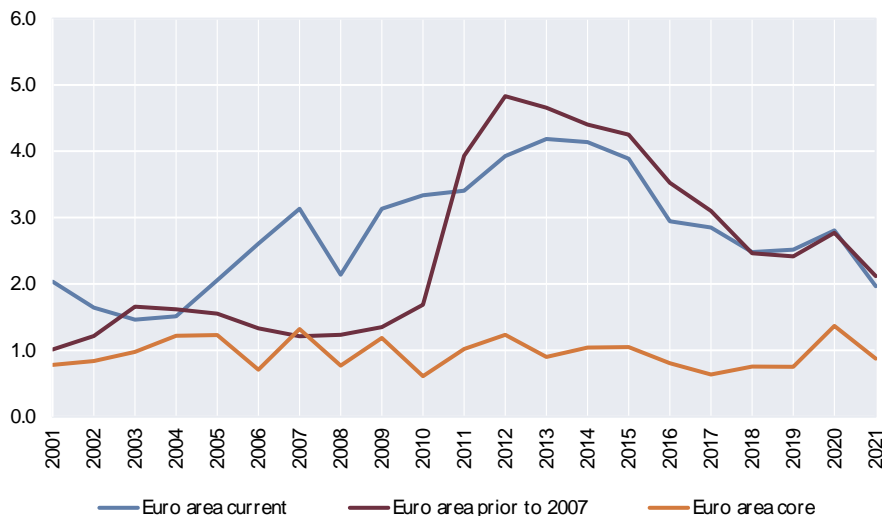
- 3 politische Kriterien:
 - Fiskalische Transfers: Mitglieder kommen überein, sich im Falle adverser Schocks gegenseitig zu kompensieren
 - Homogene Präferenzen: Übereinstimmung darüber, wie auf ökonomische Schocks reagiert werden soll
 - Solidarität vs Nationalismus: wenn die gemeinsame Geldpolitik in Konflikt mit nationalen Interessen steht müssen die Mitglieder diese Kosten im Namen des gemeinsamen Interesses akzeptieren.

Ist der Euroraum ein optimaler Währungsraum?

- Messung via Synchronisierung der Konjunkturzyklen
- Erhöhte Heterogenität seit 2009, v.a. zwischen Kernländern und Peripherie
- Symmetrische Schocks haben unterschiedliche Auswirkungen

Standard deviation of output gaps

in %



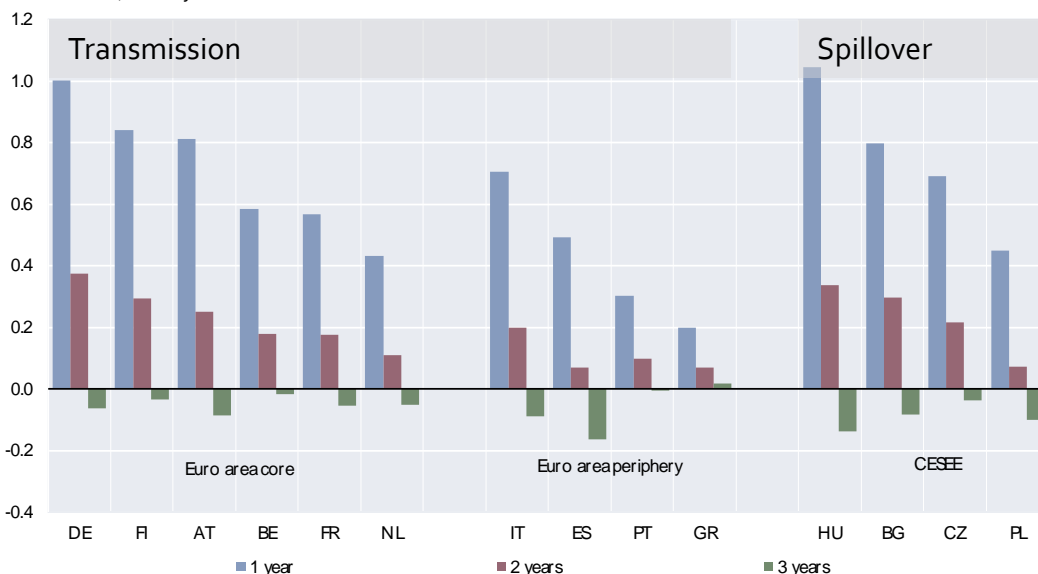
Source: AMECO database.

Konvergenz wichtig für die Transmission der Geldpolitik

- Simulation der Auswirkung der EZB Geldpolitik auf den Output gap:
 - Kurzfristig starke Output-Effekte
 - Transmission unterschiedlich in den einzelnen Mitgliedsländern
 - Vergleichbar große Spillover-Effekte, Übertragung der positiven Effekte via Finanzkanal kompensiert Abwertung der lokalen Währungen in CESEE

Output gap (based on industrial production)

Reaction after 1, 2 and 3 years



Source: Own calculations

Quelle: Benecká et al., 2020.

Euroraum Erweiterung

- Konvergenzbericht der EK stellt ökonomische und rechtliche Konvergenz fest
- 4 nominelle Konvergenzkriterien (Maastrichtkriterien):
 - Preisstabilität
 - solide öffentliche Finanzen
 - Konvergenz der langfristigen Zinsen
 - Wechselkursstabilität
- Weitere wichtige Faktoren: Zahlungsbilanzentwicklungen, Integration der Arbeits- und Produktmärkte, institutionelle Konvergenz
- Konvergenzkriterien müssen nachhaltig erfüllt sein
- Rechtliche Konvergenz: Insbesondere Notenbankunabhängigkeit und Verbot der monetären Staatsfinanzierung

Euroraum: Reformen seit der Finanzkrise

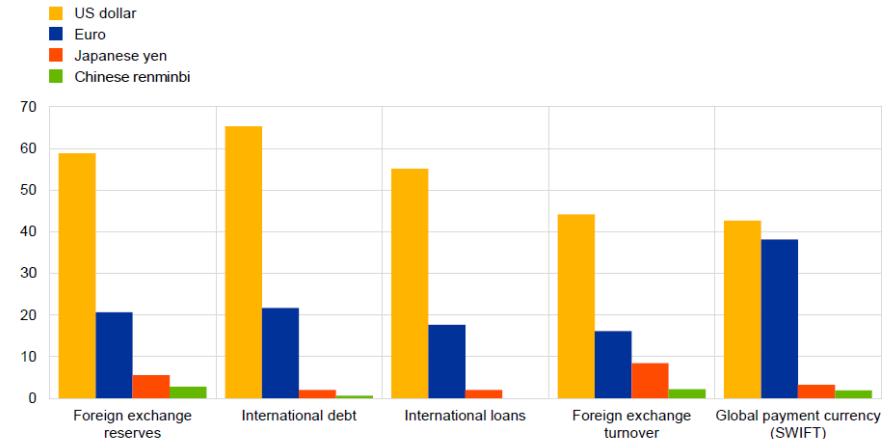
- Institutioneller Aufbau der Währungsunion wurde seit 2010 stark verbessert:
 - Fortschritt bei der Bankenunion
 - SSM: künftige EA-Beitrittskandidaten nehmen bereits an einer „close cooperation“ teil
 - Stark verbessertes Monitoring (zB European Semester inkl. MIP)
- WWU hat sich in den vergangenen 10 Jahren verändert, Spannungsfeld zwischen institutionellen Reformen / neuen Anforderungen und „equal treatment“ der Beitrittskandidaten
- Mit 1.1.2023 tritt Kroatien der Währungsunion bei

Die Internationale Bedeutung des Euro

- Anteil des Euro an den globalen offiziellen Währungsreserven beträgt 20,6%
- Leichter Anstieg trotz Niedrigzinspolitik
- Deutlicher Anstieg an globalen Anleiheemissionen, Krediten und Einlagen; stabiler Anteil bei Schuldverschreibungen und als Fakturierungswährung.

Snapshot of the international monetary system

(percentages)



Sources: BIS, IMF, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) and ECB calculations.

Notes: The latest data for foreign exchange reserves, international debt and international loans are for the fourth quarter of 2021. Foreign exchange turnover data as of April 2019. SWIFT data as of December 2021.

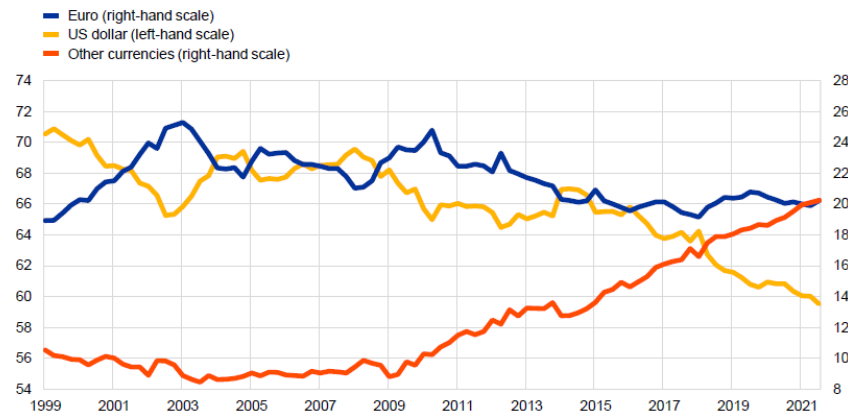
Der Euro als offizielle Reservewährung

- Leichter Anstieg des Euro um 0,5 Prozentpunkte 2021
- Dies trotz vergleichsweise niedrigerer Zinsen im Euroraum, sowie negativer Zinssätze und Renditen für festverzinsliche Wertpapiere.
- USD verbleibt unangefochten die globale Reservewährung mit fast 60% Anteil.

The share of the euro in global foreign exchange reserves increased slightly in 2021

Shares of the euro, US dollar and other currencies in global official holdings of foreign exchange reserves

(percentages; at constant Q4 2021 exchange rates)



Sources: IMF and ECB calculations.

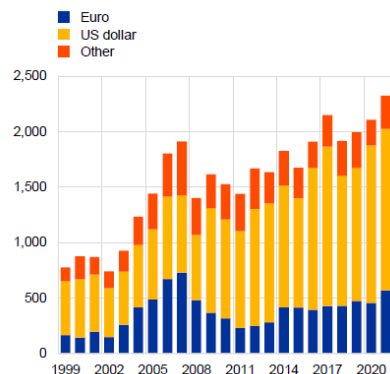
Note: The latest observation is for the fourth quarter of 2021.

Zunehmender Anteil der globalen Emissionen lauten auf Euro

The share of the euro in international issuance of foreign currency-denominated bonds increased in 2021

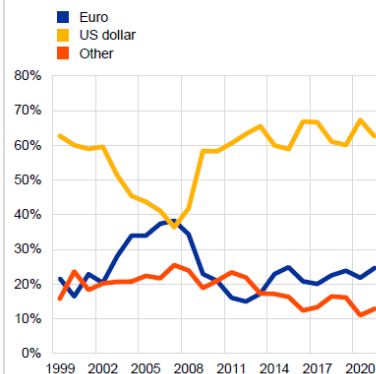
a) Currency composition of foreign currency-denominated bond issuance

(USD billions)



b) Currency composition of foreign currency-denominated bond issuance

(percentages)



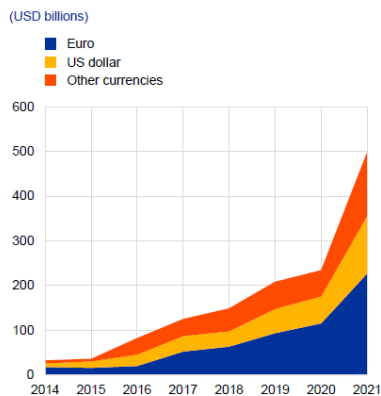
Sources: Dealogic and ECB calculations.
Note: The latest observation is for end-2021.

- 2021 stieg das Gesamtvolumen der auf Fremdwährungen lautenden Anleiheemissionen um 10 % auf über 2,3 Billionen USD.
- Emission von auf Euro lautenden Anleihen stieg um 24% auf 571 Mrd. USD
- Der Anteil des Euro an stieg um fast 3 Prozentpunkte auf 24,6% .

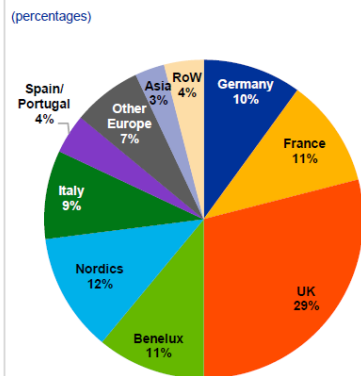
NGEU unterstützt grüne Anleihen und damit indirekt den Euro

Global issuance of green bonds increased rapidly in 2021, including public issues such as green NGEU bonds

a) Currency composition of global green bond issuance in 2021



b) Residence of the investor base of NGEU green bond issuance on 12/10/2021

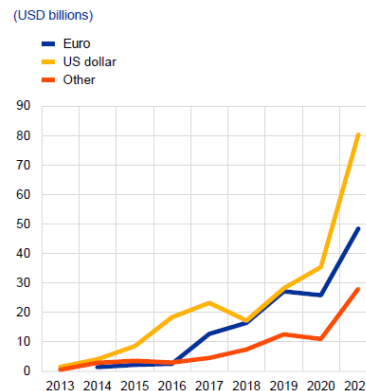


Sources: Dealogic, European Commission and ECB calculations.

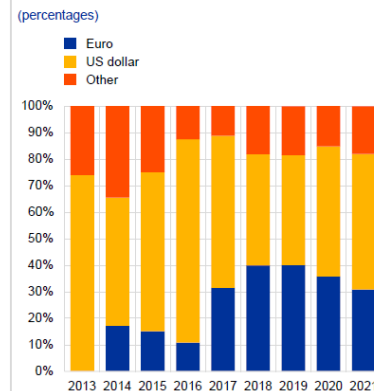
Notes: The left panel shows annual totals based on aggregation of individual deals; the latest observation is as of end-2021. The right panel shows data on green NGEU bonds issued on 12 October 2021.

Euro-denominated international green bond issuance almost doubled in volume in 2021, even though the share of the euro in total issuance declined

a) Currency composition of foreign currency-denominated green bond issuance



b) Currency composition of foreign currency-denominated green bond issuance



Sources: Dealogic and ECB calculations.

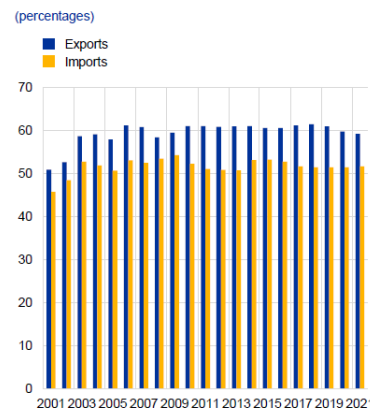
Notes: Annual totals based on the aggregation of individual deals. The latest observation is for end-2021.

Leichter Rückgang des Euro als Fakturierungswährung 2021

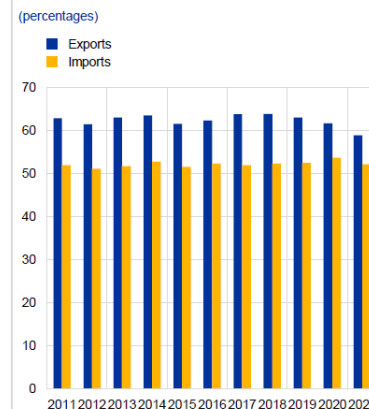
- Rund 60% der extra-EA Güterexporte waren 2021 in Euro fakturiert (Güterimporte: 51%).
- Dienstleistungen: starker Rückgang von 62% der Exporte (2020) auf 59% (2021); (Importe: 52% 2021)
- Auswirkungen auf „exchange rate pass-through“: geringere Auswirkungen auf Importpreise, stärkerer Einfluss auf Wettbewerbsfähigkeit.

The share of the euro as an invoicing currency of extra-euro area transactions declined slightly in 2021

a) Share of the euro in invoicing of extra-euro area trade in goods



b) Share of the euro in invoicing of extra-euro area trade in services



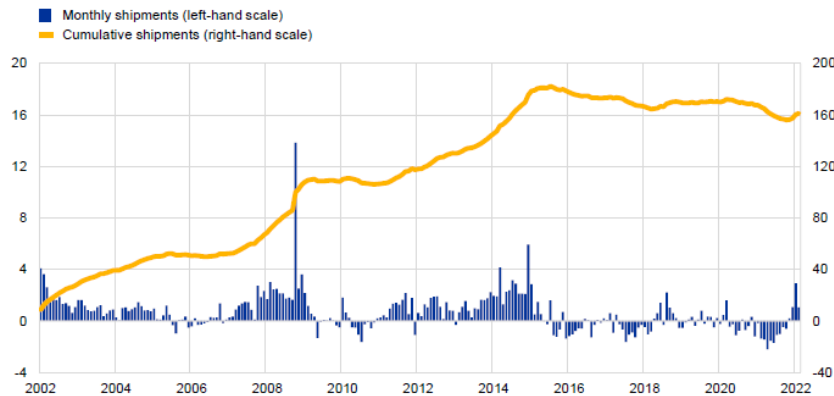
Sources: ECB, IMF direction of trade statistics (DOTS) and ECB calculations.
Note: The latest observation is for 2021.

Verwendung von Euro Cash außerhalb des Euroraums

Net extra-euro area shipments of euro banknotes declined in 2021

Net monthly shipments of euro banknotes to destinations outside the euro area

(EUR billions; adjusted for seasonal effects)



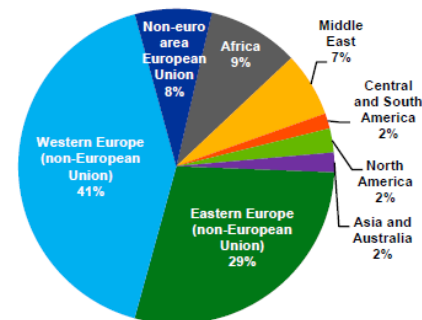
Source: Eurosystem.

Notes: Net shipments are euro banknotes sent to destinations outside the euro area minus euro banknotes received from outside the euro area. The latest observation is for February 2022.

In 2021, euro banknotes were mainly exported to and imported from European regions

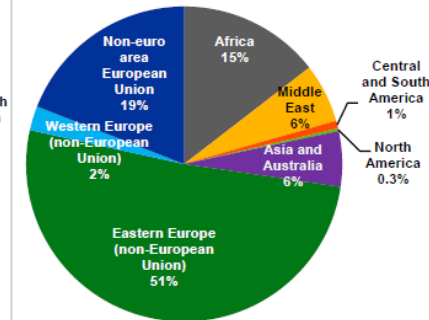
a) Sales (exports) of euro banknotes to regions outside the euro area – breakdown by destination

(percentages)



b) Purchases (imports) from regions outside the euro area – breakdown by destination

(percentages)



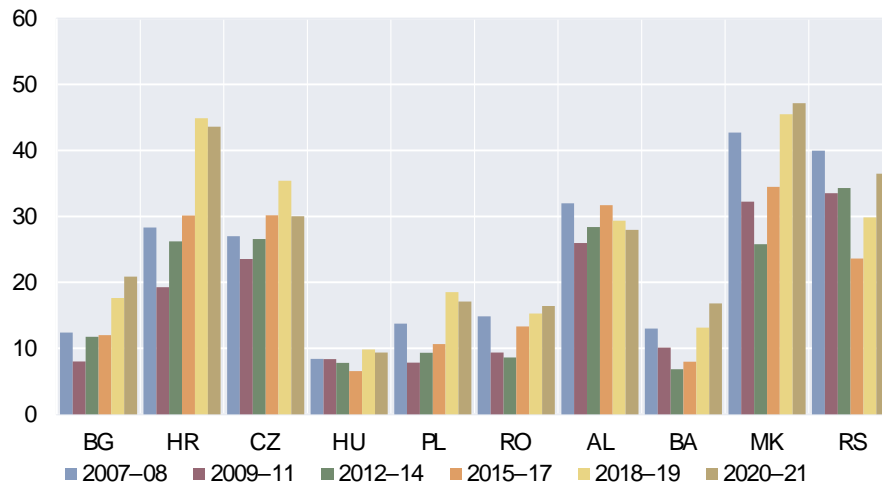
Source: ECB calculations based on data from international banknote wholesalers.

Note: The data are for 2021.

Verwendung des Euro in CESEE

Frequency of euro cash holdings by country

% of individuals

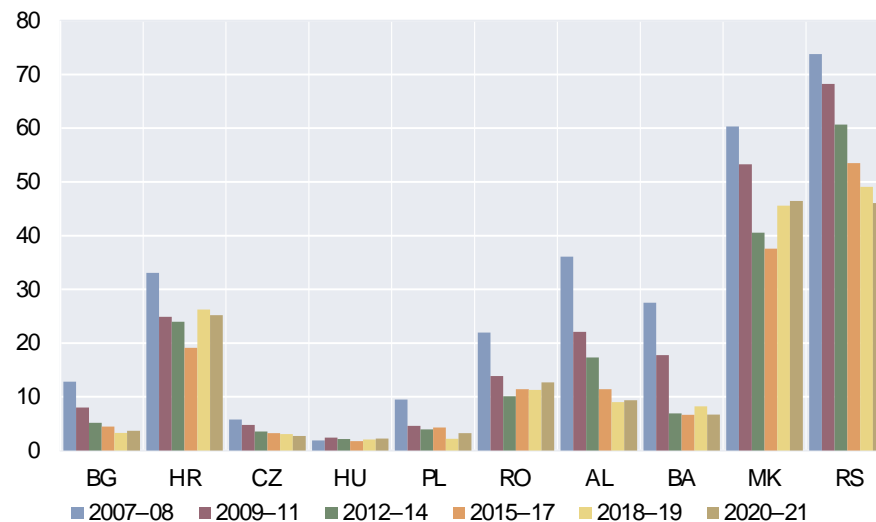


Source: OeNB Euro Survey.

Note: Weighted percentages are based on pooled data from survey waves of the time period as indicated in the legend. The weights used are calibrated on census population statistics for age, gender, region and, where available, education and ethnicity (separately for each country). Respondents who answered "Don't know" or who refused to answer have been excluded.

Currency substitution index

in %



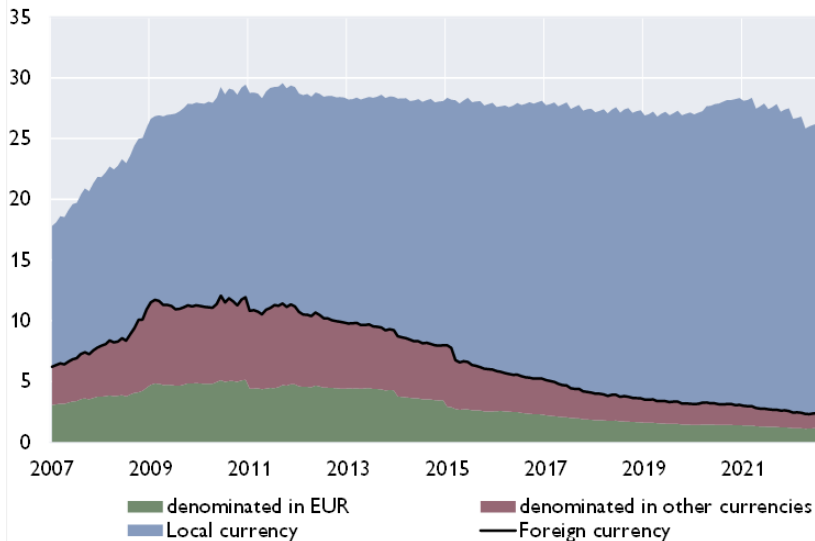
Source: OeNB Euro Survey, national central banks.

Note: The currency substitution index is calculated as the ratio of euro cash to euro cash plus national currency in circulation. For details see Scheiber and Stix (2009).

Währungssubstitution in CESEE Bankensektoren

CESEE: Credit to the household sector

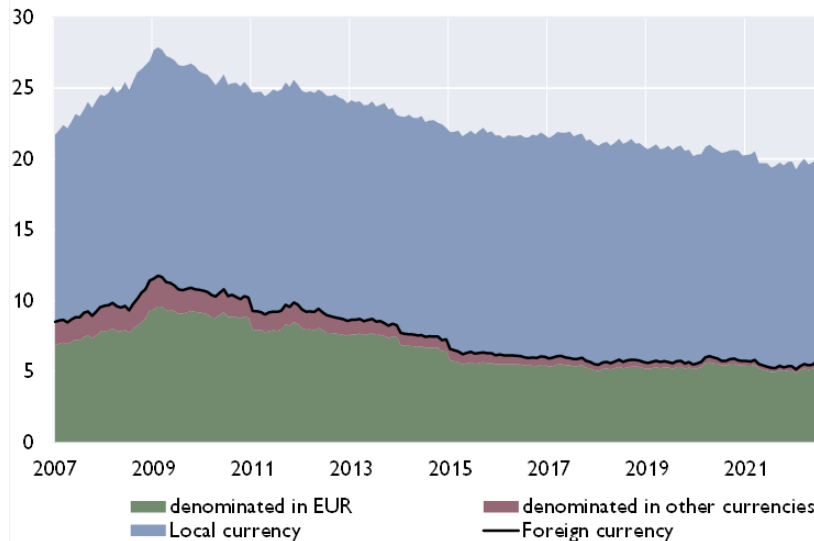
% of GDP



Source: ECB.

CESEE: Credit to the corporate sector

% of GDP



Source: ECB.

Quellen:

Kujtim Avdiu, Julia Wörz, Michael Wuggenig. 2021. Vom First-Mover zum Laggard? Entwicklung der Direktinvestitionen zwischen Österreich und CESEE 2007–2020, in: Direktinvestitionen 2019, Oesterreichische Nationalbank

Soňa Benecká, Ludmila Fadejeva, Martin Feldkircher. 2020. The Impact of Euro Area Monetary Policy on Central and Eastern Europe, in: Journal of Policy Modeling, Vol. 42, Issue 6, pp. 1310–1333.

Predrag Četković, Patricia Walter. 2022. Österreichs Außenwirtschaft in einer bewegten Zeit. Vorläufige Ergebnisse der Zahlungsbilanz im ersten Halbjahr 2022

Eurostat Euroindicators. 5 Oct 2022. Second quarter of 2022 - EU current account deficit €37.4 bn


Zoltan Walko. 2022. Back to the discomfort zone: The resurrection of twin deficits in selected CESEE countries, OeNB Mimeo


Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Thank you for your attention

www.oenb.at


oenb.info@oenb.at

 [@nationalbank_oesterreich](https://www.instagram.com/nationalbank_oesterreich)

 [@nationalbankoesterreich](https://www.facebook.com/nationalbankoesterreich)

 [Oesterreichische Nationalbank](https://www.linkedin.com/company/oesterreichische-nationalbank)

 [@oenb](https://twitter.com/oenb)

 [OeNB](https://www.youtube.com/OeNB)



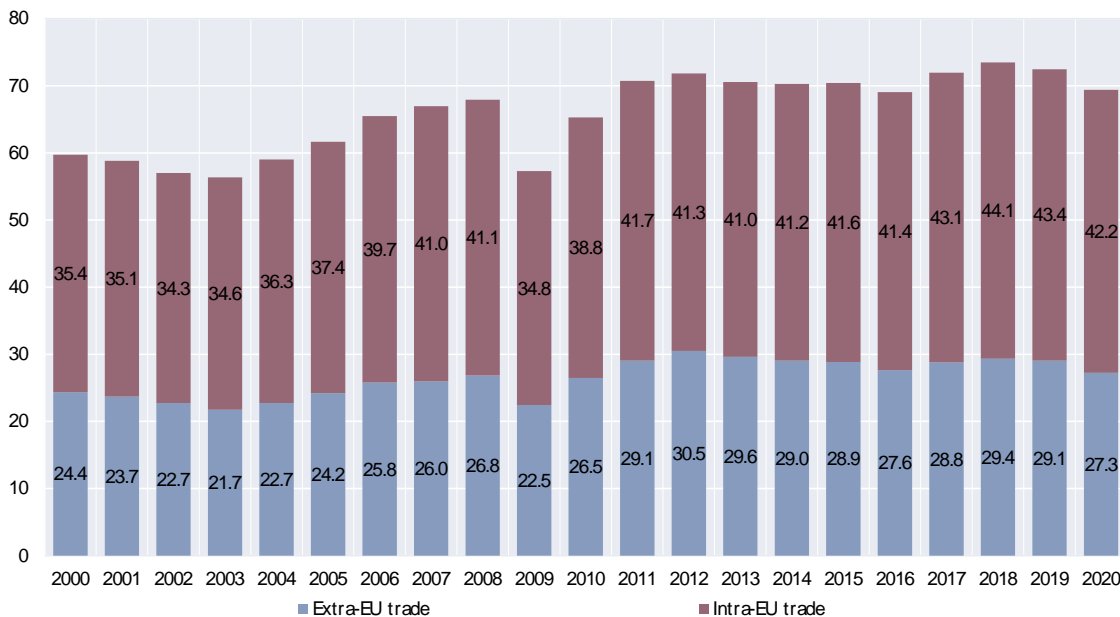


Reservefolien

Geringere Bedeutung des Wechselkurses für die Leistungsbilanzen im Euroraum

Extra- and Intra-EU27 trade

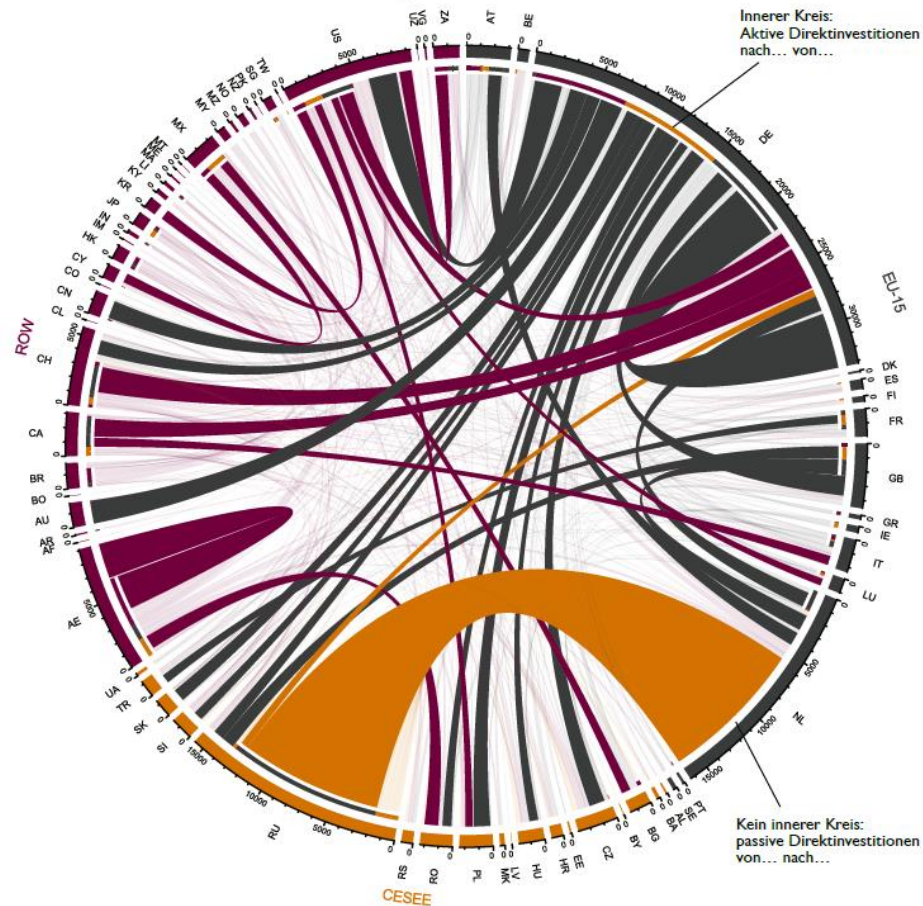
in % of GDP



Source: Eurostat.

Österreichische Direktinvestitionen: Durchlaufkapital

Herkunft und Ziel von Durchlaufkapital über Österreich, 2019

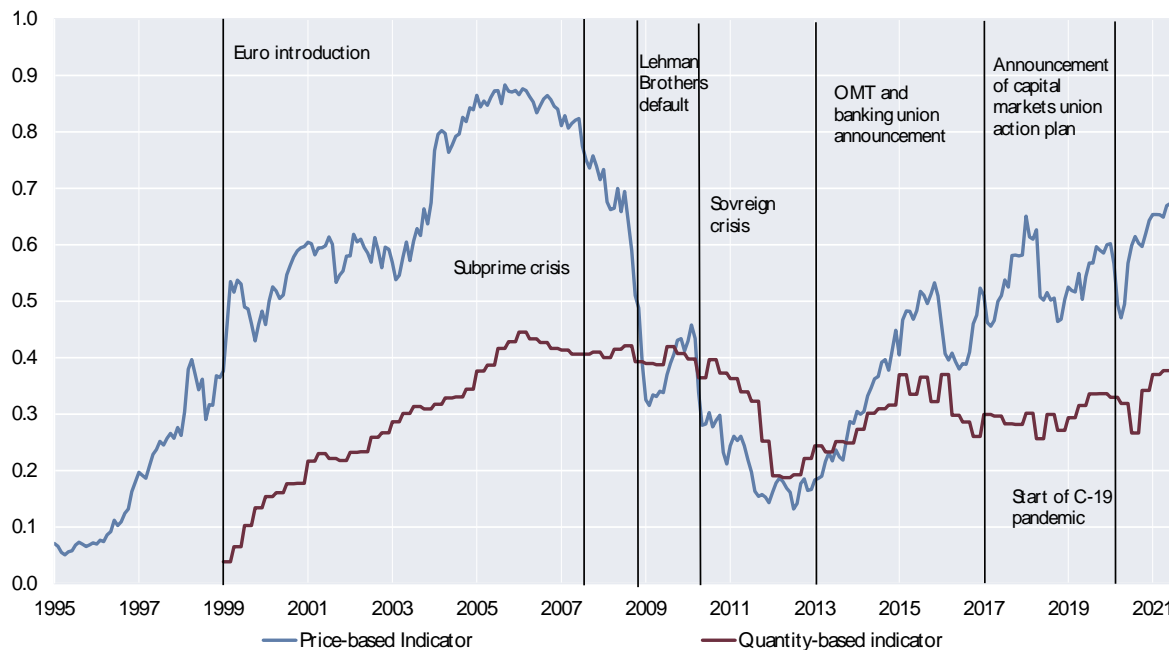


Quelle: OeNB.

Anmerkung: „ROW“ steht für „Rest of the World“.

Effekte der gemeinsamen Wahrung auf die Finanzintegration

Price-based and quantity-based financial integration composite indicators



Note: The indicators are bounded between zero (full fragmentation) and one (full integration).
Source: ECB