

# Der Einfluss des Kapitalverkehrs auf die Geldmenge im Euroraum

Entwicklungen im Jahr 2012

Patricia Walter<sup>1</sup>

Neben der Kreditvergabe der Banken im Euroraum übt auch der internationale Kapitalverkehr von nichtfinanziellen Unternehmen, Haushalten und dem Staat Einfluss auf die umlaufende Geldmenge und damit potenziell auf die Inflationsentwicklung im Euroraum aus. Während noch im ersten Halbjahr 2012 per saldo Kapital exportiert wurde, nahm im zweiten Halbjahr der Zufluss von Auslandskapital in Schuldverschreibungen und vor allem in Aktien und Investmentzertifikate der Nichtbanken im Euroraum deutlich zu, sodass per saldo Kapital importiert wurde. Als Auslöser dieser positiven Marktstimmung können die Ankündigung geldpolitischer Sondermaßnahmen durch die EZB und staatliche Programme zur Förderung der Finanzstabilität gewertet werden. In Österreich erfolgten zur Jahresmitte 2012 hohe Kapitalimporte aus dem Extra-Euroraum in Anleiheemissionen, sowohl des Staates als auch der Unternehmen, die sich im weiteren Jahresverlauf verringerten.

In ihrer klassischen Darstellung ist die Zahlungsbilanz traditionell Informationsgrundlage der Geldpolitik, so auch im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB als Teil der wirtschaftlichen Analyse zur Abschätzung der kurz- bis mittelfristigen Risiken realwirtschaftlicher Entwicklungen für die Preisstabilität (Handels-, Wechselkurs-

und Importpreisentwicklung). Seit einigen Jahren findet die Zahlungsbilanz jedoch auch Eingang in die monetäre Analyse, um mittel- bis langfristige Inflationsrisiken aufgrund des Zusammenhangs zwischen Geldmengenentwicklung und internationalem Kapitalverkehr beobachten zu können.

7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz <sup>1)</sup>  
(in Mrd. €, Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Nettotransaktionen von MFIs											
	Insgesamt	Leistungs- bilanz und Vermögens- übertragungen	Transaktionen von Nicht-MFIs								Finanz- derivate	Rest- posten
			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen				Übriger Kapitalverkehr			
			Von gebiets- ansässigen Einheiten außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Von gebiets- fremden Einheiten im Euro- Währungs- gebiet	Forderungen		Verbindlichkeiten		Forderungen	Verbindlich- keiten		
1	2	3	4	Aktien und Invest- mentzerti- fikate	Schuldver- schrei- bungen	Aktien und Invest- mentzerti- fikate	Schuldver- schrei- bungen	9	10	11	12	
2010	-213,7	9,6	-338,5	262,6	-73,2	-249,5	139,8	57,7	-159,9	136,9	17,7	-17,0
2011	74,4	23,9	-393,1	250,9	55,2	-49,9	79,3	39,6	-117,2	169,0	-4,9	21,4
2012	123,4	121,7	-216,0	158,3	-39,9	-196,1	156,0	167,4	-114,9	55,1	0,0	31,8
2011 Q4	-31,3	42,7	-124,2	86,0	28,1	4,9	-17,5	-63,7	6,4	17,4	-10,9	-0,5
2012 Q1	-54,3	-2,6	-76,9	70,7	-17,2	-85,4	31,5	27,3	-56,0	62,0	-6,7	-1,0
Q2	4,2	16,0	-68,4	48,5	18,4	-17,5	10,9	39,7	-52,6	13,8	-9,1	4,4
Q3	38,3	44,5	-60,3	32,5	-5,6	-48,2	20,7	30,7	-16,1	30,2	-0,6	10,5
Q4	135,2	63,8	-10,3	6,6	-35,6	-45,0	92,9	69,6	9,9	-50,9	16,4	17,8
2011 Dez.	44,1	25,1	-38,9	48,5	5,7	-2,5	19,2	-44,1	34,7	4,7	-5,1	-3,4
2012 Jan.	-49,8	-11,3	-33,3	35,7	-2,0	-23,2	-6,1	1,5	-21,4	24,4	-6,2	-7,9
Febr.	13,7	-1,8	-21,0	21,9	-5,6	-35,6	0,2	52,3	-18,7	22,3	4,4	-4,7
März	-18,2	10,5	-22,6	13,1	-9,6	-26,6	37,4	-26,4	-15,9	15,2	-4,9	11,6
April	-28,6	2,5	-27,2	22,4	-2,5	-8,8	-3,8	-12,1	2,8	-4,2	0,8	1,3
Mai	18,7	-3,5	-14,6	21,6	8,4	-8,9	-1,2	32,2	-32,6	22,8	-7,0	1,6
Juni	14,1	17,0	-26,6	4,5	12,5	0,2	15,9	19,5	-22,8	-4,7	-2,8	1,5
Juli	11,2	21,3	-11,4	7,1	3,7	-17,1	-0,4	11,8	-29,5	28,3	-2,3	-0,3
Aug.	20,5	9,9	-23,8	39,4	-0,1	-17,7	-2,0	6,0	10,2	-4,3	3,5	-0,7
Sept.	6,5	13,3	-25,2	-14,0	-9,2	-13,5	23,2	12,9	3,2	6,2	-1,8	11,5
Okt.	12,6	13,4	-19,8	10,5	-3,2	-16,4	32,8	7,6	-9,7	-5,1	4,0	-1,5
Nov.	71,4	22,3	4,2	7,2	-1,5	-25,4	15,7	52,9	-12,5	-2,4	10,5	0,4
Dez.	51,2	28,1	5,3	-11,1	-30,9	-3,2	44,4	9,1	32,1	-43,4	1,9	18,9
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen											
2012 Dez.	123,4	121,7	-216,0	158,3	-39,9	-196,1	156,0	167,4	-114,9	55,1	0,0	31,8

Quelle: Monatsbericht EZB.

<sup>1)</sup> Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken, patricia.walter@oenb.at.

In der monetären Darstellung trägt die Zahlungsbilanz dazu bei, die Entwicklung des von der EZB beobachteten Geldmengenaggregats M3 im Rahmen der Monetärstatistik besser zu verstehen.<sup>2</sup> Neben der Kreditvergabe innerhalb des Euroraums bilden die Nettoforderungen der Banken gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums eine weitere Determinante der Geldmenge. Der Import von Auslandskapital kann – so wie eine Zunahme der Ausleihungen an die Nichtbanken – Auswirkungen auf die Geldmenge M3 haben und infolgedessen nachfrage- und preiswirksam werden, weshalb die Nettoauslandsforderungen der Banken als Auslandstangente in Ergänzung zur Inlandstangente der Geldmenge bezeichnet werden.<sup>3</sup>

Während der Bestand an Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums von vergleichsweise untergeordneter Bedeutung ist, weisen die Transaktionen – um Preiseffekte bereinigte Bestandsveränderungen – hohe Ausschläge auf, die in engem Zusammenhang mit der monetären Dynamik stehen. Die Monetärstatistik beinhaltet jedoch keine Informationen über die Zusammensetzung der Nettoauslandsforderungen der Banken, die überwiegend von der Abwicklung des Kapitalverkehrs von Staat, Unternehmen und institutionellen Investoren sowie privaten Haushalten bestimmt werden. Diese Informationen sind nur aus der Zahlungsbilanz verfügbar, in

der die Transaktionen der Nichtbanken zum Zweck der monetären Analyse gesondert erfasst und zusammengeliefert werden (Handel mit Gütern und Dienstleistungen, Einkommen und Laufende Transfers, Vermögensübertragungen, Direkt-, Portfolio- und Sonstige Investitionen). Die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz ermöglicht damit, die Außenwirtschaftstransaktionen mit der Geldmengenentwicklung direkt zu verknüpfen, um die Liquiditätssituation im Euroraum besser beurteilen zu können und frühzeitig Hinweise auf Portfolioumschichtungen und spekulative Blasen zu erhalten.

## 1 Grundlegende Zusammenhänge

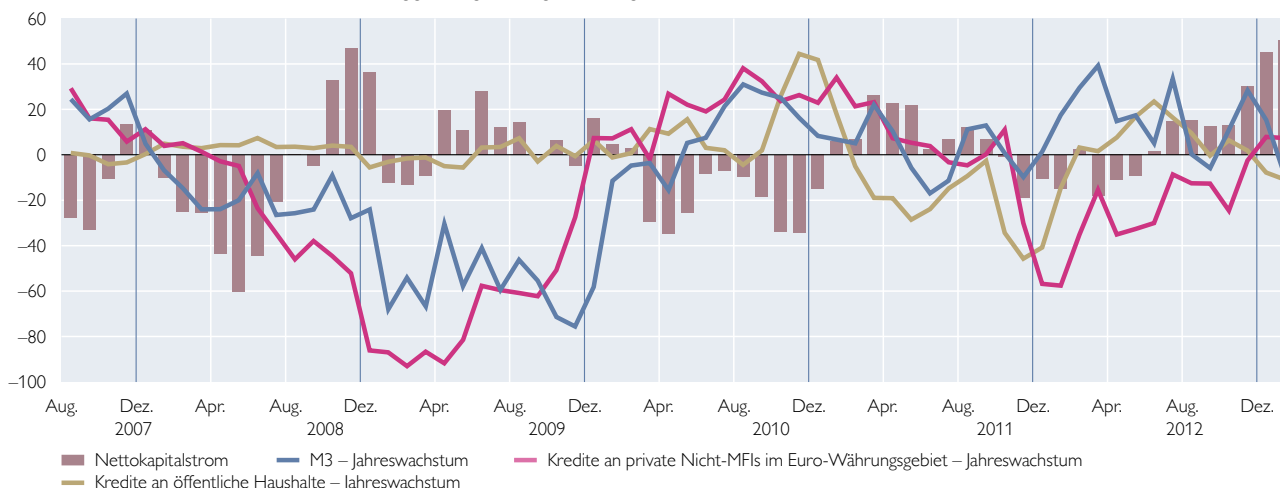
Im Rahmen der monetären Darstellung der Zahlungsbilanz wird die Geldmengenentwicklung auf Basis von Transaktionen beobachtet. Untersuchungen haben gezeigt, dass die Transaktionen eine systematische Vorlaufeigenschaft vor den Bestandsveränderungen der Geldmenge haben, da die Entwicklung der Geldnachfrage nicht von Preis- und Wechselkurseffekten überlagert wird. Im Zuge der Portfolioumschichtungen, die im Zeitraum zwischen 2001 und 2003 stattfanden, konnten die Wendepunkte in der Entwicklung der Geldmenge M3 auf diese Weise bis zu neun Monate früher beobachtet werden als auf Basis der Bestandsveränderungen. Im Durchschnitt ist eine Vorlaufzeit zwischen zwei und vier Monaten zu

<sup>2</sup> M3 = Bargeldumlauf, täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten, Rückkaufsvereinbarungen (Repurchase agreements), Geldmarktfondsanteile, Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.

<sup>3</sup> Kauft zum Beispiel ein gebietsansässiger privater Haushalt ein ausländisches Wertpapier und lässt diese Transaktion durch eine Bank im Euroraum, bei der er ein täglich fälliges Konto unterhält, durchführen, wird in der Zahlungsbilanz eine Erhöhung der Auslandsforderungen der Nichtbanken und spiegelbildlich eine Verringerung der Auslandsforderungen der Banken verbucht. Im Rahmen der Monetärstatistik erfolgen ebenfalls eine Verringerung der Nettoauslandsforderungen der Banken und zusätzlich eine Reduktion deren Forderungen an die inländischen Nichtbanken in Form täglich fälliger Einlagen als Teil der Geldmenge M3. Diese Zusammenhänge sind nicht kausaler Natur, sondern ex post durch die statistische Verbuchungspraxis bestimmt und bilden die Informationsgrundlage für die monetäre Analyse.

## Entwicklung von Geldmenge und Kapitalstrom

Transaktionen in Mrd EUR, weder saison- noch arbeitstagig bereinigt, zuruckgerechneter gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: EZB.

beobachten. Die Aufbereitung der monetären Darstellung der Zahlungsbilanz in gleitende 3-Monats-Durchschnitte hat sich dabei als geeignet erwiesen, um den vorlaufenden Informationsgehalt der Transaktionen zu erhalten, bei gleichzeitiger Glättung der Volatilität der internationalen Kapitalströme für analytische Zwecke.

Die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz zeigt die Auslandstangente an den Wendepunkten des Kapitalstroms zwischen Nettokapitalimporten und -exporten der Nichtbanken als bestimmenden Faktor der monetären Entwicklung im Euroraum. Tests des Zusammenhangs zwischen der transaktionsbedingten Entwicklung der Geldmenge M3 und dem Nettokapitalstrom bestätigen, dass der Zusammenhang in der zweiten Ableitung – in der Veränderung der Transaktionen – am höchsten ist.

Die Umkehrung der Richtung des Kapitalstroms wird in den meisten Fällen von den tendenziell volatilen Portfolioinvestitionen in Aktien bestimmt. Aus verzinslichen Wertpapie-

ren wird hingegen überwiegend Kapital im gemeinsamen Währungs- und Finanzraum importiert. Die Höhe des Nettokapitalimports kann jedoch stark variieren und die Drehung des Eigenkapitalstroms unterstützen oder kompensieren.

Aus einer gemeinsamen Beobachtung von Inlands- und Auslandstangente der Geldmenge ergeben sich Hinweise, inwieweit die Nichtbanken ihre Finanzierungsbedingungen innerhalb des Euroraums durch Auslandstransaktionen kompensieren können. Eine restriktive Kreditpolitik der Banken kann zum Beispiel durch Auslandsfinanzierung in Form von Unternehmensanleihen oder durch die Auflösung von Auslandsinvestitionen und die Rückführung von Kapital in den Euroraum umgangen werden. Die geldpolitische Analyse erhält dadurch Hinweise, in welchem Ausmaß die Effektivität der Zins- und Liquiditatspolitik im Euroraum durch den internationalen Kapitalverkehr und die Entwicklung der globalen Liquidität beeinflusst wird.

Besonders zu Beginn der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise haben die Kapitalströme der Nichtbanken die Geldmengenentwicklung maßgeblich determiniert. Als gegen Jahresende 2007 die weltweiten Folgen der Finanzkrise deutlich wurden, kam es zum Abzug von Auslandskapital aus dem Euroraum. Der Nettokapitalstrom schlug in Kapitalexporte um, die bis Frühjahr 2008 historische Ausmaße erreichten. Noch bevor die Auswirkungen des schrumpfenden Kreditkanals schlagend wurden, hat der internationale Kapitalverkehr damit den Umschwung zu einer negativen monetären Liquiditätsdynamik im Euroraum eingeleitet.

Im weiteren Verlauf des Jahres 2008, als sich die Verringerung der Kreditvergabe im Euroraum zuspitzte, wurden einerseits Schuldverschreibungen in hohem Umfang im Ausland platziert, gleichzeitig führte der nicht-finanzielle Sektor Kapital aus Auslandsveranlagungen zurück in den Euroraum. Daraus folgte eine Drehung des Kapitalstroms hin zu hohen Kapitalimporten, die den kontraktiven Effekt des inländischen Kreditkanals auf die umlaufende Geldmenge abfederten.

## 2 Entwicklungen im Jahr 2012

### 2.1 Euroraum

Im ersten Halbjahr 2012 ergab der Kapitalverkehr der Nichtbanken im Euroraum per saldo Kapitalexporte, da Veranlagungen in ausländischen Schuldverschreibungen deutlich ausgebaut wurden. Aus Eigenemissionen der Nichtbanken floss zu Jahresbeginn hingegen Kapital ans Ausland zurück, indem Emissionen überwiegend getilgt bzw. vom Ausland abgestoßen wurden, und bis Juni 2012 blieb der Auslandsabsatz verhalten. Obwohl in diesem Zeit-

raum die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum gesunken sind und die Unsicherheit der Anleger zurückgegangen ist – gemessen an der aus Optionen abgeleiteten impliziten Volatilität am Anleihenmarkt –, dürften die Risiken hinsichtlich der finanziellen Stabilität und der konjunkturellen Aussichten im Euroraum im internationalen Vergleich dennoch überwogen haben.

Im zweiten Halbjahr 2012 drehte der Kapitalstrom hin zu Kapitalimporten, die zum Jahresende das höchste Ausmaß seit Beginn der Finanzkrise erreichten. Der Zufluss von Auslandskapital in Schuldverschreibungen und vor allem in Aktien und Investmentzertifikate der Nichtbanken im Euroraum nahm deutlich zu. Auslöser für diese positive Marktstimmung dürften insbesondere die Ankündigung von geldpolitischen Outright-Monetary-Transactions (OMTs-Maßnahmen) durch die EZB<sup>4</sup>, die positive Entscheidung des deutschen Bundesverfassungsgerichts zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) sowie die Einigung über ein Rettungsprogramm für Griechenland gewesen sein. Darüber hinaus dürften die Aktienmärkte von der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken und den historisch niedrigen Renditen profitiert haben. Die Auslandsveranlagungen der gebietsansässigen Nichtbanken in Eigenkapitaltitel, die seit Beginn des Jahres 2011 tendenziell aufgelöst worden waren – wodurch Aktienkapital in den Euroraum zurückgeflossen war –, stiegen vergleichsweise geringfügig.

Der Kapitalverkehr der Nichtbanken im Rahmen aktiver und passiver Direktinvestitionen war im gesamten Jahresverlauf 2012 rückläufig. Diese

<sup>4</sup> Siehe dazu den Beschluss des EZB-Rats vom 6. September 2012 zu endgültigen Käufen bzw. Verkäufen an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen.

Entwicklung steht im Einklang mit dem von der UNCTAD (Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung) international festgestellten Abwärtstrend bei grenzüberschreitenden Firmenbeteiligungen im Zuge der weltweiten Konjunkturertrübung. Zum Jahresende 2012 verringerten sich aktive und passive Firmenbeteiligungen des Euroraums drastisch, sodass sich per saldo ein ausgeglichener Kapitalstrom ergab.

Die Ausleihungen der Banken an den privaten Sektor im Euroraum wiesen transaktionsbedingt fast im gesamten Jahresverlauf negatives Wachstum auf. Folglich war die Neukreditvergabe im Vergleich zu 2011 rückläufig und in einigen Monaten wurden die Kreditlinien sogar verkürzt. Wie die EZB berichtet, haben die Banken Wertpapiere des privaten Sektors im Zusammenhang mit der Rückabwicklung von Verbriefungen veräußert. Die Talsohle wurde jedoch bereits zu Jahresbeginn 2012 durchschritten, zum Jahresende stiegen die Ausleihungen transaktionsbedingt erstmals wieder.

Dominiert wurde die Geldmengenentwicklung im Jahr 2012 vor allem von den Krediten an den öffentlichen Sektor, insbesondere durch den Erwerb von Staatsschuldtiteln durch die Banken. Demzufolge und aufgrund eines Abbaus der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der Banken war die Dynamik der monetären Expansion im Frühjahr hoch, trotz der Kapitalexporte in diesem Zeitraum. Auch der Abschwung der Liquiditätsdynamik im weiteren Jahresverlauf wurde von der

Verlangsamung des transaktionsbedingten Wachstums der öffentlichen Ausleihungen bestimmt. Im Zusammenspiel mit den zeitgleich hohen Kapitalimporten unterlag die monetäre Liquiditätsentwicklung jedoch großen Schwankungen.

## 2.2 Österreich

In Österreich wurden zu Jahresbeginn 2012 Nettokapitalexporte der Nichtbanken in geringem Umfang in den Extra-Euroraum verzeichnet, was hauptsächlich auf die Zunahme aktiver Direktinvestitionen zurückzuführen ist. Dem folgten zur Jahresmitte hohe Kapitalimporte, die sich jedoch im weiteren Jahresverlauf verringerten, womit die österreichische Entwicklung gegen den Gesamttrend im Euroraum verlief. Das ist darauf zurückzuführen, dass sich der Auslandsabsatz von Schuldtiteln der Nichtbanken zur Jahresmitte 2012 erhöhte, während nachfolgend Kapital ans Ausland zurückfloss. Vor allem der österreichische Staat, aber auch der private, nichtfinanzielle Sektor, der im Jahr 2012 in historischem Ausmaß Unternehmensanleihen emittierte, lukrierte im zweiten Quartal 2012 Finanzmittel in hohem Umfang in Drittstaaten. Im dritten Quartal wurde dann eine Bundesanleihe im Wert von 10 Mrd EUR mit Erreichen des Laufzeitendes getilgt, wovon knapp 83 % auf ausländische Gläubiger entfielen. Trotz dieser hohen Tilgung dürften sich die Kapitalimporte des österreichischen Staates im Jahr 2012 insgesamt auf rund 5 Mrd EUR belaufen haben.