

Abbau grenzüberschreitender finanzieller Anfälligkeiten

Die Finanzkrise hat die Marktteilnehmer deutlich stärker für Risiken sensibilisiert, und so werden auch die außenwirtschaftlichen Entwicklungen der Mitgliedsländer des Euro-Raums gänzlich neu interpretiert. Während im Vorfeld der Finanzkrise das Auseinanderdriften der Leistungsbilanzsalden weitgehend als Bestandteil eines raschen und erfolgreichen Konvergenzprozesses betrachtet und Finanzierungsengpässe einzelner Mitgliedsländer letztlich ausgeschlossen wurden, erwiesen sich mit dem Übergreifen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf das gemeinsame Währungsgebiet die außenwirtschaftlichen Positionen einzelner Länder als nicht länger tragfähig. Auch vor dem Hintergrund der zum Teil sehr hohen Netto-Auslandsverschuldung führte der drastische Vertrauensverlust in- und ausländischer Investoren dazu, dass den Leistungsbilanzdefiziten in einigen Mitgliedstaaten nicht mehr in ausreichendem Maße private Kapitalzuflüsse gegenüberstanden und auch die Refinanzierung auslaufender Verbindlichkeiten nicht immer gelang.

Die internationalen Hilfsprogramme sowie die großzügige Kreditvergabe des Eurosystems haben eine ausufernde Banken- und Zahlungsbilanzkrise mit Bankenzusammenbrüchen, einer abrupten Rückführung der Leistungsbilanzdefizite und einer damit einhergehenden noch drastischeren realwirtschaftlichen Anpassung in den betroffenen Ländern verhindert. Letztlich muss jedoch die Finanzierung von Zahlungsbilanzsalden durch private Kapitalströme sichergestellt sein. Entscheidend wird hierfür sein, dass sich vor allem die gesamtwirtschaftlichen und politischen Perspektiven als stabil erweisen und günstige Standortbedingungen versprechen, damit das Vertrauen in die Solvenz des staatlichen und privaten Sektors zurückkehrt. Angesichts der ausgeprägten Unsicherheit auf den internationalen Finanzmärkten erscheint weiterhin eine Verbesserung der Netto-Auslandsposition erforderlich. Dies setzt die Rückkehr des Leistungsbilanzsaldos auf ein nachhaltiges Niveau voraus. Hier sind erste Fortschritte erkennbar.

Im Zentrum notwendiger struktureller Anpassungen im Euro-Raum stehen eine verantwortungsvolle Politik der jeweiligen Staaten im Einklang mit den Spielregeln der Währungsunion, eine ausreichende Kapitalisierung der nationalen Bankensysteme, eine intensiviertere Überwachung und Aufsicht sowie eine verstärkte risikoadäquate Differenzierung des Anlageverhaltens. Angesichts systemimmanenter Strukturen, die als Folge der gemeinsamen Geldpolitik den Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte tendenziell schwächen, gehört dies zu den Eckpfeilern einer zukunftsfähigen Währungsunion.

Auslandsverschuldung weiterhin hoch

Langsame Anpassung in der Netto-Auslandsposition

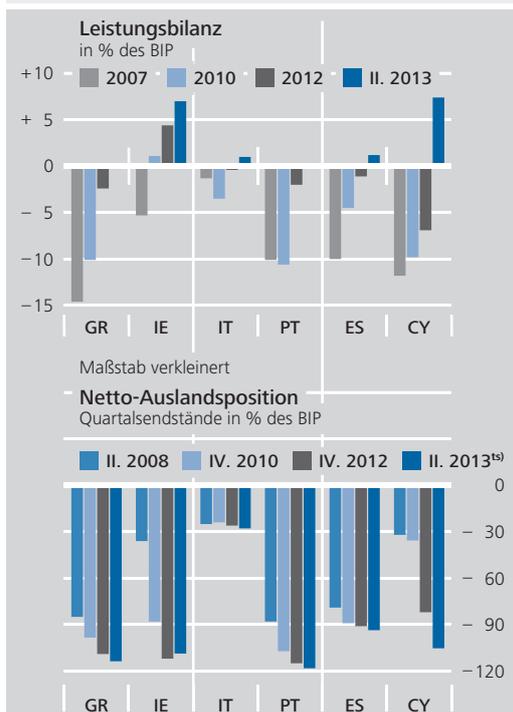
Fast alle Peripherieländer verzeichneten seit Ausbruch der internationalen Finanzkrise im dritten Quartal 2008 und dem nachfolgenden Wirtschaftseinbruch zunächst einen Rückgang der Leistungsbilanzdefizite. Inzwischen kehrten sich die Leistungsbilanzsalden in vielen Ländern in ein Plus (siehe S. 21ff.). In der Mehrzahl der Länder führte dies dazu, dass die Verschlechterung der Netto-Auslandsposition merklich abgebremst wurde.¹⁾ Zypern stellt hier eine Ausnahme dar, da die Netto-Auslandsposition erst im Jahr 2008 in ein Defizit umschlug, das danach allerdings rasch anwuchs, und auch in Irland stieg die Netto-Auslandsverschuldung nach 2007 noch deutlich an. Angesichts des teils rückläufigen nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) nahm bei den meisten Ländern das Minus im Auslandsvermögensstatus (AVS) in Relation zum BIP im Krisenverlauf jedoch zu (siehe unten stehendes Schaubild). Im zweiten

Quartal 2013 lag es zwischen 28% des BIP in Italien und 118% des BIP in Portugal. Sowohl der Bestand an Auslandsforderungen als auch der an Auslandsverbindlichkeiten stieg in der Krise in einigen der Länder zum Teil noch, aber deutlich abgeschwächt verglichen mit der Zeit vor Ausbruch der internationalen Finanzkrise. Je nach Sektor und Anlageinstrument waren die Entwicklungen allerdings sehr unterschiedlich.

Unter dem Eindruck der Finanzkrise und der von ihr zum Teil ausgelösten stärkeren Regulierung wurden weltweit insbesondere im Bankensektor die grenzüberschreitenden Positionen angepasst und verringert. Diese Entwicklung ist auch im Auslandsvermögensstatus der meisten Peripherieländer zu beobachten, nachdem die dortigen Banken in den Jahren vor der Krise im Zuge kreditfinanzierter Wirtschaftsaufschwünge zunehmend auch im Ausland Mittel aufgenommen hatten. Ein erheblicher Teil der Auslandsverschuldung entfällt auf den Bankensektor, und unter den Auslandsverbindlichkeiten des Privatsektors beläuft sich der Anteil des Bankensektors mit der Ausnahme Irlands in allen betrachteten Ländern auf mehr als die Hälfte. Gleichwohl haben die monetären Finanzinstitute (MFIs) seit Ausbruch der europäischen Schuldenkrise in der Regel ihre Forderungen gegenüber dem Ausland reduziert und verzeichneten gleichzeitig einen Rückgang ihrer Verbindlichkeiten. Insbesondere haben sie ihren Bestand an ausländischen Wertpapieren sowie an grenzüberschreitenden Krediten verringert. In Griechenland wich die Entwicklung auf der Aktivseite von diesem Muster zum Teil deutlich ab, da griechische Banken Ende des zweiten Quartals 2013 spürbar mehr ausländische Anleihen in ihren Portfolios hielten als Ende 2010. Hier macht sich vor allem die Rekapitalisierung der Kreditinstitute mittels Anleihen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) bemerkbar.

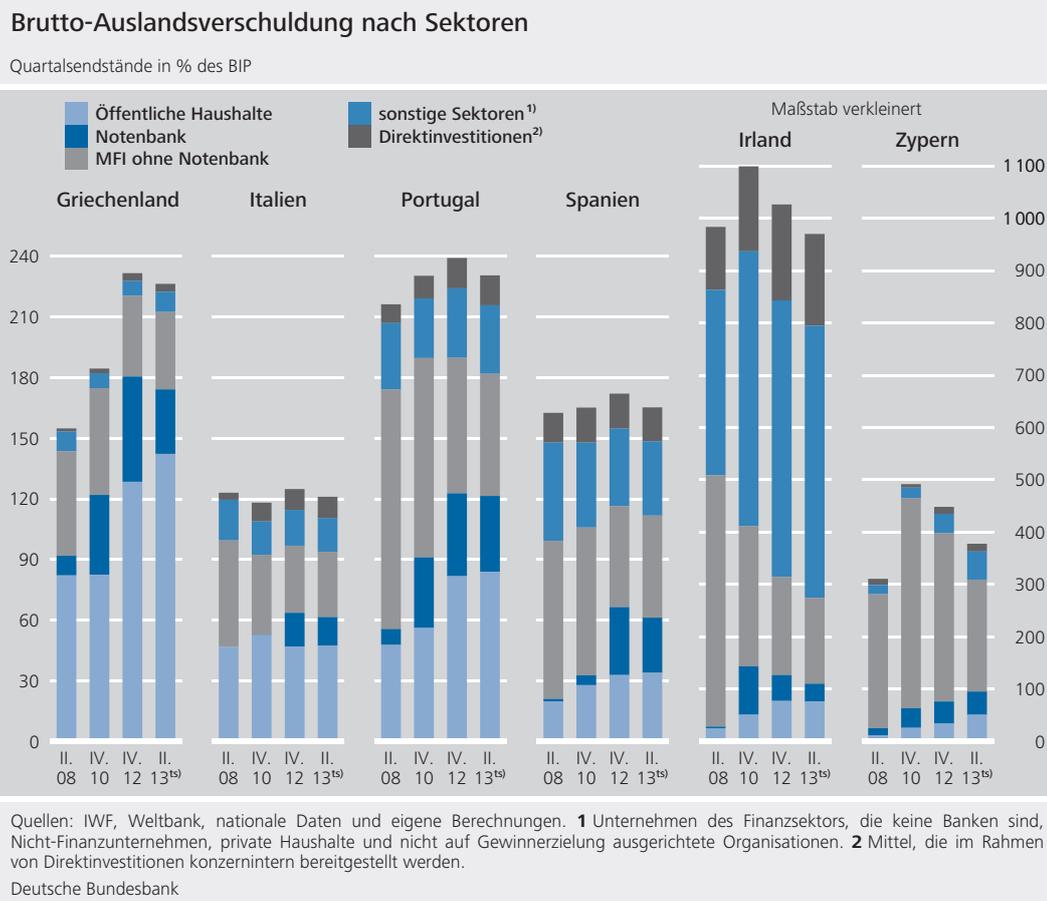
MFIs: Oftmals Rückgang grenzüberschreitender Aktiva und Passiva

Leistungsbilanz und Netto-Auslandsposition



Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

¹⁾ Die Netto-Auslandsposition ergibt sich als Saldo der Forderungen und der Verbindlichkeiten eines Landes gegenüber dem Ausland, wie sie im Auslandsvermögensstatus (International Investment Position) ausgewiesen werden.



Effekte der Währungsunion im Spiegel der Auslandsverschuldung

Neben der Veränderung in den internationalen Engagements des Bankensektors spiegeln sich im Auslandsvermögen der Peripherieländer zudem Strukturverschiebungen wider, die sich nur vor dem Hintergrund der besonderen Situation der Währungsunion erklären lassen. So haben Finanzierungsquellen, wie sie in der Währungsunion über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), über EFSF und andere Mechanismen zur Verfügung stehen, an Bedeutung gewonnen. Ihre Rolle zeichnet sich auch in der Brutto-Auslandsverschuldung ab.²⁾

Während der Anteil der Auslandsverbindlichkeiten des Bankensektors an den Brutto-Auslandsschulden seit Mitte 2008 bei den meisten Ländern deutlich gesunken ist, hat die Rolle des Staates als Schuldner gegenüber dem Ausland zugenommen. In Griechenland lagen die Auslandsverbindlichkeiten des Staates Ende des zweiten Quartals 2013 bei 141% des BIP; die Relation war damit fast doppelt so hoch wie Mitte 2010, kurz nach Ausbruch der Staats-

schuldenkrise. Entscheidend für den Anstieg sind die gewährten internationalen Hilfskredite, während die Anleihepassiva des griechischen Staates in den Händen von Ausländern auf rund ein Viertel des Bestandes von Mitte 2008 abgeschmolzen sind.³⁾ Zum Ausdruck kommen hierin der Schuldenschnitt, das Schuldentrückkaufprogramm und die Schwierigkeit des griechischen Staates, Anleihen im Ausland zu platzieren. Auch in Portugal und Irland erreichte die Auslandsverschuldung des Staates im zweiten Quartal 2013 mit 86% des BIP beziehungsweise 80% des BIP verglichen mit anderen Peripherieländern besonders hohe Werte.

2 Die Brutto-Auslandsschulden ergeben sich aus den Auslandspassiva laut Auslandsvermögensstatus abzüglich der Eigenkapitalbestandteile; es handelt sich also um jenen Teil der Verschuldung, der (Rück-)Zahlungsverpflichtungen mit sich bringt.

3 Die unverbriefte Verschuldung des griechischen Staates belief sich Ende des 2. Quartals 2013 auf rund die Hälfte der Auslandsverbindlichkeiten Griechenlands, Mitte 2008 waren es weniger als 3% gewesen.

Korrekturen im Auslandsvermögen eng verknüpft mit Herausforderungen der Schuldenkrise

Zudem weisen seit Ausbruch der globalen Finanzkrise auch die Notenbanken der Peripherieländer in stärkerem Umfang Auslandsverbindlichkeiten aus. Diese gehen vor allem auf die TARGET2-Verbindlichkeiten zurück, die vor der Krise in der Regel nur temporär und in begrenztem Umfang aufgetreten waren.⁴⁾ Angesichts der institutionellen Mechanismen innerhalb der EWU hat damit der Anteil des öffentlichen Sektors an den Auslandsschulden der Peripherieländer zugenommen, während der Anteil der marktgesteuerten Auslandsverschuldung im Vergleich hierzu gesunken ist (vgl. Schaubild auf S. 73).⁵⁾ Eine Umkehr dieser Entwicklung ist eng verknüpft mit Fortschritten bei der Beseitigung der Krisenursachen in den Mitgliedsländern und bei den Rahmenbedingungen der Währungsunion.

Erste Erholung der Kapitalströme und ihrer Struktur⁶⁾

Seit Mitte 2012 leichte Erholung erkennbar

Rascher als bei den Bestandsgrößen des AVS sind Anpassungsfortschritte in der Regel in den Stromgrößen der Zahlungsbilanz erkennbar. Die mit Ausbruch der Schuldenkrise im ersten Quartal 2010 einsetzende Schiefelage der Zahlungsbilanzen und die damit einhergehende (private) außenwirtschaftliche Finanzierungslücke in einigen EWU-Mitgliedstaaten bilden sich seit Jahresmitte 2012 zurück. Erkennen lässt sich das unter anderem an den TARGET2-Verbindlichkeiten, die nach einem Höchststand Mitte 2012 rückläufig sind. Seit Ende des zweiten Quartals 2012 ist die Summe der TARGET2-Verbindlichkeiten in den betrachteten Peripherieländern bis zum Jahresende 2013 um 37% auf knapp 610 Mrd € gesunken.

Neben Nettogrößen sind auch Bruttoströme relevant

Ebenso wie bei der Interpretation niedrigerer Leistungsbilanzsalden lässt eine reine Nettobetrachtung der monetären Zahlungsbilanzanpassung jedoch keine endgültigen Rückschlüsse auf die zugrunde liegenden Anpassungsvorgänge zu. Die Beantwortung dieser Frage erfordert einen Blick auf die Entwicklung der Bruttoströme des Kapitalverkehrs, deren Zu-

sammensetzung nach Anlageinstrumenten und Investoren maßgeblichen Einfluss auf die Stabilität der Finanzbeziehungen mit dem Ausland hat.

Die rückläufigen Portfolioströme in den Jahren 2008 und 2009 lassen sich in erster Linie auf das wachsende Risikobewusstsein der Anleger bei Aktien und Investmentzertifikaten zurückführen, während der Euro-Raum bei Staatsanleihen zunächst noch als sicherer Hafen galt. Erst die unmittelbar drohende Zahlungsunfähigkeit des griechischen Staates änderte dies. Neben der Solidität der Geschäftsbanken rückte plötzlich eine mögliche Zahlungsunfähigkeit von Staaten in das Zentrum der Sorgen ausländischer Geldgeber. Diese Entwicklung kulminierte im Frühjahr 2012, als private Gläubiger durch eine Umschuldung der im Umlauf befindlichen Staatsanleihen in die Bewältigung der griechischen Schuldenkrise einbezogen wurden.

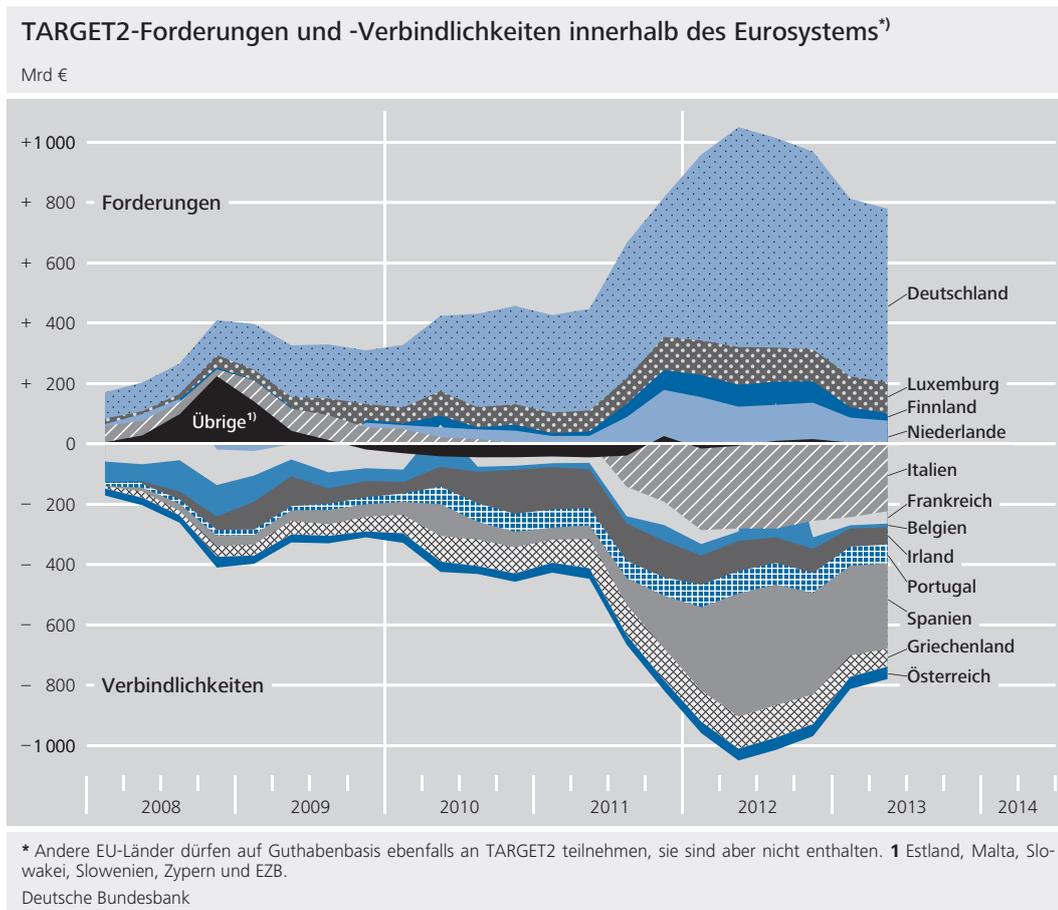
Die ab dem dritten Quartal 2012 zu beobachtende Erholung der Kapitalzuflüsse beschränkte sich in erster Linie auf Portfolioanlagen. Eine leichte Belebung ist auch bei den Direktinvestitionen zu erkennen. Im Vergleich zu der Dynamik bei den anderen Formen des Kapitalver-

Belebung der Portfolioinvestitionen bei rückläufiger Kreditvergabe ausländischer Geschäftsbanken

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik der TARGET2-Salden im Eurosystem, Geschäftsbericht 2011, S. 52 ff.

⁵ In Irland ging die Abnahme der Auslandsverschuldung des Bankensektors mit einem Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten anderer Sektoren einher, zu denen auch Unternehmen des Finanzsektors zählen, die keine Banken sind. Auch die Auslandsverbindlichkeiten der National Asset Management Agency (NAMA), der im September 2009 gegründeten Bad Bank Irlands, auf die irische Banken in großem Umfang Darlehen schlechter Qualität übertragen haben, werden unter dieser Position ausgewiesen. Im Falle Irlands muss bei der sehr hohen Brutto-Auslandsverschuldung die besondere Rolle der Finanzbranche berücksichtigt werden, deren Bestände an Verbindlichkeiten hier zum Ausdruck kommen und die andererseits auch in sehr großem Umfang Forderungen gegenüber dem Ausland hält.

⁶ Die Ausdrücke „private Kapitalströme“ und „private Finanzströme“ werden im Folgenden synonym verwendet und beziehen sich auf die Kapitalzu- und -abflüsse ohne Transfers im Rahmen internationaler Hilfsprogramme und ohne Veränderungen von Forderungen oder Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB (TARGET2). Da die für Zypern verfügbaren Daten zum Kapitalverkehr weniger aktuell sind als die für die übrigen Länder, wird auf dieses Land in diesem Abschnitt nicht näher eingegangen.



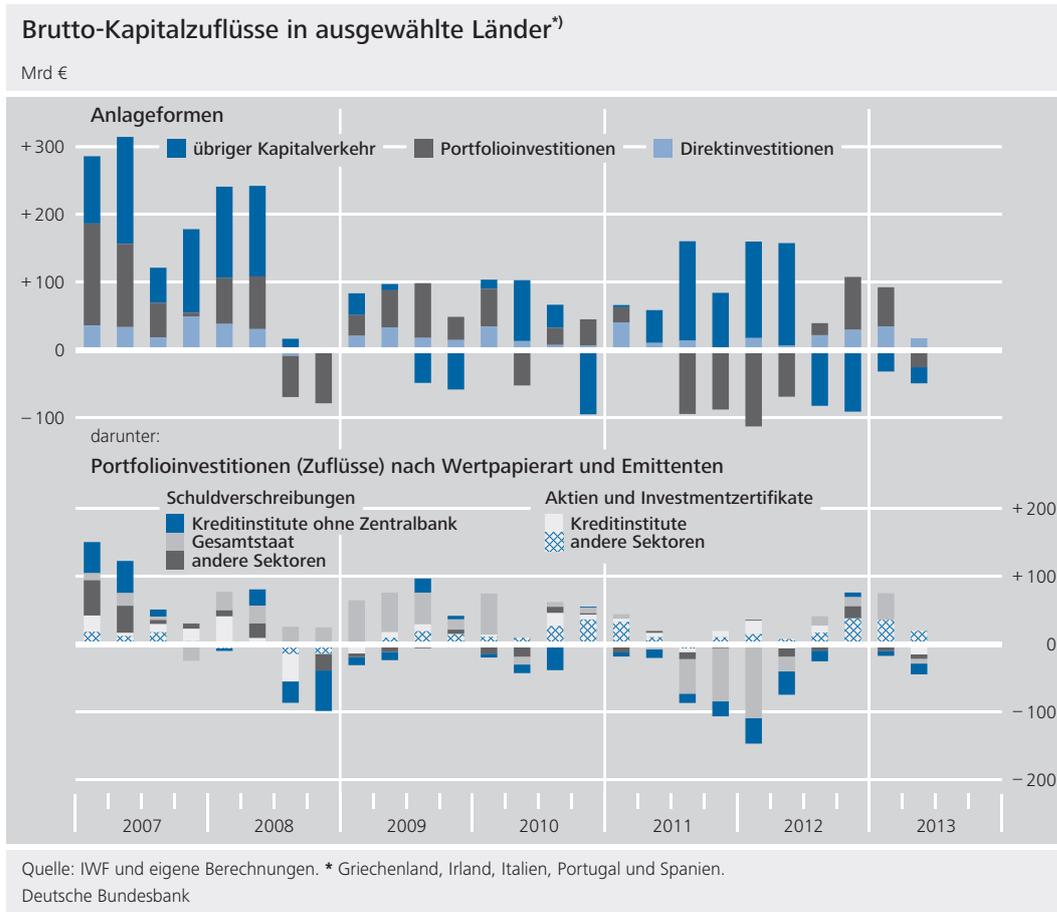
kehrts waren die Reaktionen bei dieser Investitionsform während des gesamten Krisenverlaufs allerdings eher gering. Dagegen ziehen die ausländischen Geschäftsbanken im Rahmen ihrer (unverbrieften) Kreditvergabe bislang noch immer Mittel aus den Peripherieländern ab.

Die Ursache der Strukturverschiebung innerhalb der wieder erstarkenden Kapitalflüsse zu lasten der Bankfinanzierung ist nur zum Teil in den Empfängerländern selbst zu suchen, deren wirtschaftliche Perspektiven – trotz erster Besserungszeichen – weiterhin durch den strukturellen Anpassungsprozess geprägt sind und deren Banken zum Teil immer noch als anfällig gelten. Eine weitere Rolle spielt, dass ausländische Geschäftsbanken seit 2008 ihr Engagement in Ländern, die nicht zu ihrem Kerngeschäftsfeld zählen, nachhaltig zurückführen und daher auch in den Peripherieländern sehr vorsichtig agieren. In dieser Neuorientierung schlagen sich auch die Einführung neuer Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III so-

wie Auflagen der EU-Kommission in Verbindung mit Beihilfverfahren nieder (siehe auch S. 57 ff. zum Themenkomplex Private Verschuldung).

Generell hat das Vertrauen der Marktakteure in eine Stabilisierung der Finanzmärkte ab der Jahresmitte 2012 sicherlich zugenommen. Dies stand nicht zuletzt in Verbindung mit der Aussicht auf eine verstärkte Integration der EWU im Zuge der Beschlüsse zur Bankenunion und mit dem Beschluss des EZB-Rats, unter bestimmten Voraussetzungen von Mitgliedstaaten begebene Anleihen am Sekundärmarkt zu kaufen (OMT). Im weiteren Jahresverlauf kam es vor diesem Hintergrund zu steigenden Kursen für Staatsanleihen und Mittelzuflüssen in diese Anlagekategorie aus dem Ausland. Auch die erfolgreiche Platzierung von Staatsanleihen am Primärmarkt in Spanien, Italien und Portugal zeugt von der Bereitschaft der Marktakteure, den Staaten wieder private Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen. Allerdings

Zuletzt wieder erfolgreiche Platzierung von Staatsanleihen am Primärmarkt



darf nicht übersehen werden, dass ein erheblicher Teil der Nachfrage jeweils von heimischen Banken ausgeht und damit teils neue Probleme schafft.⁷⁾

Verstärkte direkte Refinanzierung der Unternehmen am Kapitalmarkt

Erste Hinweise auf eine gewisse strukturelle Stabilisierung der Kapitalströme ergeben sich aus der Tendenz, dass ausländische Investoren neben den von Staat und Finanzinstituten begebenen Wertpapieren verstärkt Aktien nicht-finanzieller Unternehmen nachfragen. In einigen Ländern (vor allem Portugal und Spanien) ist auch ein verändertes Refinanzierungsverhalten der Unternehmen selbst zu beobachten, die angesichts der nach wie vor verhaltenen Kreditvergabe von Geschäftsbanken die Emission von Unternehmensanleihen vorantreiben. Grundsätzlich ist eine solche Umorientierung durchaus zu begrüßen, da sie die Abhängigkeit der Unternehmen von den Geschäftsbanken reduzieren und darüber hinaus der Tendenz nach mit einer längeren Fristigkeitsstruktur der Verbindlichkeiten einhergehen dürfte. Beide

Aspekte würden dazu beitragen, das Risiko eines Refinanzierungsengpasses zu begrenzen.

Hinsichtlich des Anlageverhaltens deutscher Investoren zeigt die „Statistik über Wertpapierinvestments“ der Deutschen Bundesbank, dass der Rückzug von Portfolioinvestitionen aus den Peripherieländern in den Jahren 2010 und 2011 sowohl Banken als auch Nichtbanken (zu denen Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften zählen) betraf. Während das Auslandsengagement hiesiger Geschäftsbanken – entsprechend ihrer Kreditvergabe – auch im Bereich der Wertpapieranlagen verhalten blieb, haben Nichtbanken, vor allem Geldmarktfonds und andere nichtmonetäre Finanzinstitute, zuletzt auch wieder Anleihen aus Südeuropa (vor allem aus Italien und Spanien) in ihre Portfolios aufgenommen.

Deutsche Investoren verstärken ihr finanzielles Engagement in den Programmländern

7 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Bestände heimischer Staatsanleihen der Banken im Euro-Raum, Monatsbericht, November 2013, S. 33.

Suche nach Rendite gewinnt wieder an Bedeutung

Bei diesen institutionellen Anlegern dürfte – anders als bei staatlichen Institutionen – die Suche nach Rendite eine wichtige Rolle spielen, zumal angesichts des derzeitigen Niedrigzinsumfelds. Gleichwohl zeugt die Belegung des privaten Kapitalverkehrs von wachsender Zuversicht, dass die Bewältigung der europäischen Schuldenkrise Fortschritte macht.

Länderspezifische Entwicklungen der Kapitalbilanz recht unterschiedlich

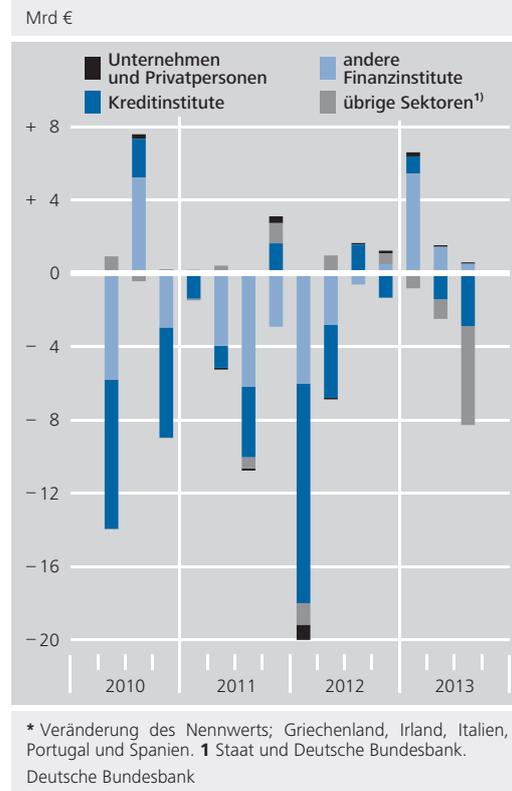
Griechenland nach wie vor von externen Hilfsprogrammen abhängig

Auffallende Abweichungen von dem skizzierten Muster der Kapitalströme in die von der europäischen Schuldenkrise besonders betroffenen Länder sind vor allem für Griechenland und Irland zu beobachten. Griechenland ist von den internationalen Kapitalmärkten nach wie vor weitgehend abgeschnitten. Zwar sind auch die TARGET2-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank gegenüber der EZB seit Anfang 2013 kontinuierlich gesunken, doch ist diese begrüßenswerte Entwicklung in erster Linie der Auszahlung weiterer Tranchen aus den Hilfsprogrammen von EU und IWF zu verdanken. Sie haben es Griechenland ermöglicht, bestehende Auslandsverbindlichkeiten zurückzuführen.⁸⁾ Eine Entspannung der außenwirtschaftlichen Situation Griechenlands kann insofern allenfalls aus dem gesunkenen Leistungsbilanzdefizit abgeleitet werden.

Vielversprechende Erholungstendenzen in Irland

Demgegenüber ist es der irischen Volkswirtschaft offenbar eher gelungen, die internationalen Kapitalmärkte von der Rückkehr auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu überzeugen. Dies äußert sich vor allem darin, dass ausländische Investoren seit dem dritten Quartal 2012 auch vermehrt in irische Dividendepapiere investiert haben. Zudem verbuchte Irland in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2013 wieder Mittelzuflüsse privater Geschäftsbanken. Somit kann Irland über alle Anlagekategorien hinweg inzwischen wieder Brutto-Kapitalzuflüsse vorweisen. Im Dezember des vergangenen Jahres sind die Hilfspro-

Grenzüberschreitende Wertpapieranlagen deutscher Investoren nach inländischen Sektoren in ausgewählten Ländern*)

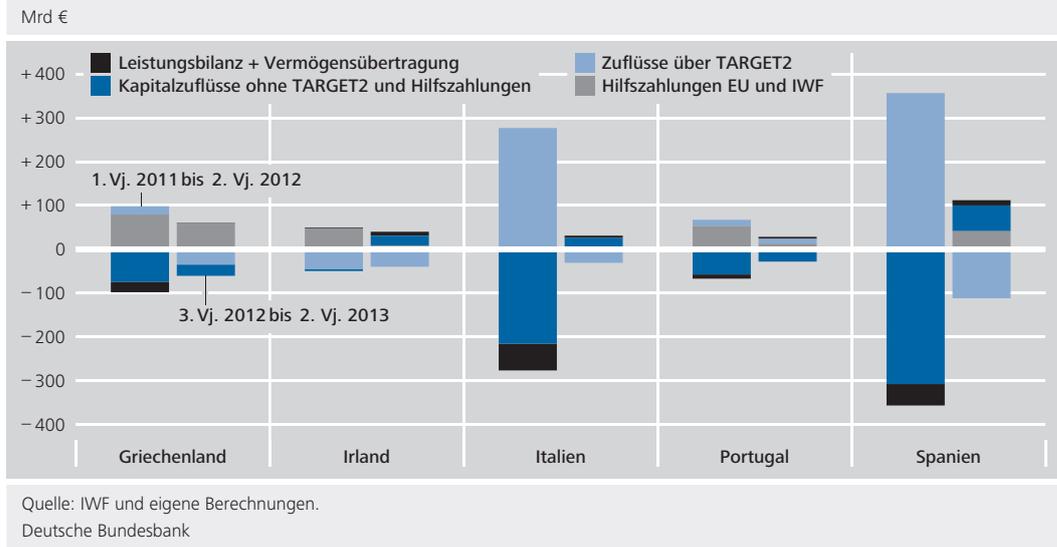


gramme der EU und des IWF mit der Annahme des finalen Prüfungsberichts durch die EU-Kommission ausgelaufen.

Allerdings ist die irische Volkswirtschaft nach wie vor von einer starken Ausrichtung auf die Finanzwirtschaft geprägt. Eine breitere Diversifikation der Wirtschaft wäre im Hinblick auf eine geringere Störanfälligkeit der außenwirtschaftlichen Beziehungen durchaus wünschenswert. In Verbindung mit den Überschüssen in der Leistungsbilanz gingen seit dem zweiten Quartal des Jahres 2012 nicht nur die TARGET2-Verbindlichkeiten der irischen Zentralbank gegenüber der EZB kontinuierlich zurück, sondern es ergaben sich auch Spielräume für eigene Kapitalanlagen im Ausland, wobei der Erwerb langfristiger Schuldverschreibungen

⁸ Soweit die Hilfszahlungen über TARGET2 transferiert werden, reduzieren sie gleichsam „automatisch“ die TARGET2-Verbindlichkeiten Griechenlands.

Kumulierte Salden von Leistungsbilanz und Kapitalverkehr



und der Kauf ausländischer Aktien und Investmentzertifikate im Vordergrund standen.⁹⁾

Erste Erfolge des portugiesischen Privatisierungsprogramms

Die aktuelle Entwicklung in Portugal und Spanien entspricht – bei allen Unterschieden in der Ausgangslage und den weiterhin bestehenden Herausforderungen – insofern dem allgemeinen Muster der außenwirtschaftlichen Entspannung, als seit dem zweiten Quartal des Jahres 2012 eine Tendenz zur Rückkehr ausländischer Investoren an die dortigen Kapitalmärkte zu beobachten ist und die Mittel dabei auch in den Privatsektor fließen. In Portugal ist dies nicht zuletzt auf Erfolge des portugiesischen Privatisierungsprogramms zurückzuführen, in dessen Rahmen unter anderem zwei Energieversorgungsunternehmen und ein Flughafenbetreiber an ausländische Investoren veräußert werden konnten.

Direkthilfen des ESM an spanischen Restrukturierungsfonds

Spanien nimmt demgegenüber insofern eine Sonderrolle ein, als die vom ESM bereitgestellten gut 41 Mrd € nicht in den allgemeinen Staatshaushalt flossen, sondern in Form von Schuldverschreibungen an den Fonds zur Bankenrestrukturierung (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria: FROB) übertragen wurden. Die Wertpapiere wurden zur Rekapitalisierung von in Schieflage geratenen Geschäftsbanken genutzt, denen auf diese Weise die Weiterführung ihrer Geschäftstätigkeit ermög-

licht wurde. Sie dienen den Banken auch als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte, die zum Teil grenzüberschreitend abgeschlossen werden und sich letztlich auch in höheren privaten Kapitalzuflüssen aus dem Ausland niederschlugen. Im Januar dieses Jahres ist das auf den Finanzsektor konzentrierte Hilfsprogramm für Spanien ausgelaufen.

Einschätzung der außenwirtschaftlichen Anpassungen

Insgesamt ist das Bild der außenwirtschaftlichen Anpassungsfortschritte somit uneinheitlich. Positiv zu bewerten ist die in den meisten Ländern zu beobachtende Rückkehr privater Investoren aus dem Ausland, die sich zum Teil in den rückläufigen TARGET2-Verbindlichkeiten widerspiegelt, wenngleich diese dem Betrag nach weiterhin hoch sind. Kritisch bleibt dagegen anzumerken, dass in den meisten Ländern überwiegend staatliche Papiere gefragt sind, die in besonderer Weise von expliziten oder impliziten Garantien internationaler Kreditgeber profitieren. Deren Wertentwicklung spiegelt nicht nur die Erwartungen über die

Aus Sicht des Eurosystems vor allem rückläufige TARGET2-Salden begrüßenswert, ...

⁹ Dabei handelt es sich möglicherweise aber lediglich um die Weiterleitung ausländischer Finanzinvestitionen.

wirtschaftliche Entwicklung des Emittenten wider, sondern auch die zunehmende Vergemeinschaftung von Haftungsrisiken durch eine Reihe von Krisenmaßnahmen.

... doch Banken weiterhin auf geldpolitische Sondermaßnahmen angewiesen

Die geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems sowie die finanzielle Unterstützung im Rahmen der EU haben in den letzten Jahren immer wieder einen stabilisierenden Einfluss auf die Peripherieländer ausgeübt. Nachhaltige Anpassungsfortschritte in der Auslandsposition stellen sich jedoch erst dann ein, wenn das durch solche Interventionen zugeflossene Kapital auch wieder zurückgezahlt wird. Dies gilt umso mehr, als solche Hilfen den Druck zu notwendigen (außenwirtschaftlichen) Korrekturen möglicherweise verringern und dann strukturelle Veränderungen tendenziell sogar verzögern können.

Klassische Form der Zahlungsbilanzkorrektur in der Währungsunion geschwächt ...

Neben der Verfügbarkeit externer Hilfen und einer stärkeren Inanspruchnahme von Zentralbankfinanzierung tragen innerhalb des Euro-Raums auch systemimmanente Strukturen dazu bei, den Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion zu schwächen. Untersuchungen der Bundesbank haben gezeigt, dass sich die Mechanismen der Zahlungsbilanzanpassung einzelner Mitgliedstaaten innerhalb der Währungsunion deutlich von denen anderer Währungsregime unterscheiden.¹⁰ Dies gilt insbesondere gegenüber Volkswirtschaften mit flexiblen Wechselkursen. Allerdings zeigt sich auch im Vergleich zu sonstigen Fixkurssystemen, dass durch die geldpolitische Ausrichtung auf den Währungsraum als Ganzes in den einzelnen Mitgliedstaaten keine eigenständige Beziehung zwischen der monetären Basis und dem Leistungs- und Kapitalverkehr besteht. Vielmehr wird im Falle außenwirtschaftlicher Finanzierungslücken eine Reduzierung der Geldmenge, die tendenziell steigende Kapitalmarktzinsen zur Folge hätte, erst einmal verhindert.

... durch einheitliche Refinanzierungskonditionen

Länder mit gewöhnlichen Festkursregimen versuchen in der Regel, sich durch den Aufbau nationaler Währungsreserven gegen plötzliche

und umfangreiche Kapitalabflüsse oder einen unvermittelten Abbruch von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland abzusichern. In der Währungsunion dämpft die Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem zu einheitlichen Bedingungen eine Zinsreaktion und eine rasche realwirtschaftliche Anpassung. Mithilfe eines dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells (DSGE) lassen sich die konkreten Auswirkungen unerwarteter und plötzlicher Kapitalabflüsse beispielhaft für verschiedene Währungsregime simulieren. Die Ergebnisse bestätigen die zeitliche Streckung des Anpassungsprozesses innerhalb einer Währungsunion. Insbesondere gehen privater Konsum und BIP weniger stark zurück als in einem Festkurssystem (siehe Erläuterungen auf S. 80 ff.). Auch gemeinsame Finanzierungsinstitutionen, wie der ESM, die unter Finanzstabilitätsgesichtspunkten sicherlich positiv zu bewerten sind, laufen dem Gedanken der Risikovorsorge in nationaler Verantwortung zuwider und könnten den Anpassungsdruck mindern.

Allerdings besteht eben gerade darin ein grundsätzliches Charakteristikum jeder Währungsunion und somit auch des Euro-Raums: Ziel ist es, teure und somit ineffiziente Absicherungen gegen Währungskrisen untereinander überflüssig zu machen und gleichzeitig die Vorteile stabiler Außenpreise zwischen den Mitgliedstaaten und eines einheitlichen Finanzmarktes nutzen zu können. Dies beinhaltet zwangsläufig auch eine gemeinsame Geldpolitik, deren vergemeinschaftete bilanzielle Risiken grundsätzlich durch eine risikoadäquate Besicherung geldpolitischer Geschäfte und die Beschränkung auf finanziell solide Geschäftspartner zu begrenzen sind. Bei der Krisenprävention und entsprechenden Reformen der Europäischen Währungsunion sollten daher vor allem solche Maßnahmen im Vordergrund stehen, die geeignet sind, die makroökonomischen Risiken frühzeitig aufzudecken und zu vermeiden,

Vergemeinschaftete bilanzielle Risiken in Währungsunion nicht vollständig auszu-schließen, ...

¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzkrise und Zahlungsbilanzentwicklungen in der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, Oktober 2012, S. 13 ff.

Simulierte Anpassungsprozesse nach einem Kapitalabflussschock

Anpassungsprozesse an außenwirtschaftliche Veränderungen („Schocks“) in Abhängigkeit vom Währungsregime lassen sich mithilfe eines dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells (DSGE) untersuchen. Im Folgenden werden Simulationen mit einem in der Bundesbank verwendeten DSGE-Modell für zwei hypothetische Situationen vorgestellt. Betrachtet wird ein Land, das entweder in der Währungsunion ist oder versucht, seinen Wechselkurs gegenüber der Währungsunion zu fixieren (also zu „peggen“).

Das Bundesbank-DSGE-Modell ist ein Mehrländermodell des Euro-Raums in der globalen Wirtschaft. Der Euro-Raum selbst ist in zwei Regionen oder Länder unterteilt. Jedes Land ist als Volkswirtschaft modelliert, die aus Haushalten, Firmen und einem Staatssektor besteht. Während der Staatssektor gemäß vorher festgelegten Verhaltensregeln agiert, ist das Verhalten von Haushalten und Firmen endogen als Ergebnis von Nutzen- und Gewinnmaximierung bestimmt. Haushalte etwa planen ihren Konsum und ihr Arbeitsangebot so, dass sie daraus einen möglichst hohen Nutzen ziehen; hieraus lassen sich die Sparsentscheidung und somit die gesamtwirtschaftliche Kapitalakkumulation ableiten. Die Firmen versuchen, mit ihren Entscheidungen über Produktion, Kapital- und Arbeitsnachfrage ihre Gewinne zu maximieren und legen damit auch die Preise ihrer Produkte fest. Löhne und Preise werden unter monopolistischem Wettbewerb bestimmt. Die Länder sind untereinander und mit dem Rest der Welt außenwirtschaftlich über den Güterhandel und Finanzanlagen, insbesondere Wertpapiere, verflochten.

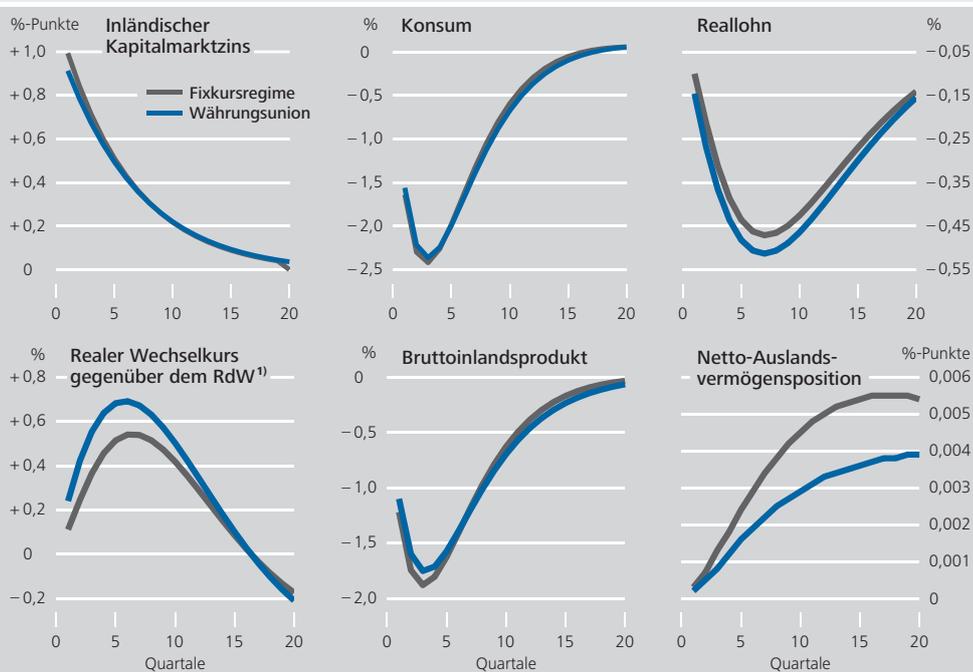
Die Geldpolitik ist bei flexiblen Wechselkursen durch eine Verhaltensregel beschrieben, nach der der Leitzins von der Inflationsrate und von der sogenannten Produktionslücke abhängt.¹⁾ Infolgedessen steigt der Leitzins, wenn die Inflationsrate über dem Inflationsziel der Zentralbank liegt oder wenn die Produktionslücke positiv ist. In einer Währungsunion haben die Zentralbanken der Mitgliedsländer die Kontrolle über den Leitzins abgegeben, stattdessen reagiert die unabhängige gemeinsame Geldpolitik auf die durchschnittliche Inflationsrate und die durchschnittliche Produktionslücke der Mitgliedsländer. Im Alternativszenario der Wechselkursanbindung eines Landes, das nicht in der Währungsunion ist, fixiert die Zentralbank den Wert der eigenen Währung durch Käufe oder Verkäufe am Devisenmarkt. Die nationale Inflation und die Produktionslücke werden im Rahmen dieser Wechselkursfixierung also nicht mehr berücksichtigt.

Das Szenario, das im Folgenden analysiert wird, besteht aus einem unerwarteten „Kapitalabflussschock“, bei dem internationale Investoren aus einem Land Finanzkapital abziehen. Im Bundesbank-DSGE-Modell wird dies so modelliert, dass sich die relative Verzinsung der im – als klein unterstellten – Inland ausgegebenen Anleihen anfangs um 1 Prozentpunkt verschlechtert.²⁾ Diese Papiere werden damit für internationale Anleger unattraktiver. Ein möglicher Grund

¹ Die Produktionslücke ist definiert als Abweichung des tatsächlichen Produktionsniveaus vom natürlichen Produktionsniveau ohne Preis- und Lohnträgeiten.

² Sowohl in der Währungsunion als auch im Falle der Währungsanbindung folgt der Kapitalabflussschock einem autoregressiven Prozess. Aufgrund seiner autoregressiven Eigenschaften und der unterstellten Persistenz des Schocks beträgt die Halbwertszeit des Kapitalabflussschocks fünf Quartale.

Simulierte Anpassungsprozesse bei unerwarteten Kapitalabflüssen¹⁾



* Anpassungsprozess aufgrund einer unerwarteten Erhöhung der internationalen Kapitalmarktverzinsung im Vergleich zum Inland um anfangs einen Prozentpunkt, die sich dann langsam abschwächt. 1 Rest der Welt; ein Anstieg der Kurve entspricht einer Abwertung.
 Deutsche Bundesbank

für die abnehmende Attraktivität könnte zum Beispiel ein übermäßiger Schuldenstand sein, der mit einem zu hohen Risiko beim Halten von Staatsanleihen einhergeht. Die Frage ist, ob eine Währungsunion den Anpassungsprozess infolge eines solchen Schocks im Vergleich zu einer Wechselkursbindung erleichtert oder erschwert. Bei der vergleichenden Analyse beider Szenarien wird ansonsten davon ausgegangen, dass die anderen zugrunde liegenden ökonomischen Voraussetzungen in beiden Ländern identisch sind.

Ein Kapitalabflussschock erschwert in beiden Szenarien den Zugang zum internationalen Finanzmarkt, sodass bei einem gegebenen Zins weniger finanzielle Mittel verfügbar sind. Diese Verknappung lässt im betrachteten Land den Kapitalmarktzins steigen, was die inländische Ersparnis erhöht und die inländische Kapitalnachfrage

verringert. In der Folge fallen sowohl Konsum als auch Investitionen und somit auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Produktion. Das Ausmaß dieser Anpassung ist jedoch vom Währungsregime abhängig.

Das oben stehende Schaubild zeigt den Anpassungsprozess der betrachteten Volkswirtschaft in den zwei Szenarien. Dabei wird die dynamische Anpassung des inländischen Kapitalmarktzins, des Konsums, des Reallohns, des realen Wechselkurses des Landes gegenüber dem Rest der Welt (RdW), des Bruttoinlandsprodukts (BIP) sowie der Netto-Auslandsposition über 20 Quartale (also fünf Jahre) gezeigt; abgebildet wird jeweils die Abweichung der betrachteten Variablen von ihrem langfristigen Gleichgewicht. Dementsprechend zeigt die Nulllinie den Fall, für den keine Abweichung vom langfristigen Gleichgewicht vorliegt.

Im Falle der Mitgliedschaft in der Währungsunion steigt der inländische Kapitalmarktzins weniger stark als bei einer Wechselkursbindung (siehe Schaubild auf S. 81). Dies liegt daran, dass die Zentralbank der Währungsunion den rezessiven Tendenzen entgegenwirkt, die sich als Folge des Kapitalabflussschocks in einem Mitgliedsland – wenngleich abgeschwächt – auch im Durchschnitt der gesamten Union bemerkbar machen. Im Falle der festen Wechselkursbindung muss die Anpassung in vollem Umfang von dem unmittelbar betroffenen Land selbst getragen werden. Die Zentralbank muss ihre Geldpolitik auf die Fixierung des Wechselkurses ausrichten, während sich die Geldpolitik der Währungsunion an den makroökonomischen Belangen ihrer Mitgliedsländer orientiert.

Da bei einem Kapitalabflussschock in einer Währungsunion der Anstieg des inländischen Kapitalmarktzinses geringer ausfällt, sinkt überdies – zumindest anfangs – der Konsum weniger stark. In dem hier beschriebenen DSGE-Modell sind die Haushalte in der Währungsunion gewillt, ihr Arbeitsangebot in geringerem Umfang zu reduzieren mit der Konsequenz, dass der Reallohn stärker fällt.³⁾ Dies spiegelt sich auch in einer relativ ausgeprägten Abwertung des realen Wechselkurses wider. Beide Faktoren führen im Rahmen einer Mitgliedschaft in der Währungsunion zu einer relativen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und tragen somit – neben dem vergleichsweise moderaten Zinsanstieg – ebenfalls dazu bei, den Verlust im BIP zu begrenzen.⁴⁾ Außerdem gehen der geringere Anstieg des inländischen Kapitalmarktzinses sowie der weniger starke Konsumrückgang innerhalb einer Währungsunion mit einer niedrigeren Ersparnisbildung einher. In Verbindung mit einem ebenfalls vergleichsweise moderaten Rückgang der Investitionen werden bestehende Leistungsbilanz-

defizite im Kontext einer Währungsunion langsamer abgebaut als bei einer Wechselkursbindung, und das Erzielen von Leistungsbilanzüberschüssen wird tendenziell verzögert. Daraus ergibt sich letztlich auch ein schwächerer Anstieg des Netto-Auslandsvermögens.

Insgesamt illustrieren die Ergebnisse, dass der Anpassungspfad der Volkswirtschaft des kleinen Landes im Rahmen einer Mitgliedschaft in der Währungsunion weniger volatil als bei einer Anbindung des Wechselkurses verläuft. Das zeigt sich insbesondere bei einer vergleichenden Betrachtung des Konsums und des BIP.

3 Aufgrund des Kapitalabflussschocks kommt es in beiden Szenarien zu einer Verknappung der finanziellen Ressourcen. Jedoch gewährleistet die Mitgliedschaft in der Währungsunion einen geringeren Anstieg des inländischen Kapitalmarktzinses, sodass die Haushalte gewillt sind, ihren Konsum weniger stark einzuschränken als es bei einer Währungsfixierung der Fall wäre. Um diesen relativ geringeren Konsumrückgang in der Währungsunion auch tatsächlich zu realisieren, entscheiden sich die Haushalte, das Arbeitsangebot in der Währungsunion weniger stark zu reduzieren. Dies ermöglicht es ihnen – trotz des stärkeren Rückgangs des Reallohns – im Vergleich zu einer Situation der Währungsbindung, insgesamt ein höheres Arbeitseinkommen zu erzielen und somit auch den relativ höheren Konsum zu finanzieren.

4 Die Verknüpfung einer relativ starken Senkung des Lohnniveaus und eines vergleichsweise moderaten Konsumrückgangs in einer Währungsunion macht deutlich, dass die gemeinsame Währung im Falle eines Kapitalabflussschocks durchaus Vorteile bietet. In der Realität kann es in einzelnen Ländern zu abweichenden Reaktionen kommen, die auf strukturelle Unterschiede in diesen Ländern – bspw. in der Anpassungsfähigkeit der Arbeitsmärkte zurückzuführen sind. In den oben analysierten Szenarien wird auf die grundsätzlichen Zusammenhänge abgestellt und von solchen strukturellen Unterschieden abstrahiert. Die Bedeutung flexibler Arbeitsmärkte in einer Währungsunion ist ein wesentliches Ergebnis der Theorie optimaler Währungsräume. Rigiditäten am Arbeitsmarkt können demgegenüber die Vorteile der Währungsunion zunichtemachen.

ohne zugleich den Grundgedanken einer Währungsunion zu unterminieren.

... daher Risikoversorge umso wichtiger

Vor diesem Hintergrund erscheint es unabdingbar, strukturelle Anpassungen in der Währungsunion verstärkt voranzutreiben. Dies betrifft in erster Linie die einzelnen Programmländer selbst, die im Rahmen von Hilfsprogrammen Reformmaßnahmen zugesagt haben. Dasselbe gilt aber auch für das Rahmenwerk der Währungsunion. Eine stringente Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism: SSM) sowie ein adäquates Abwicklungsregime für insolvente Institute sind wichtige Bausteine für eine stabilere Währungsunion. Im Zusammenhang mit der Stabilisierung außenwirtschaftlicher Entwicklungen ist auch das makroökonomische Ungleichgewichtsverfahren (Macroeconomic Imbalances Procedure: MIP) zu nennen.¹¹⁾

Risikoadäquate Zinsdifferenzen von zentraler Bedeutung

Im Zentrum notwendiger struktureller Anpassungen stehen somit eine verantwortungsvolle Politik der jeweiligen Staaten im Einklang mit den Spielregeln der Währungsunion und eine entsprechend verstärkte, risikoadäquate Differenzierung des Anlageverhaltens innerhalb des Euro-Raums. Dies gehört zu den Eckpfeilern einer zukunftsfähigen Währungsunion, hatte doch die weitgehende Einebnung der Kapitalkosten, die fundamentale Unterschiede zwi-

schen den Empfängerländern ignorierte und somit über die angestrebte und wünschenswerte Vertiefung der finanziellen Integration hinausging, maßgeblich zum Aufbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den Jahren bis 2007 beigetragen. Eine entsprechende Sensibilisierung der Investoren hat offenbar stattgefunden, wie sich sowohl aus der regionalen und sektoralen Zusammensetzung der Kapitalströme als auch aus den bevorzugten Anlageformen erkennen lässt.

Die stärkere Differenzierung zwischen den EWU-Ländern, die sich zudem an über dem Vorkrisenniveau liegenden Zinsunterschieden ablesen lässt, ist grundsätzlich ein Schritt in die richtige Richtung. Sie impliziert jedoch auch, dass selbst nach einem Abebben der Finanz- und Wirtschaftskrise und einer Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte durch Fundamentalfaktoren begründete Zinsunterschiede zwischen den Mitgliedern des Euro-Raums bestehen bleiben können. Solche Unterschiede wären kein Beleg für mangelnde Integration, sondern sie wären zu akzeptieren und als Konkretisierung des weiter auf Eigenverantwortung basierenden Ordnungsrahmens sogar ausdrücklich zu begrüßen.

¹¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2012, a. a. O.