

3 Länderrisiken und aktive Direktinvestitionen

Roberto Codagnone¹

Dieses Kapitel analysiert österreichische Bestände aktiver Direktinvestitionen (ADI) in Zusammenhang mit länderspezifischen Investitionsrisiken für den Zeitraum 2007–2018.

Es wird gezeigt, dass österreichische Direktinvestitionen größtenteils in Länder fließen, die ein geringes Investitionsrisiko aufweisen. Die Bedeutung dieser Länderkategorie (bzw. Risikogruppe) ist über den Zeitverlauf sogar stark gestiegen (2007 entfielen 61,7% der ADI-Bestände Österreichs auf Länder mit geringem Investitionsrisiko, 2018 waren es 83,2%). Im Jahr 2018 befanden sich 12,4% der österreichischen ADI-Bestände in Ländern mit mittlerem und 4,4% in Ländern mit hohem Investitionsrisiko. Für die Jahre 2019 und 2020 sind – basierend auf vorläufigen ADI-Bestandsdaten – keine signifikanten Veränderungen in der Verteilungsstruktur zu erkennen.

Die Branche „Finanz- und Versicherungswesen“ ist insgesamt und auch in jeder einzelnen Risikogruppe über den gesamten Zeitverlauf für das größte Volumen an Investitionen verantwortlich, hat aber im Zeitverlauf an Relevanz verloren.

In der Rentabilität spiegelt sich das Länderrisiko der Investitionen wider: So ist die Rentabilität hinsichtlich Investitionen in risikoarme Länder am wenigsten volatil, gefolgt von Ländern mit mittelhohen und hohen Investitionsrisiken. Als sehr profitabel zeigen sich seit dem Jahr 2015 Investitionen in Länder mit einem hohen Investitionsrisiko.

3.1 Einleitung

Die Entscheidung zur Tätigung aktiver Direktinvestitionen ist abhängig von markt- und länderspezifischen Aspekten, welche Unternehmen evaluieren und abwägen müssen. Zum Beispiel spielt einerseits die erzielbare Rendite eine wichtige Rolle, zum anderen müssen Unternehmen auch mögliche auftretende Risiken in ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen, die sich negativ auf die Geschaftskิจกรรมitaten auswirken könnten.

Ziel dieses Kapitels ist es, das Investitionsverhalten im Bereich der aktiven Direktinvestitionen Österreichs mit länderspezifischen Risiken in Beziehung zu bringen und zu analysieren. Hierzu werden in einem ersten Schritt die genutzte Datengrundlage und der „OECD Country Risk Indicator“ genauer erläutert, welcher das Investitionsrisiko einzelner Länder quantifiziert. Anschließend werden die österreichischen Bestände aktiver Direktinvestitionen mit den entsprechenden Länderrisiken angereichert, über die Zeitreihe von 2007 bis 2018 dargestellt und nach Branchen aufgeschlüsselt. In einem letzten Schritt wird die Rentabilität der Investitionen, in Abhängigkeit von den spezifischen Risikogruppen, ausgewertet. Hierbei ist es wichtig zu erwähnen, dass Direktinvestitionen unterschiedlich motiviert sein können, hier jedoch der Fokus auf die erzielte Rendite gelegt wird.

3.2 Daten und OECD Country Risk Indikator

Der Betrachtungszeitraum dieser Analyse erstreckt sich über die Jahre 2007 bis 2018 und enthält jährliche Daten zu den Beständen aktiver Direktinvestitionen (ADI) österreichischer Unternehmen, welche im Umfang der Jahresbefragung durch die Oesterreichische Nationalbank erhoben werden. Hierbei handelt es sich um ein spezielles Zeitfenster, da der Beginn der Betrachtungsperiode nah am

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung SAFIM (Statistik – Auenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetarstatistiken), roberto.codagnone@oenb.at.

Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 liegt und anschließend im Jahr 2010 die Staatsschuldenkrise auftritt. Liegenschaften und Special Purpose Entities wurden bei der Analyse aufgrund mangelnder wirtschaftlicher Aktivitäten exkludiert.

Um das Investitionsrisiko von Ländern berücksichtigen zu können, ist es notwendig, einen Indikator zu wählen, der dieses Risiko geeignet abbildet. Hierzu wurde die von der OECD erstellte und publizierte „Country Risk Classification“² genutzt. Der OECD-Indikator eignet sich für Betrachtung von Direktinvestitionen, da er vor allem zwei Hauptkategorien berücksichtigt:

1. Transfer und Währungsumwandlung: Hierzu zählt das Risiko, dass Regierungen Kapital- oder Wechselkurskontrollen einführen, welche es den Unternehmen erschweren, lokale Währung in Fremdwährung umzutauschen oder Kapital ins Ausland zu transferieren.
2. Force Majeur: Hierzu zählt generell das Risiko politischer Unruhen und von Instabilität, wie beispielweise die Gefährdung von Eigentumsrechten, ziviler Ungehorsam, Kriege und Naturkatastrophen.

Die Country Risk Classification umfasst 201 Länder und wird von der OECD seit dem Jahr 1997 erhoben, mehrmals jährlich aktualisiert und veröffentlicht. Im Zuge dieser Analyse wird jeweils der erstmalige im Jahr vergebene Wert der Country Risk Classification für das entsprechende Betrachtungsjahr genutzt. Der Klassifikator verwendet eine Bewertungsskala von 0 bis 7, wobei 0 das geringste und 7 das höchste Investitionsrisiko widerspiegelt. Von den 201 angeführten Ländern werden von der OECD jedoch nicht alle Länder klassifiziert – dies lässt sich auf zwei Gründe zurückführen: Zum einen werden sehr kleine Länder (sogenannte Microstates) nicht bewertet, da dies einen verhältnismäßig hohen administrativen Aufwand darstellen würde. Zum anderen werden OECD-Länder sowie Mitgliedsstaaten des Euroraums mit einem hohen Bruttoinlandsprodukt pro Kopf ebenfalls nicht bewertet, da angenommen wird, dass sie ein geringes Risiko aufweisen. Methodologisch folgt die Klassifikation einer zweistufigen Vorgehensweise. Im ersten Schritt werden durch ein speziell entwickeltes quantitatives Modell (Country Risk Assessment Model) erste Country Risk-Werte vergeben. Diese werden in einem zweiten Schritt von Expertinnen und Experten der OECD-Mitgliedsstaaten auf Plausibilität geprüft und gegebenenfalls korrigiert. Um eine übersichtlichere Analyse zu ermöglichen, werden die einzelnen Risikostufen in Risikogruppen eingeordnet. Hierbei bilden die Risikostufen 0 bis 2 ein geringes, die Risikostufen 3–5 ein mittleres und die Stufen 6–7 ein hohes Investitionsrisiko ab.

3.3 Direktinvestitionen und länderspezifische Investitionsrisiken

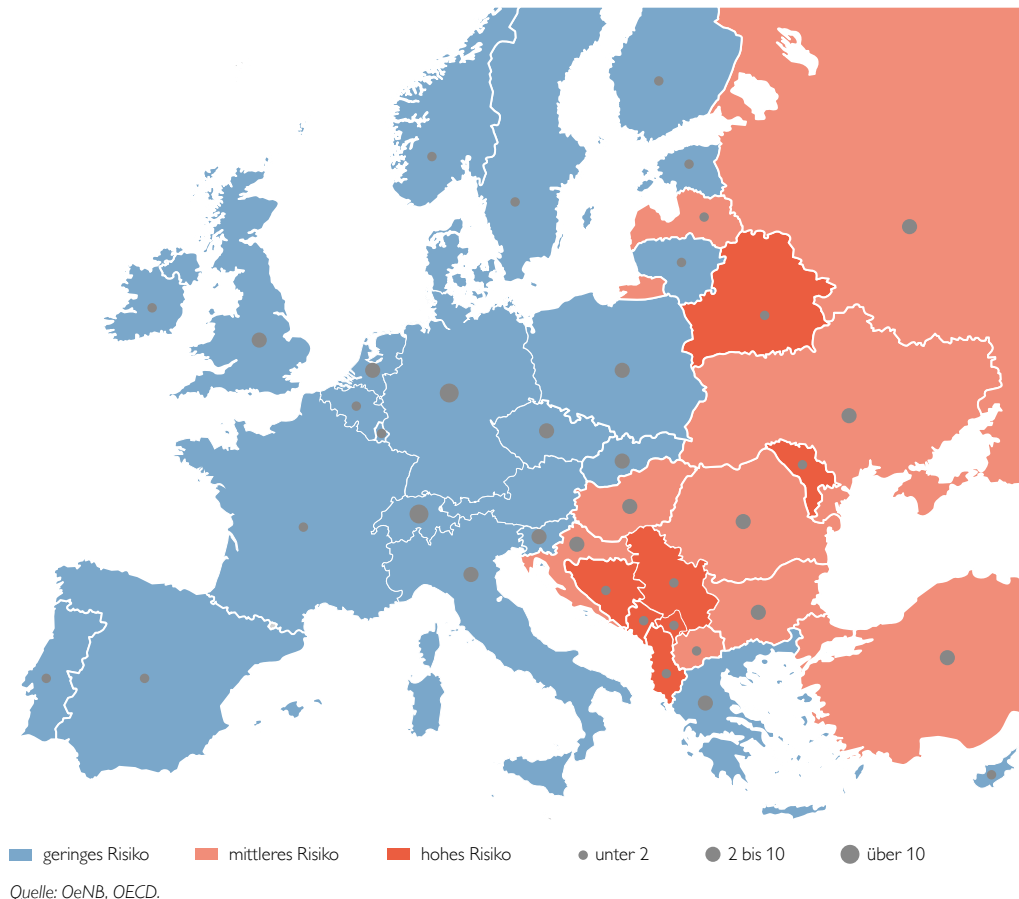
Zunächst bietet es sich an, einen Überblick über die Risikostruktur von Investitionen österreichischer ADI aufzuzeigen. Im Jahr 2018 wurden 55 Länder (51,4%), in denen österreichische Unternehmen ADI unterhielten, mit einem geringen Risiko klassifiziert. Durch ein mittelhohes Risiko wurden 22 Länder (20,6%) und durch ein hohes Risiko 30 Länder (28%) kategorisiert. Die Grafiken 12 und 13 veranschaulichen diese Kategorisierung und die Höhe der Direktinvestitionen in Europa für die Jahre 2007 und 2018. Der gesamte west-, nord- und südeuropäische Raum wurde in diesen beiden Jahren als Gebiet mit geringem Risiko eingestuft. Veränderungen

² <https://www.oecd.org/trade/topics/export-credits/arrangement-and-sector-understandings/financing-terms-and-conditions/country-risk-classification/>.

Grafik 12

Bestände österreichischer ADI in Europa im Jahr 2007

in Mrd EUR

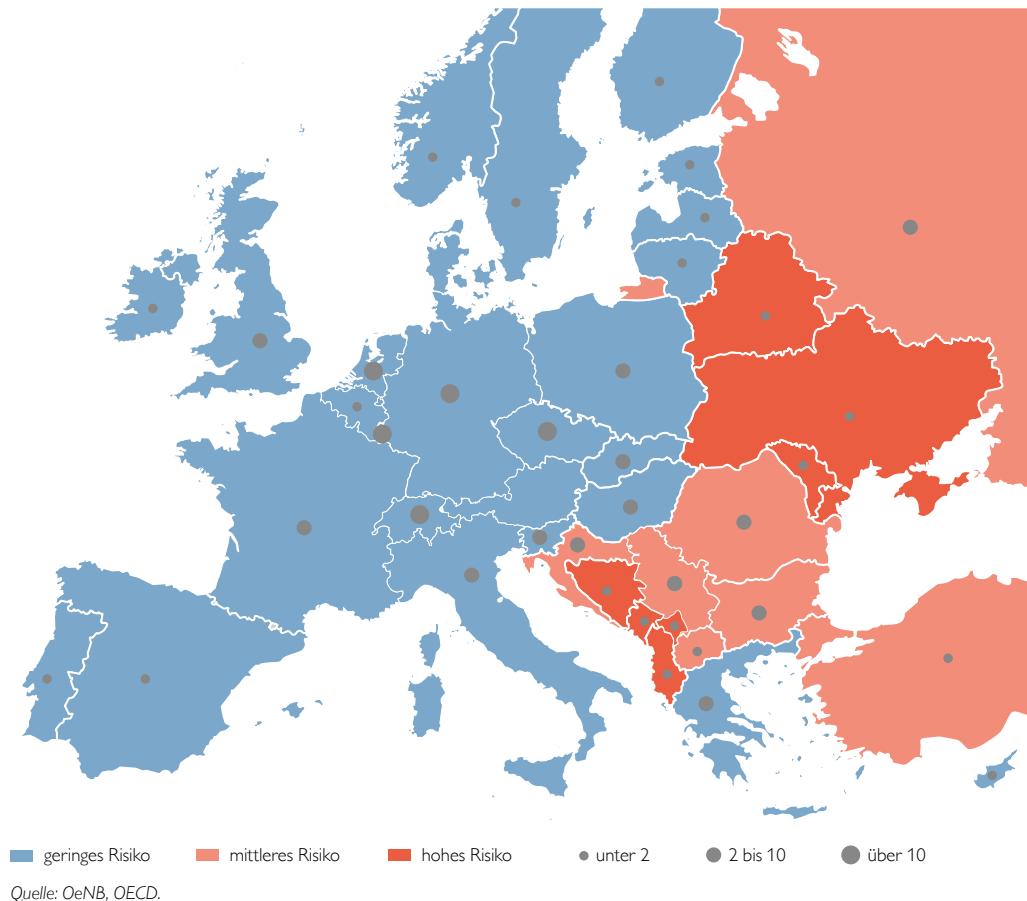


gab es hingegen in Mittel-, Südost- und Osteuropa. Serbien beispielsweise hat sich seit dem Jahr 2007 von einem Land mit einem hohen Investitionsrisiko im Jahr 2018 zu einem Land mit einem mittleren Investitionsrisiko verbessert und gleichzeitig einen Zuwachs an Beständen aktiver österreichischer Direktinvestitionen erfahren. In der Ukraine ist es zu einer Erhöhung des Investitionsrisikos und zu einer Reduktion der Direktinvestitionen gekommen.

Bei Betrachtung der Bestände aktiver österreichischer Direktinvestitionen zeigt sich (Grafik 14), dass sich der relative Anteil an Investitionen in Länder mit einem geringen Risiko seit dem Jahr 2007 konstant erhöht hat. Im Jahr 2017 erreichte dieser Wert seinen Höchststand mit 84 % und nahm im Folgejahr leicht auf 83,2 % ab. Der Zuwachs ist vor allem auf eine Reduktion der Bestände aktiver Direktinvestitionen im Bereich der Länder mit einem mittleren Investitionsrisiko zurückzuführen. Im Jahre 2007 befanden sich noch 28,7 % der Bestände aktiver Direktinvestitionen in Ländern mit einem mittleren Investitionsrisiko, seit damals hat sich dieser Wert jedoch reduziert und erreichte im Jahre 2018 einen Wert von lediglich 12,4 %. Ein ähnliches Bild zeigt sich für die Entwicklung der Direktinvestitionen in Länder mit einem hohen Risiko. Im Jahre 2007 befanden sich 9,6 % der Bestände aktiver Investitionen in Ländern mit einem hohen Risiko. Im Laufe der Jahre hat dieser

Bestände österreichischer ADI in Europa im Jahr 2018

in Mrd EUR



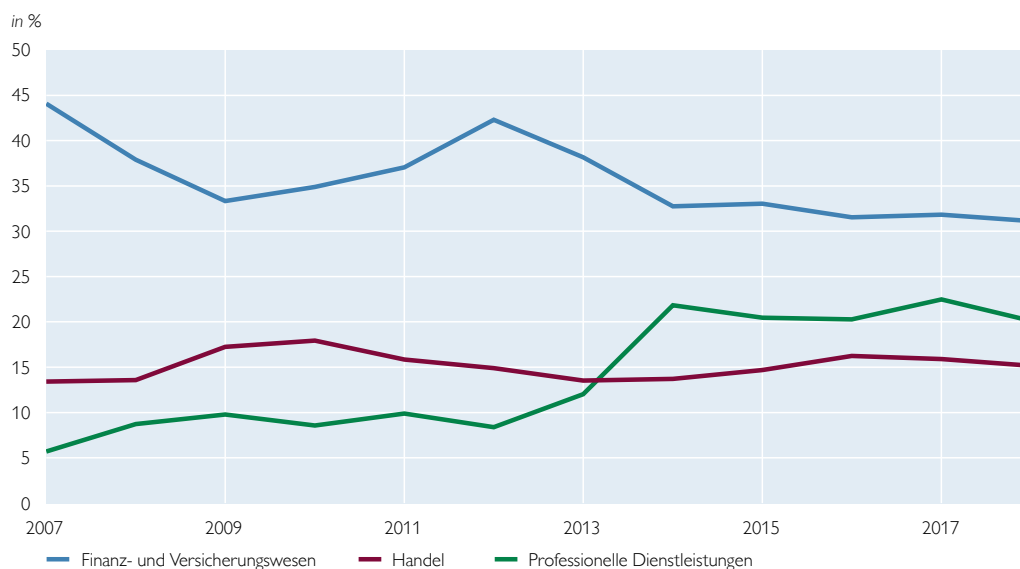
Wert abgenommen und zum Ende der Betrachtungsperiode einen Wert von 4,3 % erreicht. Die Reduktion ist jedoch zum Teil (zu circa 20 %) auf Reklassifikationseffekte zurückzuführen, das heißt auf die Veränderung der Risikogruppenzugehörigkeiten einzelner Länder im Zeitverlauf. Basierend auf vorläufigen ADI-Bestandsdaten lässt sich abschätzen, dass für die Jahre 2019 und 2020 keine signifikanten Veränderungen der Verteilung der Investitionsbestände zu verzeichnen sind.

Im nächsten Schritt werden die Bestände aktiver österreichischer Direktinvestitionen nach Branchen und Risikogruppen aufgeschlüsselt. Grafik 15 stellt die Investitionsbestände in Länder mit einem geringeren Risiko dar und zeigt die drei Branchen mit den durchschnittlich höchsten Investitionsvolumina. Es zeigt sich, dass die Branche „Finanz- und Versicherungswesen“ an Investitionsbestandsanteilen in risikoarme Länder abgenommen hat. Im Jahr 2007 waren 44,1 % (27,5 Mrd EUR) aller ADI in dieser Branche verbucht; im Jahr 2018 haben sich diese auf 31,1 % (51,4 Mrd EUR) reduziert. Dies ist nicht überraschend, da der zentral- und südosteuropäische Raum für österreichische Banken und Versicherungen einen wichtigen Investitionsstandort darstellt. Die Branche „Handel“ hingegen konnte leicht an Investitionsbestandsanteilen gewinnen und entwickelte sich von einem Anteil von 13,4 % (8,4 Mrd EUR) im Jahr 2007 auf 15,3 % im Jahr 2018 (25 Mrd EUR).

Grafik 14

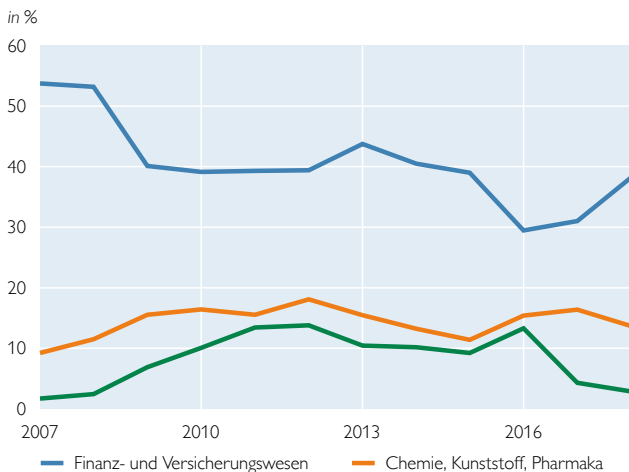
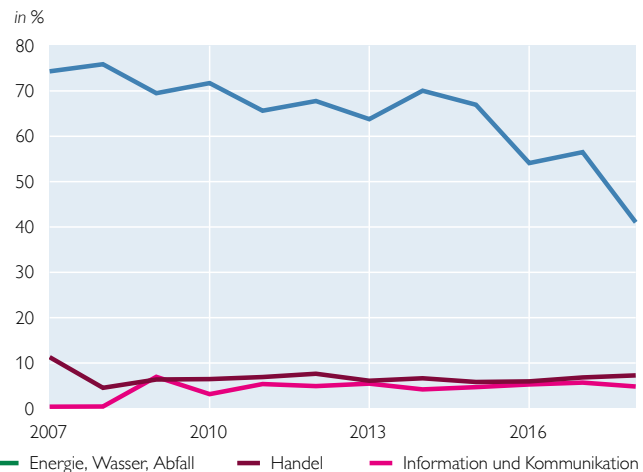
Bestände aktiver österreichischer Direktinvestitionen nach einzelnen Risikogruppen

Grafik 15

Bestände aktiver österreichischer Direktinvestitionen in risikoarme Länder

Einen starken Zuwachs konnte die Branche „professionelle Dienstleistungen“ verzeichnen. Zu Beginn der Betrachtungsperiode lag ihr Anteil noch bei 5,7% (3,6 Mrd EUR), erreichte zum Jahr 2018 jedoch einen Wert von 20,1% (33,2 Mrd EUR).

Grafik 16 zeigt diese Branchenaufteilung für Länder mit mittleren und hohen Investitionsrisiken. Es fällt auf, dass die höchsten Bestände aktiver österreichischer Direktinvestitionen auch in diesem Segment auf die Branche „Finanz- und

Aktive österreichische Direktinvestitionen nach Branche in Länder mit mittlerem und hohem Risiko**Bestände österreichischer ADI in Länder mit mittlerem Risiko****Bestände österreichischer ADI in Länder mit hohem Risiko**

Quelle: OeNB.

Versicherungswesen“ entfallen. In Ländern mit einem mittelhohen Investitionsrisiko machte der Anteil im Jahr 2007 53,7% (15,6 Mrd EUR) des Gesamtvolumens aus. Im Verlauf der Betrachtungsperiode hat sich dieser Wert auf 38,2% (9,4 Mrd EUR) reduziert. Zulegen konnte hingegen die Branche „Chemie, Kunststoff und Pharmaka“ mit einem Zuwachs von 4,4 Prozentpunkten. Im Jahr 2006 betrug ihr Anteil noch 9,2% (2,7 Mrd EUR), im Jahr 2018 erreichte der Bestand 13,7% (3,4 Mrd EUR) des Gesamtvolumens in dieser Risikokategorie. Die drittgrößte Position in dieser Risikogruppe stellt die Branche „Energie, Wasser und Abfall“ dar, welche sich von 1,7% (490 Mio EUR) im Jahr 2006 auf 2,9% (702 Mio EUR) im Jahr 2018 steigern konnte.

Bei den Beständen aktiver österreichischer Direktinvestitionen in Ländern mit hohem Risiko ist ebenfalls ein Abbau des relativen Anteils der Branche „Finanz- und Versicherungswesen“ zu verzeichnen. Im Jahr 2006 betrug dieser 74,4% (7,3 Mrd EUR), danach reduzierte sich der Anteil über die Zeitperiode schließlich auf einen Tiefpunkt von 41% (3,6 Mrd EUR) im Jahre 2018. Ebenfalls einen leichter Rückgang hat die Branche „Handel“ erfahren, deren Anteil sich von 11,3% (1,1 Mrd EUR) im Jahr 2006 auf 7,3% (640 Mio EUR) im Jahr 2018 reduzierte. Zuwächse hingegen finden sich in der Branche „Information und Kommunikation“, die im Jahr 2018 4,8% (421 Mio EUR) der Bestände in Ländern mit hohem Investitionsrisiko abdeckte.

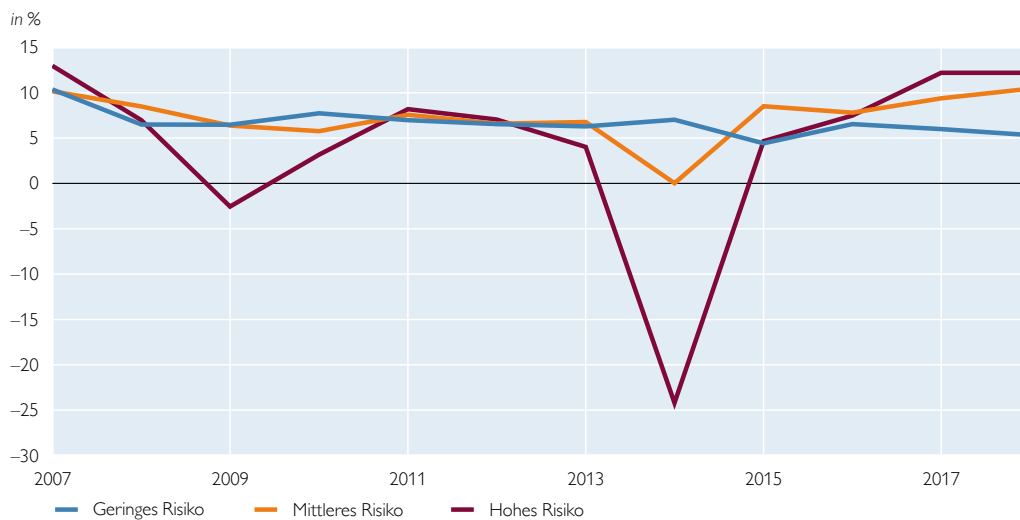
3.4 Rentabilität aktiver österreichischer Direktinvestitionen nach Risikogruppen

Um die Rentabilität von österreichischen Direktinvestitionen messen zu können, werden die Returns in ein Verhältnis zu den Beständen aktiver Direktinvestitionen gesetzt. Dabei setzen sich die Returns aus drei Komponenten zusammen, nämlich den ausgeschütteten Dividenden, den reinvestierten Gewinnen und den Zinsen.

Der Risk-Return trade-off besagt, dass die potenzielle Rentabilität (und somit Volatilität) mit einem höheren Risiko ansteigt. Grafik 17 zeigt, dass sich diese theoretische Annahme auch in den aktiven Direktinvestitionen widerspiegelt. Österreichische

Grafik 17

Returns österreichischer ADI



Quelle: OeNB.

Investitionen in Länder mit einem geringeren Risiko verzeichnen durchschnittliche Returns in Höhe von 6,7%, wobei sich ein leichter Abwärtstrend über den Betrachtungszeitraum gezeigt hat. Direktinvestitionen in Länder mit einem mittleren Risiko weisen einen durchschnittlichen Return von 7,3% auf. Stark fluktuierend hingegen verhält sich die Rentabilität in Ländern mit einem hohen Investitionsrisiko. Erreichen die Returns in den Jahren 2017 und 2018 Werte im zweistelligen Bereich, so kommt es beispielsweise im Jahr 2014 zu einem starken Rückgang mit Verlusten um die 24%. Das allgemein hohe Return-Niveau wird durch diesen negativen Ausreißer somit auf einen Durchschnittswert von 4,3% gedrückt.

3.5 Zusammenfassung

Im Rahmen dieser Analyse wurden Daten zu den aktiven Direktinvestitionen von in Österreich ansässigen Unternehmen für die Zeitperiode von 2007–2018 mit dem „OECD Country Risk Indicator“ angereichert, um Zusammenhänge zwischen Investitionsverhalten und länderspezifischen Risiken darzustellen.

Das Ergebnis der Analyse zeigt, dass aktive österreichische Direktinvestitionen vor allem in Länder fließen, welche ein geringes Investitionsrisiko aufweisen. Im Laufe der Zeit hat sich dieser Effekt weiterhin verstärkt und so befanden sich 83,2% der Bestände aktiver Direktinvestitionen im Jahr 2018 in Ländern mit einem geringen Risiko. Die Branche „Finanz- und Versicherungswesen“ ist insgesamt und auch in jeder einzelnen Risikogruppe für das größte Volumen an Investitionen verantwortlich, hat aber gleichzeitig über die Zeitreihe an Relevanz verloren.

Des Weiteren zeigt sich, dass die Rentabilität von Direktinvestitionen in risikoarme Länder die geringste Volatilität aufweist und diese somit die stabilsten Returns erzielen. Die durchschnittlich profitabelsten Investitionen (im Untersuchungszeitraum) ergeben sich in Ländern mit einem mittelhohen Risiko – sie erreichen eine durchschnittliche Rentabilität von 7,3%. In dieser Ländergruppe ist zudem die zweithöchste Volatilität zu verzeichnen. Als sehr profitabel zeigen sich

seit dem Jahr 2015 Investitionen in Länder mit einem hohen Investitionsrisiko, die sich über die gesamte Betrachtungsperiode aber auch deutlich volatiler verhalten.