

Krisenwirkungen auf die Finanzverflechtungen im Euroraum

Jürgen Matthes / Simon Rother, November 2012

Vor dem Jahr 2008 kam es auf den Finanzmärkten des Euroraums zu einem Integrationsboom, der auch durch die gemeinsame Währung bedingt war. Die zunehmende finanzielle Verflechtung wurde teils durch die globale Finanzkrise, teils durch die Staatsschuldenkrise in Europa gestoppt und partiell wieder rückgängig gemacht. Dies wird aus der Betrachtung der Zahlungsbilanzen der Eurostaaten ersichtlich. Ferner kam es im Zuge eines Rückzugs ausländischer Investoren aus Staatsanleihen vieler Eurostaaten auch zu einer teilweisen Desintegration des Finanzmarktes. Diese wurde in erster Linie getrieben von der Staatsschuldenkrise in Ländern des Euroraums und konzentriert sich auf Griechenland, Italien, Irland und Spanien. Darüber hinaus fand vor allem bei den Bankenverflechtungen innerhalb des Euroraums seit dem Jahr 2008 eine flächendeckende Desintegration statt, bei der Forderungen gegenüber dem Ausland massiv abgebaut wurden. Der Grad der finanziellen Integration ist jedoch nach wie vor höher als 1999.

Stichwörter: Finanzmarkt, Integration, Staatsschuldenkrise

JEL-Klassifikation: F34, F36, G01, O52

Problemstellung

Der Grad der finanziellen Integration im Euroraum hat sich in den vergangenen Jahren vermindert. Die nach der Einführung des Euro erzielten Fortschritte – und auch der damit verbundene Nutzen – gingen teilweise wieder verloren (EZB, 2012). Eine gestiegene Liquidität, ein höherer Wettbewerb, eine effizientere Kapitalallokation und geringere Finanzierungskosten führten im Euroraum bereits kurz nach der Einführung des Euro zu einem um 1,1 Prozent höheren Bruttoinlandsprodukt (BIP) und zu einer um 0,5 Prozent höheren Beschäftigung. Dies birgt bei vollständiger Finanzintegration weitere Potenziale (Giannetti et al., 2002; London Economics, 2002).

Bereits nach dem Konkurs von Lehman Brothers im Herbst 2008 kam es zu grundlegenden Veränderungen in den Kapitalströmen zwischen den Ländern des Euroraums. Mit der Schuldenkrise im Euroraum hat sich diese Entwicklung vor allem mit Blick auf die Krisenländer des Euroraums weiter verschärft. Die vorliegende Studie vermisst die finanziellen

Verflechtungen im Euroraum im Zeitablauf und lenkt dabei die Aufmerksamkeit auf deren Rückgang am aktuellen Rand.

Vermessung der Finanzmarktintegration

Grundsätzlich sind zwei Ansätze zur Messung finanzieller Integration zu unterscheiden:

- Die Betrachtung von Preisen stellt die erste Möglichkeit dar. In einem vollständig integrierten Finanzmarkt sollten sich alle Teilnehmer in verschiedenen Ländern grundsätzlich den gleichen Finanzmarktpreisen gegenübersehen.
- Die zweite Möglichkeit liegt in der Quantifizierung grenzüberschreitender Forderungen und Verbindlichkeiten, also der volumenbezogenen Betrachtung der finanziellen Verflechtung.

Die Europäische Zentralbank (EZB) verfolgt in ihrem jährlichen Bericht zur Finanzmarktintegration vornehmlich den preisbasierten Ansatz. Dabei geht sie auch auf die Triebkräfte der Integration in Form eines einheitlichen politischen, rechtlichen, institutionellen und organisatorischen Finanzmarktrahmens ein (Baele et al., 2004). Mit Beginn der Währungsunion verschwanden zum einen die Divergenzen bei den Geldmarktzinsen zwischen den Euroländern fast vollständig. Ein ähnliches, aber nicht ganz so stark nivellierendes Bild, ergibt sich zum anderen bei den Unterschieden der Staatsanleihezinsen.

Eine sich schnell entfaltende Finanzmarktintegration im Euroraum wird auch in den folgenden Studien festgestellt: Pagano und Thadden (2004), Jappelli und Pagano (2008) sowie Laopodis (2008) betrachten bei ihren preisbasierten Analysen den Anleihenmarkt. Den Fokus auf den Aktienmarkt legen Kim, Moshirian und Wu (2006). Sowohl preis- als auch volumenbasierte Aspekte berücksichtigen Lane und Wälti (2006) sowie die EZB (2011). Die Studien kommen im Vergleich zu mengenbasierten Untersuchungen teilweise zu unterschiedlichen Einschätzungen über das Ausmaß der erreichten Finanzmarktintegration. Über den grundsätzlich deutlich zunehmenden Trend herrscht jedoch Einigkeit. Auch bei der Betrachtung des Volumens grenzüberschreitender Forderungen und Verbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP bestätigt sich dieser Trend. Darüber hinaus lässt sich feststellen, dass diese Größen in den europäischen Ländern deutlich schneller steigen als in den außereuropäischen Ländern (Lane/Milesi-Ferretti, 2008). Diese Entwicklung ist zu signifikanten Teilen auf die Einführung des Euro zurückzuführen (Pels, 2010). Eine umfassendere ökonomische Betrachtung der Triebkräfte der finanziellen Integration liefern Schmitz und Hagen (2011).

Konzeption der Studie

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, die finanziellen Verflechtungen innerhalb des Euroraums mit dem mengenbasierten Ansatz darzustellen und dabei besonders auf die Entwicklungen seit Beginn der globalen Finanzmarktkrise einzugehen. Um dabei sämtliche relevanten Kapitalströme zu berücksichtigen, sollten idealerweise Zahlungsbilanzdaten verwendet werden. Doch liefern die Zahlungsbilanzstatistiken von Eurostat und die der einzelnen Euroländer keine oder nur lückenhafte Daten für die Entwicklung der finanziellen Verflechtungen innerhalb des Euroraums, sodass sich daraus kein repräsentatives Gesamtbild ableiten lässt. Aufgrund dieser Datenlage hat die Studie drei Abschnitte:

- Zunächst werden die Zahlungsbilanzdaten der Euroländer betrachtet, allerdings aufgrund der Datenlage nur gegenüber der gesamten Welt.
- Danach wird der Fokus auf den im öffentlichen Interesse liegenden Staatsanleihenmarkt gelegt, da Staatsanleihen weitgehend innerhalb Europas gehandelt werden (Merler/Pisani-Ferry, 2012).
- Im letzten Schritt werden die grenzüberschreitenden Forderungen ausländischer Banken betrachtet. Hierbei erlauben es die Daten, ausschließlich finanzielle Verflechtungen innerhalb des Euroraums zu betrachten. Allerdings umfasst diese letzte Betrachtung nur einen Ausschnitt der gesamten Kapitalströme.

Durch die Berücksichtigung aller drei Perspektiven sollte sich ein hinreichend repräsentatives Bild der tatsächlichen Entwicklung der finanziellen Verflechtung innerhalb des Euroraums zeichnen lassen.

Kapitalverkehr in Krisenzeiten

Die Analyse der Zahlungsbilanzen der Länder des Euroraums umfasst den Zeitraum 1999 bis 2011. Hierfür werden aus Gründen der internationalen Vergleichbarkeit und der einheitlichen Gliederung Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF) genutzt. Diese umfassen (mit Stand Oktober 2012) noch keine Zahlen für 2012. Im Fall von Irland sind die Daten in sich nicht konsistent und bleiben daher im Weiteren unberücksichtigt. Eine tiefergehende Aufschlüsselung der einzelnen Positionen der Zahlungsbilanz ist zudem nicht durchgängig für alle Länder möglich. Dies gilt für Belgien, Österreich oder Luxemburg. Für die hier folgendermaßen definierten GIPS-Länder (Griechenland, Italien, Portugal und Spanien) gilt diese Einschränkung nicht.

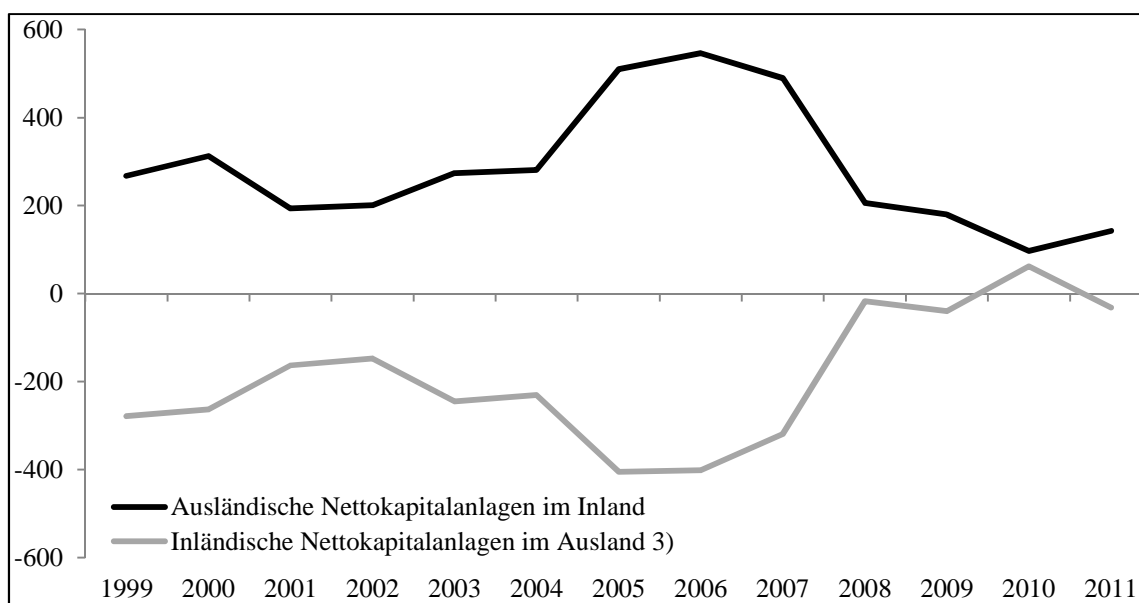
Eine zentrale Entwicklung in den vier Krisenstaaten lässt sich aus Abbildung 1 ablesen, welche die zusammengefassten (privaten und staatlichen) Nettokapitalanlagen darstellt. Zum Kapitalverkehr gehören Direktinvestitionen, festverzinsliche Wertpapiere, Aktien, Bankkredite, Handelskredite, Finanzderivate und Währungsreserven. Unter Nettokapital-

anlagen wird der Saldo aus Abflüssen und entsprechenden Rückflüssen entweder bezogen auf die inländischen Anlagen im Ausland oder den Saldo aus Zuflüssen und entsprechenden Rückflüssen bei den ausländischen Anlagen im Inland verstanden. Da die betrachteten Nettokapitalanlagen Stromgrößen sind, beschreibt eine Annäherung der Graphen an die Nulllinie eine Verlangsamung des Wachstums der finanziellen Verflechtung. Ein positiver (negativer) Wert bei den ausländischen Anlagen im Inland (inländischen Anlagen im Ausland) entspricht ungeachtet von Bewertungsdifferenzen jeweils immer noch einem Zuwachs der korrespondierenden Bestandsgröße und damit einem höheren Ausmaß der gesamten Verflechtung. Im Zeitraum 1999 bis 2006 kam es insgesamt zu einer starken Zunahme der Finanzintegration, wenngleich dies jeweils in erster Linie im Zeitraum 2004 bis 2006 zu beobachten war. Beispielsweise betrugen die Kapitalzuflüsse (ausländische Nettokapitalanlagen im Inland) in die GIPS-Staaten im Jahr 1999 noch 267 Milliarden Euro, im Maximum im Jahr 2006 aber 546 Milliarden Euro. Auch bei den Kapitalabflüssen (inländische Nettokapitalanlagen im Ausland) ist eine ähnliche Entwicklung zu beobachten.

Abbildung 1

Kapitalverkehr der GIPS-Staaten

Nettokapitalanlagen¹⁾ der GIPS-Staaten²⁾ in Milliarden Euro



1) Nettokapitalanlagen: Saldo aus Abflüssen (Zuflüssen) und den entsprechenden Rückflüssen bei inländischen Anlagen im Ausland (ausländischen Anlagen im Inland). 2) GIPS: Griechenland, Italien, Portugal, Spanien. 3) Zunahme mit negativen Vorzeichen.

Quellen: IMF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Mit Zuspitzung der Finanzkrise nach dem Konkurs von Lehman Brothers im Herbst 2008 fand eine Umkehr dieser Trends statt. Die Kapitalflüsse fielen ab dem Jahr 2008 deutlich niedriger aus. Allerdings kam es in der Gesamtschau der GIPS-Staaten (außer bei den Ka-

pitalabflüssen im Jahr 2010) nicht zu einer Desintegration, also einem absoluten Rückgang der finanziellen Verflechtung, sondern nur zu einem deutlich langsameren Wachstum.

Die Tabelle legt allerdings dar, dass es in den GIPS-Staaten in einzelnen Jahren zu einem Rückgang der finanziellen Verflechtungen auf beiden Seiten der Kapitalbilanz kam. Der Rückgang war in Portugal und Griechenland besonders hoch. Die Felder sind in den Jahren 2010 und 2011 jeweils mit umgekehrten Vorzeichen besetzt. Auch in Deutschland zogen ausländische Investoren im Jahr 2009 Kapital in einer Größenordnung von 113 Milliarden Euro ab. Lediglich in Finnland, Luxemburg und der Slowakischen Republik ist kein Bruch im finanziellen Integrationsprozess zu erkennen.

Tabelle

Partielle Desintegration in den Kapitalbilanzen

Angaben¹⁾ für die Länder des Euroraums²⁾ in Milliarden Euro

	Ausländische Nettokapitalanlagen im Inland				Inländische Nettokapitalanlagen im Ausland			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Deutschland		-113,1						
Estland		-0,2		-0,8				
Finnland								
Frankreich								42,4
Griechenland			-9,1	-1,5			20,2	9,9
Italien	-4,2				41,0			
Luxemburg								
Malta		-1,3				1,6		
Österreich		-20,8	-25,1			9,8	24,1	
Portugal			-4,4	-39,1	19,0	5,3	20,9	34,4
Slowakische Republik								
Slowenien			-0,2				0,4	
Spanien							23,6	
Zypern			-9,2	-2,1			10,7	3,7

1) Ausländische Anlagen im Inland: negative Zahlen bedeuten im Saldo einen Abzug des zuvor im Inland angelegten ausländischen Kapitals ins Ausland; inländische Anlagen im Ausland: positive Zahlen bedeuten im Saldo einen Abzug des zuvor im Ausland angelegten inländischen Kapitals ins Inland. 2) Auf die Daten für die Niederlande wurde wegen Sondereffekte verzichtet. Die Aufgliederung für Belgien ist nicht möglich.

Quellen: IMF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

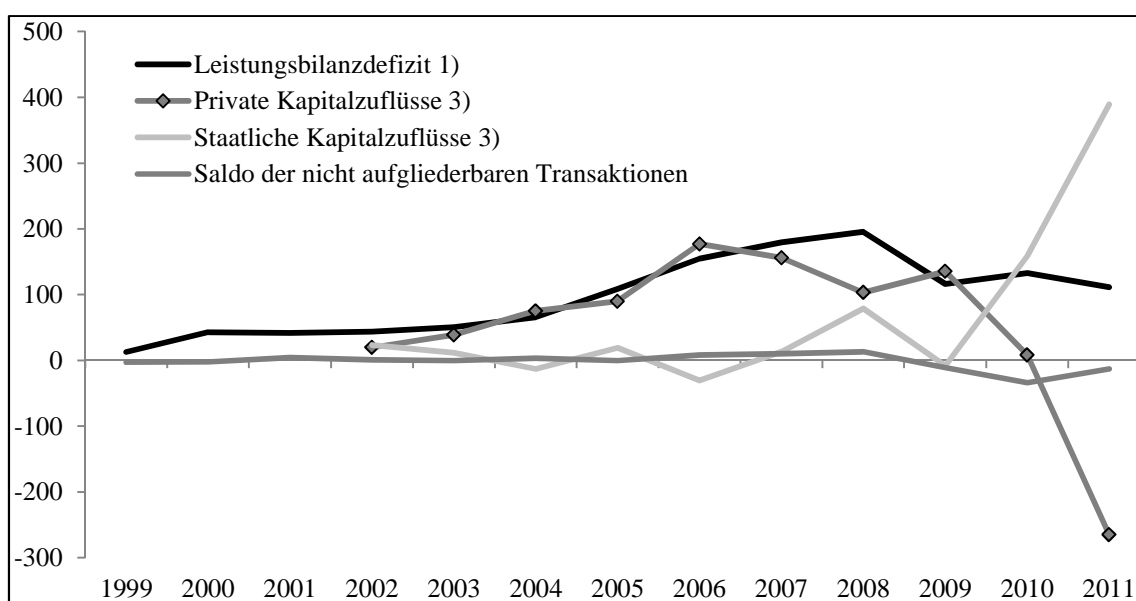
Ersatz privater durch staatliche Kapitalzuflüsse

Die Daten der Zahlungsbilanzstatistik erlauben eine weitere Aufgliederung der Kapitalströme. Dabei wird erneut auf die hier definierten GIPS-Staaten fokussiert, weil diese Länder schon vor der Krise zumeist erhebliche Leistungsbilanzdefizite verzeichneten (Busch/Grömling/Matthes, 2011). Abbildung 2 stellt dar, inwieweit die Leistungsbilanzdefizite dieser Länder durch private und staatliche Kapitalzuflüsse finanziert wurden. Dabei werden die ausländischen Kapitalanlagen im Inland mit den inländischen Nettokapitalanlagen im Ausland saldiert. Die Vermögensübertragungen, die nicht als privat oder staatlich klassifizierbar sind, werden dem Leistungsbilanzdefizit zugerechnet. Dieses wird zudem wegen einer besseren Anschaulichkeit positiv normiert. Ein positiver Wert für den Leistungsbilanzsaldo in der Abbildung entspricht somit einem Leistungsbilanzdefizit.

Abbildung 2

Finanzierung des GIPS-Leistungsbilanzdefizits

Leistungsbilanzsaldo¹⁾ und Kapitalverkehr der GIPS-Länder²⁾ in Milliarden Euro



1) Leistungsbilanz mit umgekehrtem Vorzeichen und um Vermögensübertragungen ergänzt. Daten für die Kapitalflüsse in Griechenland erst ab 2002 verfügbar. 2) GIPS: Griechenland, Italien, Portugal, Spanien. 3) Saldo aus ausländischen Nettokapitalanlagen im Inland und inländischen Nettokapitalanlagen im Ausland.

Quellen: IMF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Bis 2007 erfolgte die Finanzierung der steigenden Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder insgesamt weitgehend über private Nettokapitalzuflüsse. Ab dem Jahr 2008 – und somit schon im Zuge der Verschärfung der globalen Finanzkrise – änderte sich dies temporär. Nach einer Erholung im Jahr 2009 kam es zu einer Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Euroraum: Im Jahr 2010 konnte noch ein geringer privater Zufluss in Höhe von gut 8 Milliarden Euro verbucht werden. Danach erodierte das Vertrauen der privaten Investo-

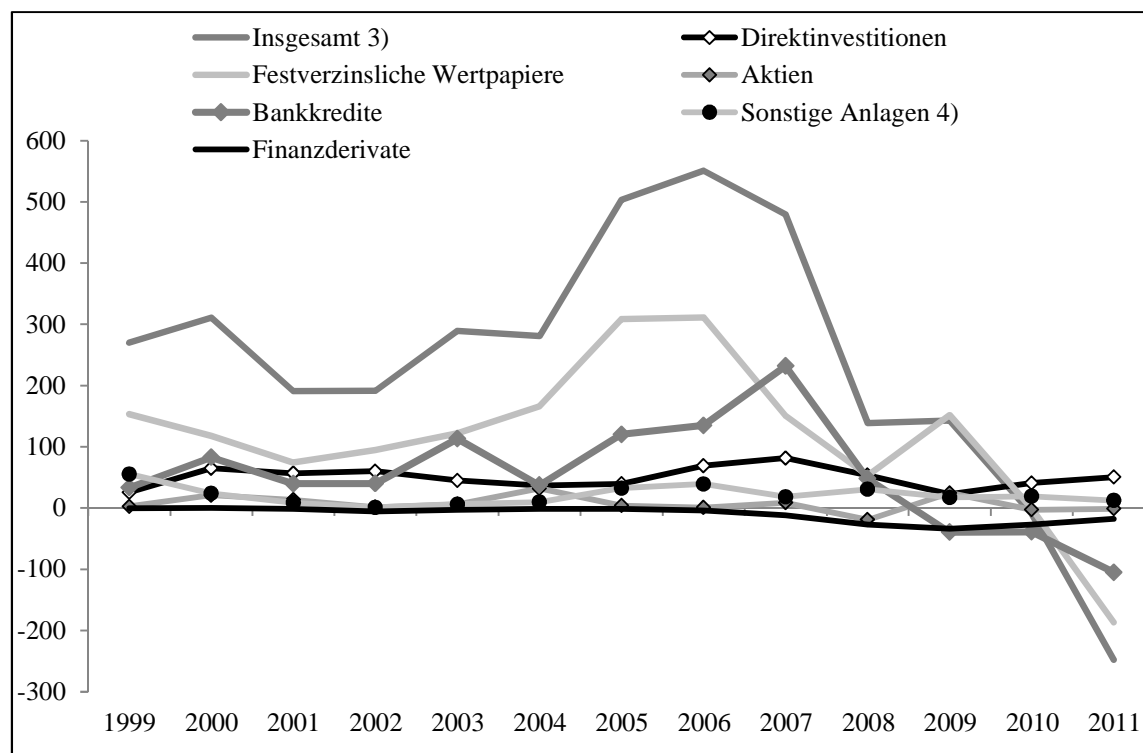
ren in die Kreditwürdigkeit und Wirtschaftskraft der Krisenländer. In der Folge flossen im Jahr 2011 per saldo 265 Milliarden Euro an privaten Mitteln aus den GIPS-Ländern ab. Die zuvor in der Gesamtsicht nicht sichtbar gewordene Kapitalflucht existiert demnach in Bezug auf privates Kapital. Auf privater Seite ist es somit zu einer erheblichen Desintegration der Finanzverflechtung gekommen. An die Stelle privater Kapitalzuflüsse rückte der staatliche Kapitalverkehr. Dies war notwendig, um die zwar geringer werdenden, aber anhaltenden Leistungsbilanzdefizite weiter finanzieren zu können.

Dieser Befund gilt für die Nettobetrachtung der Kapitalströme. Dabei ist bereits berücksichtigt, dass die Krisenländer geringere Kapitalzuflüsse aus dem Ausland partiell durch niedrigere Kapitalabflüsse aus dem Inland kompensierten. Dadurch wurde ein noch größerer Einbruch der Nettokapitalzuflüsse verhindert. Zwischen 2005 und 2008 verringerten sich die privaten Kapitalabflüsse (inländische Nettokapitalanlagen im Ausland) aus den GIPS-Staaten um fast 380 Milliarden Euro auf rund 35 Milliarden Euro. Danach setzte sich der Rückgang unter Schwankungen moderat fort.

Abbildung 3

Privater Kapitalverkehr der GIPS-Länder

Kapitalzuflüsse¹⁾ der GIPS-Länder²⁾ in Milliarden Euro



1) Saldo aus ausländischen Nettokapitalanlagen im Inland und inländischen Nettokapitalanlagen im Ausland. 2) GIPS: Griechenland, Italien, Portugal, Spanien. 3) Private ausländische Nettokapitalanlagen im Inland. 4) Einschließlich Handelskredite.

Quellen: IMF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Den gravierenden Einbruch der privaten Kapitalzuflüsse in die GIPS-Staaten gliedert Abbildung 3 weiter auf. Sie zeigt, dass der private Kapitalabzug und damit die Desintegration vor allem bei Bankkrediten und festverzinslichen Wertpapieren stattfanden. Die Kapitalströme der übrigen Kategorien – insbesondere die der Direktinvestitionen – sind deutlich stabiler. In den einzelnen Krisenstaaten ist die Entwicklung der privaten Kapitalströme recht homogen. Lediglich die Finanzderivate stellen in Portugal neben den Schuldverschreibungen und Bankkrediten einen weiteren Weg dar, auf dem der Rückzug privaten ausländischen Kapitals stattfand.

Die Abbildungen 2 und 3 illustrieren, dass es aufgrund des Rückzugs privater Investoren ohne substituierende staatliche Kapitalzuflüsse in den GIPS-Ländern zu gravierenden Zahlungsbilanzkrisen gekommen wäre. In deren Gefolge hätten die Leistungsbilanzdefizite – ähnlich wie in den baltischen Staaten – durch abrupte, starke Importschrumpfungen und die damit einhergehenden sehr tiefen Wirtschaftseinbrüche kurzfristig abgebaut werden müssen. Abbildung 4 zeigt die unterschiedlichen Formen staatlicher Kapitalzuflüsse in die GIPS-Staaten und veranschaulicht die herausragende Bedeutung, die dem Eurosystem in diesem Zusammenhang zukommt. Dieses hat das Leistungsbilanzdefizit der GIPS-Länder und die Finanzierungslücke, die durch den privaten Kapitalabfluss entstand, allein im Jahr 2011 mit 332 Milliarden Euro finanziert. Dies spiegelt sich nahezu vollständig in zunehmenden (negativen) Target2-Salden der Notenbanken in den Krisenländern wider. Das Target-Phänomen wird in der ökonomischen Debatte kontrovers diskutiert (Sinn/Wollmershäuser, 2011; Whelan, 2012). Demgegenüber erscheinen die übrigen staatlichen Kapitalzuflüsse, in denen sich die nicht gesondert ausgewiesenen Hilfskredite des Rettungsschirms Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) niederschlagen, weniger bedeutsam. Die Hilfskredite des IWF an Griechenland (2010 und 2011 jeweils rund 10 Milliarden Euro) und Portugal (2011 rund 13 Milliarden Euro) sind hier in der Kategorie Währungsreserven und zugehörige Posten verbucht, in denen allerdings auch begrenzte Veränderungen in den Währungsreserven enthalten sind.

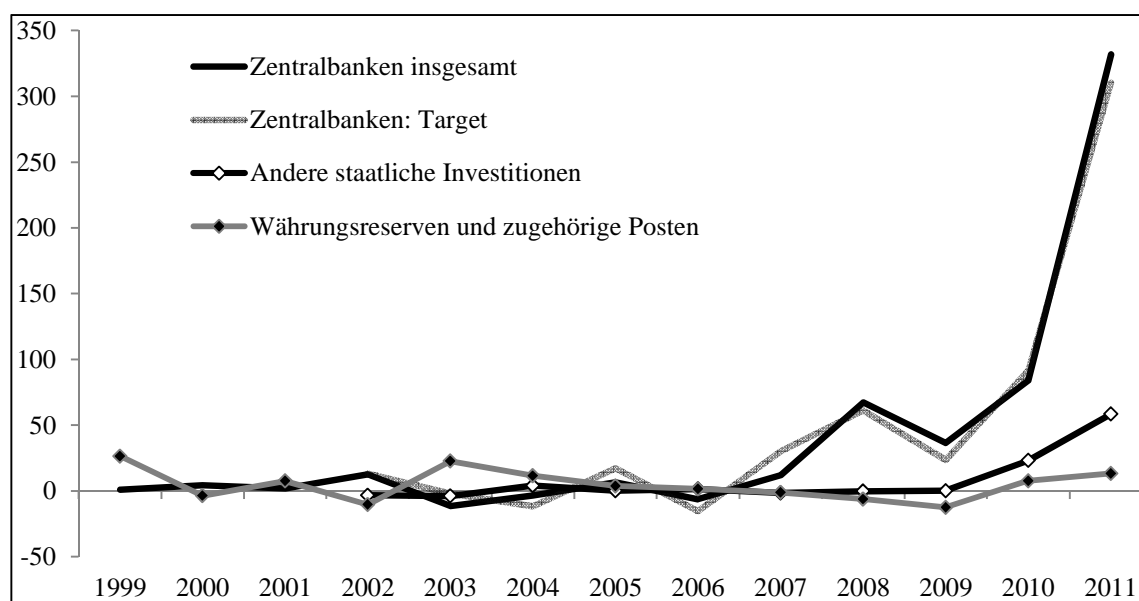
Beim Vergleich der einzelnen GIPS-Länder fällt auf, dass sich die Entwicklungen in Spanien und Italien von denen in Griechenland und Portugal unterscheiden: In Letzteren begann der Aufbau der Target2-Verbindlichkeiten bereits 2008. Im Jahr 2011 setzte er sich in Griechenland in deutlich verlangsamter Form fort und kam in Portugal bereits zum Erliegen. In Spanien und Italien erfolgte der massive Aufbau dieser Verbindlichkeiten erst 2011. Da beide Staaten keine Kredite von der EFSF oder dem IWF in Anspruch nahmen, ist hier die Rolle der Währungsreserven und sonstiger ausländischer staatlicher Kapitalzuflüsse für die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits vernachlässigbar.

Die Entwicklung der staatlichen und privaten Kapitalströme in den meisten übrigen Ländern des Euroraums stellt sich tendenziell umgekehrt dar, wengleich in unterschiedlichem Ausmaß. In der Nettobetrachtung fließt mehr privates Kapital als zuvor aus dem Ausland zu (z. B. in den Niederlanden, in Finnland, Luxemburg, partiell in Frankreich) oder inländisches Kapital in geringerem Maße hinaus (z. B. in Deutschland und Österreich). Staatliches Kapital strömt dagegen fast durchweg stärker als zuvor aus dem Inland heraus. Vor allem in Deutschland, aber auch in einigen anderen Staaten spielen dabei positive Target2-Salden der Notenbanken eine zentrale Rolle. Neben den Leistungsbilanzüberschüssen dieser Länder spiegelt sich darin auch wider, dass es am Interbankenmarkt des Euroraums zu einer Renationalisierung gekommen ist.

Abbildung 4

Staatlicher Kapitalverkehr der GIPS-Länder

Kapitalzuflüsse¹⁾ der GIPS-Länder²⁾ in Milliarden Euro



1) Ausländische staatliche Nettokapitalanlagen im Inland. 2) GIPS: Griechenland, Italien, Portugal, Spanien.
Quellen: IMF; Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Auch Deutschland blieb vom Rückgang der Kapitalflüsse nicht verschont. Im Jahr 2008 kam es bei den gesamten privaten und staatlichen Kapitalströmen zu einem drastischen Rückgang beim Wachstum von Forderungen und Verbindlichkeiten. Im Jahr 2009 wurde sogar ein Abzug ausländischen Kapitals verzeichnet. Ein diesbezüglicher Rebound in 2010 wurde 2011 wieder umgekehrt. Somit ist in dieser Gesamtschau bis 2011 die häufig in der öffentlichen Diskussion postulierte Rolle Deutschlands als sicherer Hafen für Kapital nicht zu erkennen. Auch bei der Betrachtung privater Forderungen und Verbindlichkeiten war bis 2011 kein beschleunigter Kapitalzufluss zu beobachten.

Die Zahlungsbilanzdaten der Deutschen Bundesbank zeigen, dass sich dies am aktuellen Rand wieder geändert hat. Im Zeitraum Januar bis August 2012 war ein deutlicher Zuwachs bei den Forderungen und Verbindlichkeiten zu beobachten. Am markantesten sind die Verbindlichkeiten in Höhe von 287 Milliarden Euro gestiegen. Der Kapitalzufluss fand primär bei den Krediten und Bankguthaben statt. Dahinter kann das Motiv des sicheren Hafens stehen. Bei genauerer Betrachtung dieser Posten zeigt sich jedoch, dass das Kapital kaum aus dem Euroraum, sondern vor allem aus dem Vereinigten Königreich stammt. Von dort fließt zwar seit Einführung des Euro zunehmend Geld nach Deutschland, allerdings hauptsächlich in Form von Wertpapieren. Ob der jüngste Zufluss auch bei Krediten und Bankguthaben das Bild von Deutschland als sicherem Hafen rechtfertigt, lässt sich mit den verfügbaren Daten derzeit nicht abschließend klären.

Gläubigertausch bei Staatsanleihen der GIIS-Länder

Neben den gesamten Kapitalströmen gemäß der Zahlungsbilanzstatistik sind auch die Entwicklungen der Finanzanlagen in Staatsanleihen von besonderem Interesse. Sie werden hier mithilfe einer umfangreichen Datenbank des Forschungsinstituts Bruegel vermessen (Merler/Pisani-Ferry, 2012). Die Datenbank umfasst derzeit zwölf Länder und liefert teilweise Daten erst ab dem Jahr 2001. Die aktuellsten Angaben erstrecken sich im Gegensatz zu denen der Zahlungsbilanzstatistik des IWF zumeist bis zum ersten Quartal 2012. Eine Betrachtung rein innereuropäischer Verflechtungen ist anhand der verfügbaren Daten nicht möglich. Jedoch kann untersucht werden, ob es aus einer globalen Perspektive zu einer Renationalisierung der Märkte gekommen ist. Zum anderen stammen die Gläubiger der Staatsanleihen von Eurostaaten selbst zum überwiegenden Teil aus dem Euroraum. Eine Ausnahme hiervon bilden Deutschland und Frankreich, deren Staatsanleihen in starkem Ausmaß auch weltweit gehandelt werden (Merler/Pisani-Ferry, 2012). Anders als in der Zahlungsbilanzstatistik handelt es sich hier nicht um Stromgrößen (jährliche grenzüberschreitende Kapitalströme), sondern um Bestandsgrößen. Wird von Bewertungsänderungen abgesehen, dann kann ein absoluter Rückgang der ausländischen Anlagen als ein Rückzug ausländischer Investoren interpretiert werden.

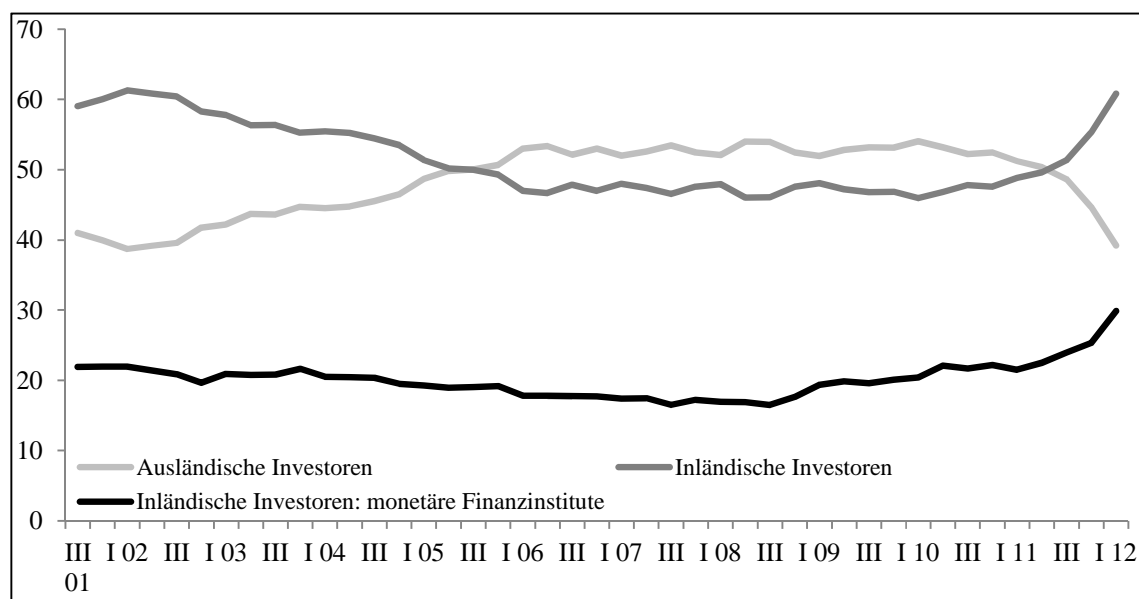
In Abbildung 5 ist die prozentuale Verteilung der Investitionen in Staatsanleihen der GIIS-Staaten (Griechenland, Italien, Irland, Spanien) von inländischen und ausländischen Investoren auf Quartalsbasis dargestellt. Die monetären Finanzinstitute, zu denen auch die Zentralbank gehört, zählen dabei zu den inländischen Investoren. Portugal wird zunächst nicht in diese aggregierte Betrachtung einbezogen, da für dieses Land nur Daten auf Jahresbasis vorliegen und somit die aktuellsten Entwicklungen nicht dargestellt werden können. Obwohl Portugal auf Basis der vorliegenden Daten eine leicht abweichende Entwicklung

aufweist, wird die Aussagekraft der Abbildung durch seine fehlende Berücksichtigung nicht wesentlich beeinträchtigt. Sein Anteil an den von den GIIPS-Staaten (GIIS-Länder plus Portugal) begebenen Staatsanleihen beträgt derzeit lediglich 7 Prozent.

Abbildung 5

Investoren in Staatsanleihen der GIIS-Staaten

Besitzanteil der ausländischen und inländischen Investitionen von Staatsanleihen der GIIS-Staaten¹⁾ in Prozent



1) GIIS: Griechenland, Irland, Italien, Spanien.

Quellen: Bruegel; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

 Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Auffällig ist eine dreigeteilte Entwicklung: Ausgehend von einem Anteil ausländischer Investoren in den GIIS-Staaten von gut 40 Prozent im Jahr 2001 stieg diese Quote im Zeitraum 2002 bis 2006 stetig an und überschritt im Jahr 2005 die 50-Prozent-Schwelle. Danach blieb der Anteil der Ausländer bis Anfang 2010 bei knapp 55 Prozent in etwa konstant. Seitdem sank er wieder und unterschritt seit dem dritten Quartal 2011 jenen der Inländer. Ab diesem Zeitpunkt beschleunigte sich der Rückgang zudem. Im Gegensatz zu den Desintegrationstendenzen gemäß der Zahlungsbilanzangaben, die im Herbst 2008 begannen, hat die beschriebene Trendwende auf dem Staatsanleihenmarkt erst mit der Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 eingesetzt. Zu diesem Zeitpunkt wurde die Griechenlandkrise akut und der Rettungsschirm EFSF wurde geöffnet. Die Beschleunigung des Rückzugs ausländischer Investoren ab dem dritten Quartal 2011 steht in Verbindung mit dem Überspringen der Schuldenkrise auf die beiden großen Länder Italien und Spanien.

Im Gegensatz zu dem verlangsamten Aufbau finanzieller Verflechtungen in der Gesamtschau der Zahlungsbilanzstatistik handelte es sich beim Staatsanleihenmarkt um eine tat-

sächliche Abnahme der grenzüberschreitenden Verflechtungen und damit um eine Renationalisierung. Inländer fungieren wieder stärker als Käufer auf diesem Markt. Nicht nur der Anteil ausländischer Investoren nahm ab, sondern es kam seit dem ersten Quartal 2010 bis zum aktuellen Rand auch zu einem absoluten Rückgang bei gehandelten Staatsanleihen der GIIS-Länder in Höhe von rund 350 Milliarden Euro. Diese Entwicklung findet trotz steigender Gesamtschulden statt. In Griechenland fiel der Rückgang des absoluten Engagements der Ausländer im Verhältnis zu der maximalen Höhe der Gesamtschulden besonders groß aus, wofür in erster Linie der Schuldenschnitt im März 2012 verantwortlich war.

In allen vier Krisenländern ersetzten einheimische Investoren – und dabei vor allem Geschäftsbanken und in geringem Umfang auch die nationalen Zentralbanken – das abgezogene ausländische Kapital. Bereits unmittelbar nach dem Konkurs von Lehman Brothers, also seit dem vierten Quartal 2008, stieg der Anteil der monetären Finanzinstitute von 16,5 Prozent nahezu stetig auf fast 30 Prozent an. Der beschleunigte Anstieg in den letzten beiden abgebildeten Quartalen dürfte im Zusammenhang mit den langfristigen Refinanzierungsgeschäften der EZB Mitte Dezember 2011 und Anfang März 2012 im Gesamtbruttovolumen von rund 1 Billion Euro stehen. Das zusätzliche Kapital nutzten die Geschäftsbanken offenbar teilweise für Käufe von Staatsanleihen ihres eigenen Souveräns. Dahinter dürfte in erster Linie das Motiv stecken, diese Staatsanleihen als Sicherheiten bei der EZB zu hinterlegen, um so das Risiko von Liquiditätsengpässen und einer Kreditklemme im eigenen Land zu vermindern. Außerdem sind Staatsanleihen nach den Vorschriften von Basel III weiterhin in aller Regel nicht mit Eigenkapital zu unterlegen. Mit dem immer stärkeren Engagement der Banken in heimische Staatsanleihen wurde die in der Krise verhängnisvolle Staat-Banken-Abhängigkeit (Barth/Prabhavivadhana/Yun, 2011) weiter gestärkt und somit eine potenzielle Belastung für die Zukunft aufgebaut.

In Portugal ist der Anteil ausländischer Investoren in Staatsanleihen seit 2000 deutlich stärker gestiegen als in den übrigen Krisenländern. Er betrug zwischenzeitlich 77 Prozent. Allerdings kam es auch hier in 2010 zu einem vorübergehenden Rückgang des ausländischen Engagements. Im Gegensatz zu den GIIS-Staaten setzte sich dieser in 2011 jedoch nicht fort. Eine Erklärung hierfür ist nicht erkennbar. Ob sich Portugal in diesem Aspekt dauerhaft von der Entwicklung der anderen Krisenländer unterscheiden wird, bleibt abzuwarten.

Die Renationalisierung des Staatsanleihenmarktes betrifft nicht alle Euroländer. Zwar weisen Belgien und die Niederlande eine ähnliche Tendenz auf, jedoch fällt diese deutlich schwächer aus. Nicht vorzufinden ist eine solche Entwicklung in Frankreich und Finnland.

Hier ist das Verhältnis der Herkunft der Investitionen seit Beginn der Krisen im Jahr 2008 weitgehend stabil. In Deutschland ist sogar eine gegenläufige Bewegung zu beobachten. Sowohl in der prozentualen als auch der absoluten Betrachtung steigt das Engagement ausländischer Investoren vor und nach Krisenbeginn nahezu kontinuierlich an. Dagegen nehmen die Anlagen einheimischer Investoren (einschließlich Banken) auch absolut fast stetig ab. Aus der hier eingenommenen globalen Perspektive spiegelt sich in dieser Entwicklung der Status der deutschen Staatsanleihen als sicherer Hafen für ausländische Anleger nur bedingt wider, weil die Nachfrage aus dem Ausland schon zuvor recht stetig gestiegen war und keine Trendänderung zu verzeichnen ist. Das verwundert, da sich offensichtlich das Phänomen des sicheren Hafens in den sehr niedrigen Renditen deutscher Staatsanleihen deutlich zeigt. Für die übrigen Euroländer sind keine Daten verfügbar. Allerdings erscheint der Ausschnitt repräsentativ genug, um behaupten zu können, dass es im Bereich des Staatsanleihenmarktes größtenteils zu einer Desintegration in Form einer Renationalisierung gekommen ist. Diese ist allerdings partieller Natur und konzentriert sich weitgehend auf die Krisenländer.

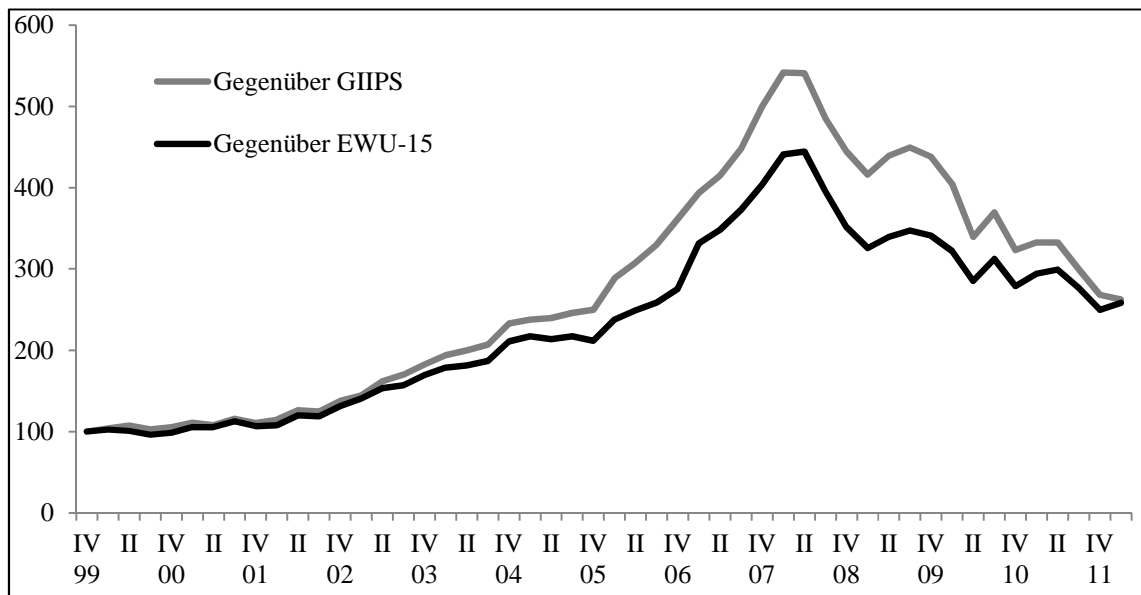
Entwicklung der Bankenverflechtung im Euroraum

Bei der Betrachtung der Zahlungsbilanzstatistik und des Staatsanleihenmarktes war es aufgrund der Datenlage nicht umsetzbar, die Kapitalverflechtungen der Euroländer untereinander abzubilden. Dies ermöglicht – zumindest recht weitgehend – die Statistik über die grenzüberschreitenden Bankenforderungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Hierbei handelt es sich ebenfalls um eine Bestandsstatistik. Um den Zeitraum ab 1999 bis zum ersten Quartal 2012 abdecken zu können, wurde auf die konsolidierten Bankenforderungen nach der Abgrenzung „immediate borrower“-Basis zurückgegriffen, da die aussagekräftigeren Daten auf der „ultimate risk“-Basis lediglich ab dem ersten Quartal 2005 verfügbar sind. Da die BIZ-Daten teilweise nicht vollständig sind, wurden sie in eng begrenztem Ausmaß und an Stellen von geringer quantitativer Relevanz mit eigenen Schätzungen auf Basis eines nicht linearen Interpolationsansatzes ergänzt. Damit ist es möglich, die Forderungen von Geschäftsbanken aus acht Euroländern (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien) gegenüber 15 Ländern des Euroraums (ohne Estland und Slowenien) zu berücksichtigen. Mit den BIZ-Daten werden zwar nur Bankenforderungen und somit nicht alle Kapitalströme erfasst, dafür ermöglichen sie es aber, die finanziellen Verflechtungen innerhalb des Euroraums abzubilden. Zudem liegt der Fokus auf Geschäftsbanken nahe, da die Krise Sorgen geweckt hat, Banken könnten durch die Einschränkung ihres grenzüberschreitenden Engagements eine Welle der De-Globalisierung mit fatalen Folgen für die Weltwirtschaft in Gang setzen (IMF, 2012).

Abbildung 6

Grenzüberschreitende Forderungen von Banken

Forderungen der Banken¹⁾ gegenüber der EWU-15²⁾ und den GIIPS-Ländern³⁾;
Index: 4. Quartal 1999 = 100



1) Forderungen von Banken aus Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien.

2) EWU-15: Euroraum ohne Estland und Slowenien. 3) GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien.

Daten vereinzelt durch Schätzungen vervollständigt.

Quellen: BIZ; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Abbildung 6 gibt eine Übersicht über die Entwicklung ausländischer Bankenforderungen gegenüber den GIIPS-Ländern und gegenüber den Ländern des Euroraums insgesamt. Seit Einführung des Euro ist das Volumen grenzüberschreitender Investitionen der Banken zunächst langsam, später mit zunehmender Geschwindigkeit angewachsen. Im dritten Quartal 2008 – also nach dem Konkurs von Lehman Brothers – gab es einen gravierenden Bruch. Die Banken in den acht betrachteten Euroländern zogen in erheblichem Maß grenzüberschreitendes Kapital aus den jeweils anderen Euroländern ab. Kurze zwischenzeitliche Erholungsphasen der Auslandsforderungen – etwa Mitte 2009 im Gefolge einer Entspannung der globalen Finanzkrise und nach dem Aufspannen des Rettungsschirms im zweiten Quartal 2010 – waren nicht von Bestand. Vielmehr setzte sich der abnehmende Trend im Zuge der ab Ende 2009 beginnenden Schuldenkrise im Euroraum fort. Insgesamt verringerten sich die Forderungen der Banken aus den acht betrachteten Euroländern zwischen dem zweiten Quartal 2008 und dem ersten Quartal 2012 gegenüber dem Euroraum um beträchtliche 42 Prozent, gegenüber den GIIPS-Ländern sogar um mehr als die Hälfte. Das Forderungsvolumen fiel somit auf das zur Mitte der vorigen Dekade erreichte Niveau.

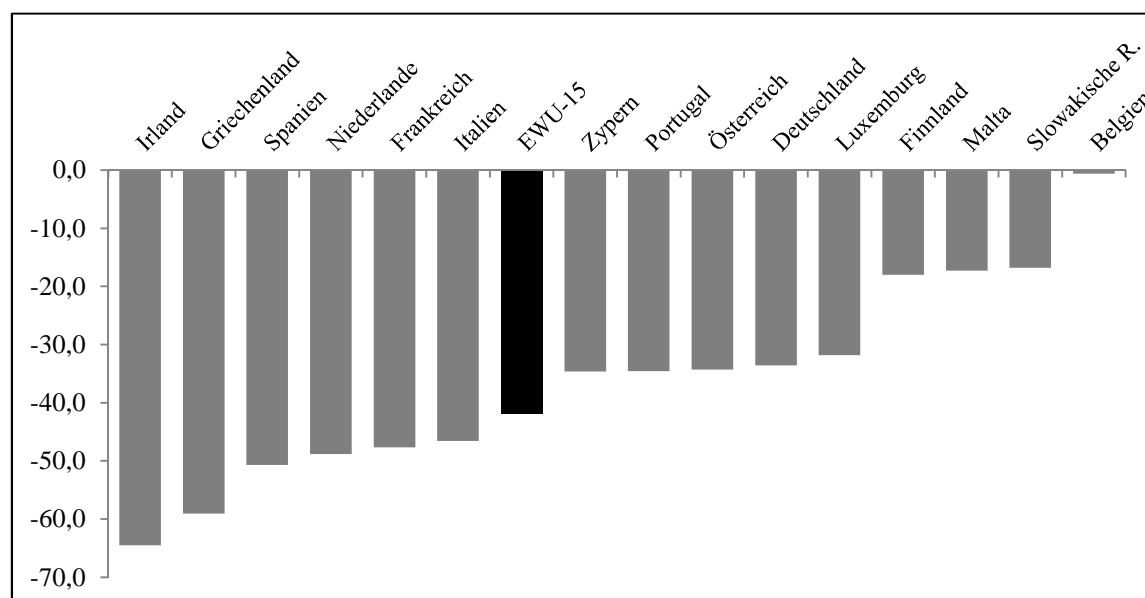
Im Gegensatz zu den Renationalisierungstendenzen auf den Staatsanleihenmärkten, die weitgehend auf die Krisenländer beschränkt sind, zeigt sich bei den Bankenforderungen

– in noch sehr viel deutlicherem Maß als bei den Daten der Zahlungsbilanzstatistik – das Bild einer finanziellen Desintegration, die den gesamten Euroraum umfasst. Abbildung 7 zeigt deutlich, dass die betrachteten Banken der acht ausgewählten Länder ihre Forderungen gegenüber allen erfassten Euroländern zwischen dem zweiten Quartal 2008 und dem ersten Quartal 2012 abbauten. Neben den Krisenländern (und Zypern) waren hiervon vor allem die Niederlande, Frankreich, Österreich, Deutschland und Luxemburg betroffen. Dort lag der Forderungsrückgang jeweils bei mindestens rund einem Drittel. Einzig die Forderungen gegenüber Belgien waren weitgehend nicht betroffen.

Abbildung 7

Abbau grenzüberschreitender Bankenforderungen

Veränderungen der Forderungen der Banken¹⁾ gegenüber der EWU-15²⁾ im Zeitraum 2. Quartal 2008 bis 1. Quartal 2012 in Prozent



1) Banken aus Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien. Daten vereinzelt durch Schätzungen vervollständigt. 2) EWU-15: Euroraum ohne Estland und Slowenien.

Quellen: BIZ; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

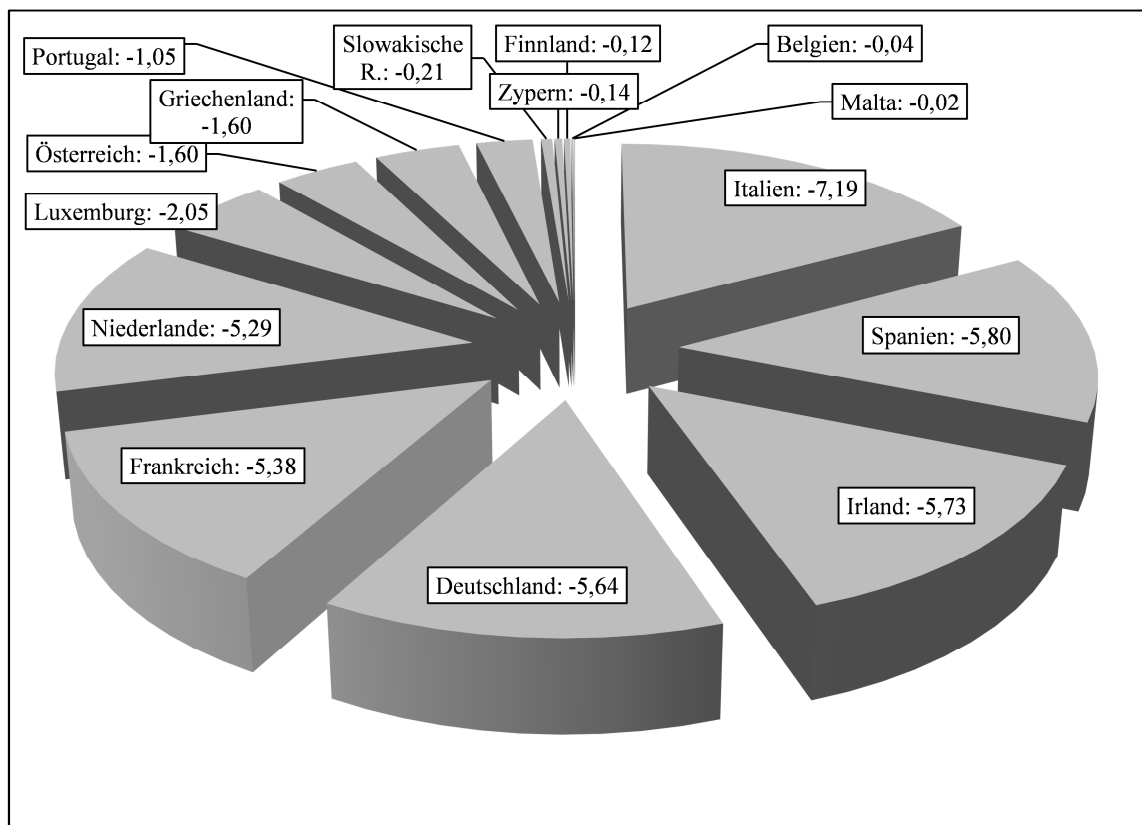
Auf alle erfassten 15 Länder des Euroraums bezogen, reduzierten die Banken der acht ausgewählten Euroländer ihre Forderungen insgesamt um 42 Prozent. Abbildung 8 veranschaulicht, auf welche Euroländer dieser Rückgang entfällt, wobei hier neben den in Abbildung 7 erfassten prozentualen Rückgängen auch das Volumen der ursprünglichen Bankenforderungen gegenüber den einzelnen Ländern mit einfließt. In Ländern mit einem hohen Anlagevolumen können auch vergleichsweise geringe Veränderungen einen merklichen Beitrag leisten. Es zeigt sich, dass neben den großen Ländern Italien und Spanien auch Irland stark zu dem gesamten Rückgang beitrug, weil es sich zu einem Holdingstand-

ort für Banken entwickelt hatte. Einen Beitrag zum gesamten Rückgang in ähnlicher Größenordnung kam darüber hinaus aus Deutschland, Frankreich und den Niederlanden.

Abbildung 8

Verteilung des Rückgangs internationaler Bankenforderungen

Anteil ausgewählter Länder an der gesamten Veränderung der Forderungen¹⁾ der Banken²⁾ gegenüber des Euroraums³⁾ im Zeitraum 2. Quartal 2008 bis 1. Quartal 2012 in Prozentpunkten



1) Gesamtrückgang der Forderungen der betrachteten Banken gegenüber der EWU-15: 41,84 Prozent. 2) Banken aus Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien. Daten vereinzelt durch Schätzungen vervollständigt.
3) EWU-15: Euroraum ohne Estland und Slowenien.
Quellen: BIZ; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Es ist auf Basis dieser Fakten offensichtlich, dass es im Bereich des Bankenmarktes des Euroraums zu einer Renationalisierung kam. Die Gründe dafür liegen in erster Linie darin, dass die Banken an der Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung der Krisenstaaten und damit auch an der Stabilität der Bankensysteme in diesen Ländern zweifeln. Eine Rolle spielen neben den durch staatliche Mittelzuflüsse kaschierten Zahlungsbilanzkrisen auch die Sorgen um mögliche Bank-Runs und Buchverluste, die die Finanzinstitute in den Krisenländern durch die Kursverluste der Staatsanleihen in ihrem Besitz hinnehmen mussten. Die Gründe für die Forderungsrückgänge gegenüber den Nicht-Krisenstaaten sind weniger offensichtlich. Teilweise dürften sie dadurch bedingt sein, dass etwa die deutschen und französischen Finanzakteure relativ stark in den Krisenländern engagiert waren und des-

halb als anfällig galten. Teils können auch die strengeren Eigenkapitalvorschriften (wegen begrenzter Möglichkeiten zur günstigen Eigenkapitalaufnahme) generell zu einem Kreditrisikoabbau (Deleveraging) der Banken beigetragen haben. Auch eine krisenbedingt zumindest temporär risikoscheuere und somit restriktivere Kreditvergabe bietet sich als Erklärung an.

Offene Fragen

Das Ausmaß der Veränderungen in den Kapitalströmen ist angesichts der kurzen Dauer dieses Prozesses beachtlich. Der Grad der finanziellen Verflechtung ist jedoch in vielerlei Hinsicht nach wie vor höher als 1999. Die Abnahme rechtfertigt es daher nicht, von einem Integrationscrash zu sprechen. Es bleibt einerseits abzuwarten, ob sich die Finanzintegration im Euroraum nach dem Ende der Staatsschuldenkrise im Euroraum wieder deutlich erholt. Dafür spricht der weiterhin hohe Grad an rechtlicher, institutioneller und organisatorischer Integration im Euro-Finanzmarkt (EZB, 2010). Andererseits muss mit Blick auf die deutlich weniger dynamische Entwicklung der Finanzverflechtungen in der übrigen Welt die Frage gestellt werden, ob sich im Euroraum vor Beginn der Krise eine Art finanzielle Integrationsblase aufgebaut hatte. Die globale Finanzkrise und die Schuldenkrise im Euroraum hätten dann lediglich eine überfällige Korrektur ausgelöst.

Die Frage, ob und in welchem Ausmaß es wieder zu einer Erholung der Finanzverflechtungen gerade mit Blick auf die Krisenstaaten kommen wird, ist wichtig für zahlreiche anstehende wirtschaftspolitische Weichenstellungen. Hier geht es vor allem um die Debatte über die Schaffung einer Bankenunion mit einer einheitlichen und starken Aufsicht über die (systemrelevanten) Banken des Euroraums und mit einheitlichen Regelungen für die konsequente Abwicklung von Banken (EZB, 2011). Beide Komponenten sind zu befürworten (Busch/Matthes, 2012). Unter dem Stichwort Bankenunion wird aber auch über die kurzfristige Einführung grenzüberschreitender Bankenrettungs- oder Einlagensicherungsfonds mit dahinter stehender Staatshaftung diskutiert. Die Befürworter halten diese Fonds für nötig, um die Renationalisierungstendenzen im EWU-Bankensystem zu vermindern und den Interbankenmarkt wiederherzustellen (Bruegel, 2012). Doch derartige Haftungsgemeinschaften bergen das Risiko erheblicher Fehlanreize für die Zukunft und sollten daher allein von den (systemrelevanten) Banken aufgebaut und getragen werden. Zur Lösung der aktuellen Bankenprobleme kann der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) und möglicherweise auch eine EWU-weite Bad-Bank-Lösung auf temporärer Basis beitragen (Hüther, 2012).

Literatur

- Baele, Lieven / Ferrando, Annalisa / Hördahl, Peter / Krylova, Elizaveta / Monnet, Cyril, 2004, Measuring Financial Integration in the Euro Area, Frankfurt am Main
- Barth, James / Prabhavivadhana, Apanard / Yun, Greg, 2012, The Eurozone Financial Crisis: Role of Interdependencies between Bank and Sovereign Risk, in: Journal of Financial Economic Policy, Vol. 4, S. 76–97
- Bruegel, 2012, What kind of European banking union?, Policy Contribution 2012/12, Brüssel
- Busch, Berthold / Matthes, Jürgen, 2012, Governance-Reformen im Euroraum, IW-Positionen, Nr. 55, Köln
- Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen, 2011, Ungleichgewichte in der Eurozone, IW-Analysen, Nr. 74, Köln
- EZB – Europäische Zentralbank, 2010, Financial Integration in Europe, Frankfurt am Main
- EZB – Europäische Zentralbank, 2011, Financial Integration in Europe, Frankfurt am Main
- EZB – Europäische Zentralbank, 2012, Financial Integration in Europe, Frankfurt am Main
- Giannetti, Mariassunta / Guiso, Luigi / Jappelli, Tullio / Padula, Mario / Pagano, Mario, 2002, Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth, European Commission, European Economy: Economic Papers, Nr. 179, Brüssel
- Hüther, Michael, 2012, Perspektiven für die Eurozone in der Krise: Chancen und Risiken, IW policy paper, Nr. 8/2012, URL: <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-policy-papers/beitrag/91083> [Stand: 2012–10–29]
- IMF – International Monetary Fund, 2012, Global Financial Stability Report, World economic and financial surveys, Washington D.C.
- Jappelli, Tullio / Pagano, Marco, 2008, Financial market Integration under EMU, European Commission, European economy: Economics papers, Nr. 312, Brüssel
- Kim, Suk-Joong / Moshirian, Fariborz / Wu, Eliza, 2006, Evolution of international stock and bond market integration: Influence of the European Monetary Union, in: Journal of Banking and Finance, Bd. 30, Nr. 5, S. 1507–1534
- Lane, Philip / Wälti, Sébastien, 2006, The Euro and Financial Integration, The Institute for International Integration Studies Discussion Paper Series, Nr. 139, Mai, Dublin
- Lane, Philip / Milesi-Ferretti, Gian, 2008, The Drivers of Financial Globalization, in: American Economic Review, Vol. 98, Nr. 2, S. 327–332
- Laopodis, Nikiforos, 2008, Government Bond Market Integration within European Union, in: International Research Journal of Finance and Economics, Nr. 19, S. 56–76
- London Economics, 2002, Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, London
- Merler, Silvia / Pisani-Ferry, Jean, 2012, Who's Afraid of Sovereign Bonds, Bruegel policy contribution, Nr. 2012/02, Brüssel
- Pagano, Marco / Thadden, Ernst-Ludwig von, 2004, The European Bond Markets under EMU, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 20, Nr. 4, S. 531–554
- Pels, Barbara, 2010, International Asset Holdings and the Euro, The Institute for International Integration Studies Discussion Paper Series, Nr. 331, Dublin

Schmitz, Birgit / Hagen, Jürgen von, 2011, Current account imbalances and financial integration in the euro area, in: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, Nr. 8, S. 1676–1695

Sinn, Hans-Werner / Wollmershäuser, Timo, 2011, Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, CESifo Working Paper, Nr. 3500, München

Whelan, Karl, 2012, TARGET2: Not why Germans should fear a euro breakup, Column in VoxEU, URL: <http://www.voxeu.org/article/target2-germany-has-bigger-things-worry-about> [Stand: 2012–10–29]

The Effects of the Crisis on Financial Integration in the Eurozone

Prior to 2008 the financial markets of the Eurozone were becoming ever more closely integrated on the back of the common currency. Due partly to the global financial crisis and partly to the sovereign debt crisis in Europe this increasing integration has now been stopped and partially reversed. An examination of the balance of payments of the Eurozone countries makes this clear. Moreover, a retreat by foreign investors from the government bonds of many states in the Eurozone has also led to a partial financial disintegration in the sovereign debt market. This process has been driven primarily by the sovereign debt crisis in Eurozone countries and is concentrated on Greece, Italy, Ireland and Spain. In addition, since 2008 the Eurozone as a whole has seen a process of disengagement between banks, involving a massive reduction in the amount of foreign debt held. The degree of financial integration remains higher than in 1999, however.