

# Der Zusammenhang von Geldmenge und Zahlungsbilanz im Euroraum im Jahr 2006

Patricia Walter

Im zweiten Halbjahr 2006 war eine neuerliche Akzelerationsphase der im Euroraum umlaufenden Geldmenge M3 zu beobachten. Wie schon im Zeitraum zwischen 2001 und 2003 wurde auch diese Phase maßgeblich von der Auslandstangente, den Außenwirtschaftstransaktionen von Nichtbanken, bestimmt. Im Mai 2006 wechselte die Auslandstangente von tendenziellen Kapitalabflüssen zu Kapitalzuflüssen. Bestimmt wurde der Trendwechsel von der hohen Attraktivität des Euroraums als Anlagegebiet für Wertpapierinvestitionen. Dieser Zusammenhang von Geldmenge und Auslandstangente, unterstützt von einer global hohen Liquidität und der vorherrschenden Erwartung der Marktteilnehmer, dass sich die Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA verringern wird, hat die Dynamik der internationalen Kapitalströme als Kriterium für die Zinspolitik ins Zentrum gerückt.

## 1 Informationsbedarf über die Auslandstangente der Geldmenge

Zu Jahresende 2006, im November und Dezember, beschleunigte sich das Wachstum der strategischen Geldmenge M3 im Euroraum stark.<sup>1</sup> Im selben Zeitraum fand eine auffallende Zunahme der Nettoauslandsforderungen der Banken statt. Anlässlich der Pressekonferenz zur Sitzung des EZB-Rats am 8. Februar 2007 bestätigte der Präsident der EZB, Jean-Claude Trichet, diesen beobachtbaren Zusammenhang. Ferner führte der EZB-Präsident aus, „that there is room for further work (and) that we have to improve our understanding of the dynamics of this external side of the coin“.

Neben der Inlandstangente, im Wesentlichen die Kreditvergabe an

den privaten Sektor, die dem Volumen nach den wichtigsten Gegenposten von M3 darstellt, wird die Dynamik der Geldmengenentwicklung auch von Kapitalflüssen gegenüber Drittstaaten bestimmt. Bereits zu Beginn der WWU gab es Bestrebungen, ein eigenes statistisch-analytisches Instrument einzurichten, die monetäre Darstellung der Euroraum-Zahlungsbilanz, um die Einflüsse dieser sogenannten Auslandstangente im Detail quantifizieren und analysieren zu können. Aufgrund des zunehmenden Grads der Offenheit von Volkswirtschaften, und zwar nicht innerhalb des Euroraums, sondern gegenüber Drittstaaten, gewinnt die Auslandstangente für die Durchführung der Geldpolitik an Bedeutung.

<sup>1</sup> Zusammensetzung des Geldmengenaggregats M3: Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1), Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (M1-M2), vom MFI-Sektor begebene, marktfähige Instrumente (Geldmarktpapiere und Geldmarktfondsanteile, Schuldtitel mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren) sowie Repo-Geschäfte (M1-M2-M3).

### Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz

Die Euroraum-Zahlungsbilanz erfasst in monetärer Darstellung die Außenwirtschaftstransaktionen des geldhaltenden Sektors, das heißt der Nichtbanken des Euro-Währungsgebiets. Indem die entsprechenden Zahlungen über das Bankensystem im gemeinsamen Währungsraum abgewickelt werden, bestimmen die Transaktionen der Nichtbanken die Entwicklung der Nettoauslandsforderungen der Banken. Im Rahmen der Monetärstatistik bilden diese als statistischer Gegenposten der Geldmenge M3 die Auslandstangente ab. Damit ist jedoch nur das Ergebnis aller real- und finanzwirtschaftlichen Transaktionen in Summe erfasst. Die Zahlungsbilanz beinhaltet im Gegensatz dazu die notwendigen Struktur- und Detailinformationen, um die für die geldpolitische Analyse wichtigen Bestimmungsfaktoren der Auslandstangente und die Transaktionsmotive der Nichtbanken ableiten zu können.

Die Analyse der Auslandstangente der Geldmenge lässt auf einen deutlichen Zusammenhang zwischen den internationalen Kapitalströmen und der Liquiditätsentwicklung im Euro-Währungsgebiet schließen. Im Gegensatz zum inländischen Kreditkanal, der aufgrund des Volumens der Transaktionen die Entwicklung von M3 bestimmt, beruht der Einfluss der Auslandstangente auf dem Wechsel zwischen Kapitalimporten und -exporten. Demnach wird die Dynamik der Geldmengenentwicklung, ob sich diese beschleunigt oder verlangsamt, von der Trendrichtung des internationalen Kapitalstroms beeinflusst.

## 2 Entwicklung der Auslandstangente zwischen 1999 und 2006

Aus der Beobachtung der monetären Darstellung der Euroraum-Zahlungsbilanz zwischen 1999 und 2006 lassen sich sechs Phasen des wechselnden Einflusses der Auslandstangente im Euro-Währungsgebiet unterscheiden. Grafik 1 zeigt dazu die Entwicklung der Geldmenge und der Inlands- sowie Auslandstangente. Basis sind nicht saisonbereinigte Transaktionen laut Monetärstatistik des Euroraums, die um Wechselkurseffekte bereinigt sind. Grafik 2 zeigt die Details der Auslandstangente auf Basis der Euroraum-Zahlungsbilanz. Im Zentrum der Analyse stehen dabei die Ergebnisse der internationalen Transaktionen bei Beteiligungstiteln (sowohl Wertpapierinvestitionen als auch Firmenbeteiligungen) und Anleihen.<sup>2</sup>

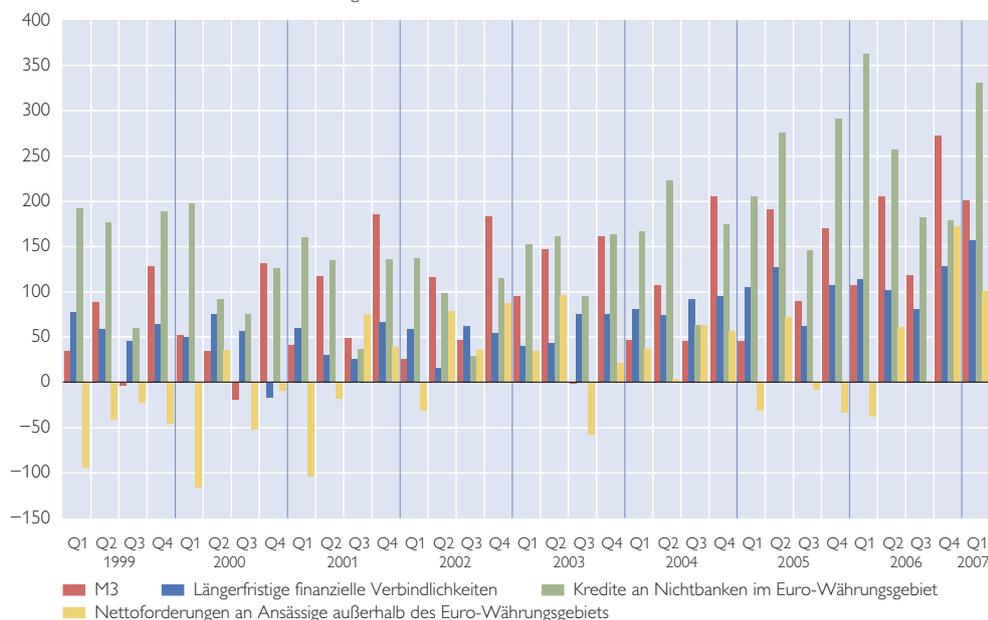
Vergleicht man die Entwicklung der Auslandstangente laut Zahlungsbilanz mit jener der Monetärstatistik, so zeigt sich eine Übereinstimmung, sowohl im Trendverlauf als auch – mit Ausnahme einzelner Perioden – in den Volumina. Weiters zeigt Grafik 2, dass der Euroraum zwischen Importen und Exporten von Beteiligungskapital wechselt. Dem gegenüber ist das Euro-Währungsgebiet dem Trend zufolge Importeur von Anleihekaptal. Die entsprechenden Kapitalflüsse schwanken kaum in der Richtung, jedoch in den Volumina, was zu teilweise hohen Ausschlägen führen kann. Betrachtet man die beiden ausgeprägten expansiven Phasen der Auslandstangente im Zeitraum zwischen 2001 und 2003 sowie im zweiten Halbjahr 2006, so wurde jeweils der Wechsel des Beteiligungskapitals zu Kapitalimporten von sprunghaften

<sup>2</sup> Neben dem Kapitalverkehr, der für die monetäre Analyse den wichtigsten Bestandteil darstellt, umfasst die Auslandstangente auch realwirtschaftliche Transaktionen. Diese können den Gesamttrend in einzelnen Perioden verstärken. Beispiele dafür sind die Jahre 2000 und 2005, in denen die Leistungsbilanz des Euroraums in ein Defizit rutschte und damit zum kontraktiven Effekt der Auslandstangente beitrug.

Grafik 1

### M3 und Gegenposten

Transaktionen in Mrd EUR; nicht saisonbereinigt

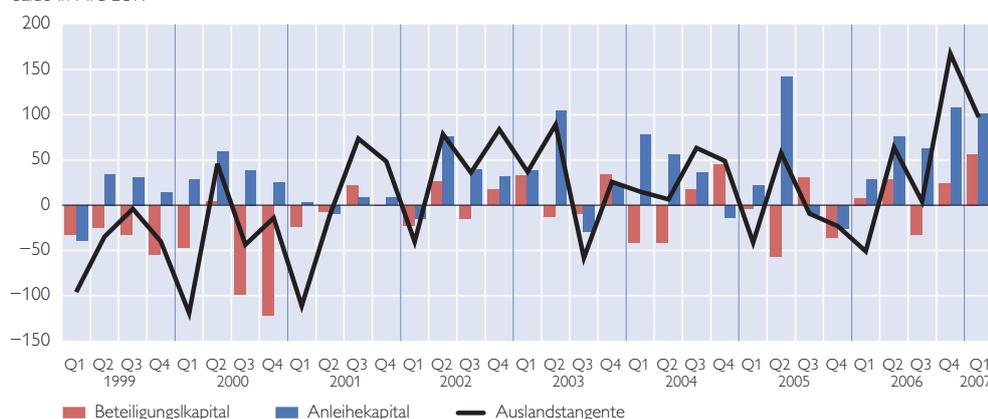


Quelle: EZB.

Grafik 2

### Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz: insgesamt und Kapitalverkehr

Saldo in Mrd EUR



Quelle: EZB.

Anstiegen im Import von Anleihekaptial unterstützt.

Zwischen dem Jahresbeginn 1999 und Frühjahr 2001 steuerte die Auslastangente der inländisch basierten Dynamik von M3 entgegen und verhinderte ein Überschießen der Wachstumsraten, indem in Summe

Kapital aus dem Euro-Währungsgebiet abfloss (Grafik 1). In dieser Phase waren „Euro carry trades“ in dem Sinn von Bedeutung, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen im Euroraum von gebietsansässigen Unternehmen genutzt wurden, um aktiv am Internationalisierungstrend

der Unternehmensstandorte und am New-Economy-Boom in den USA teilzunehmen (siehe Beteiligungskapital in Grafik 2).<sup>3</sup>

In der folgenden Phase der Akzeleration des Geldmengenwachstums im Euroraum, zwischen erstem Halbjahr 2001 und 2003, wechselte die Auslandstangente vom kontraktiven zum treibenden Einflussfaktor (Grafik 1). Nach dem Platzen der New-Economy-Blase und vor dem Hintergrund des weltweiten Konjunkturabschwungs, der durch die Terroranschläge vom 11. September 2001 verstärkt wurde, betrachteten Investoren den Euroraum als sicheren Hafen für internationales Kapital (Grafik 2).<sup>4</sup> Neben dem Zufluss von Auslandskapital wurde auch vormals in Drittstaaten veranlagtes Kapital durch im Euroraum ansässige Investoren repatriiert („home bias“).

Im Zuge der sich langsam verringernden wirtschaftlichen Unsicherheit normalisierte sich auch das Anlageverhalten und die Nichtbanken im Euroraum kehrten als Investoren an die internationalen Kapitalmärkte zurück (Grafik 2). Dadurch schwenkte die Auslandstangente dem Trend zufolge in einen kontraktiven monetären Beitrag um, das heißt, der Euro-

raum war wiederum Kapitalexporteur. In dieser Zeit, zwischen der Jahresmitte 2003 und 2004, trat auch eine Entspannung des Geldmengenwachstums ein (Grafik 1).

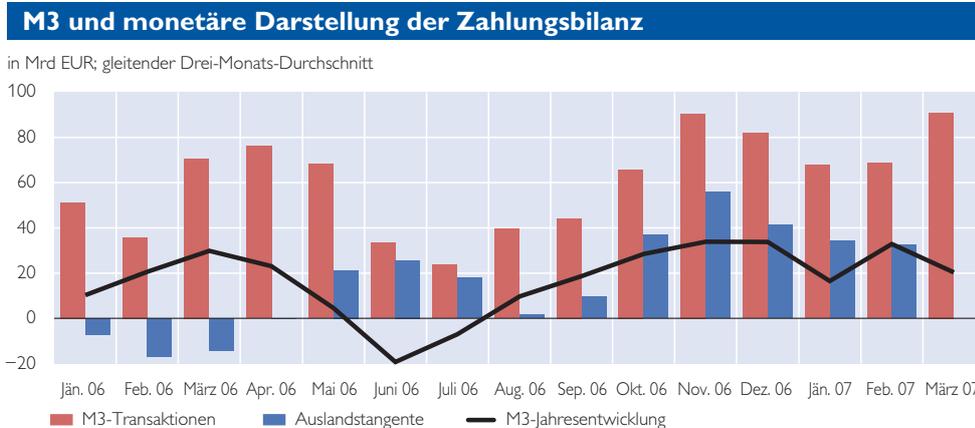
Bereits im zweiten Halbjahr 2004, als eine weitere Akzeleration in M3 einsetzte, war auch ein neuerlicher Trend zu Kapitalimporten im Euro-Währungsgebiet zu beobachten (Grafik 1). Anhaltend niedrige Zinsen und hohe Unternehmenserträge hatten positive Bedingungen für die Aktienmärkte im Euroraum geschaffen (Grafik 2).

Im Verlauf des Jahres 2005 und zu Jahresbeginn 2006 nahmen hingegen die Auslandsinvestitionen gebietsansässiger Anleger dem Trend zufolge wieder zu (Grafik 2). Dieser kontraktive Einfluss der internationalen Transaktionen von Nichtbanken erreichte im zweiten Quartal 2006 ein vorläufiges Ende. Ab diesem Zeitpunkt wurden wieder hohe Kapitalimporte im Euroraum verzeichnet (Grafik 2). Damit wirkte die Auslandstangente der einsetzenden Normalisierung der Geldmengenentwicklung entgegen (Grafik 1). Zur Jahresmitte 2006 setzte eine neuerliche Phase beschleunigten Geldmengenwachstums ein.

<sup>3</sup> Bei einem klassischen „carry trade“ handelt es sich um ein Arbitragegeschäft zur gewinnbringenden Ausnutzung internationaler Zinsdifferenzen. Es werden Kapitalmittel zu einem niedrigen Zinssatz in Währung A aufgenommen, aktuell z. B. dem japanischen Yen und in Währung B zu einem höheren Zinssatz veranlagt, z. B. im Euro-Währungsgebiet.

<sup>4</sup> Der enge Zusammenhang, der zwischen der Dynamik von M3 und den internationalen Kapitalströmen in diesem Zeitraum feststellbar ist, erlaubt die Schlussfolgerung, dass diese erste Akzelerationsphase der Geldmenge nicht von geldtheoretischen Transaktions-, sondern von Sicherheitsmotiven bestimmt wurde. Die EZB hat die Portfolioumschichtungen in sichere und liquide Anlageformen, die infolge der allgemeinen wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit stattfanden, mehrfach thematisiert (siehe EZB-Monatsberichte Oktober 2004 und 2005).

Grafik 3



### 3 Expansiver Einfluss der Auslandstangente im zweiten Halbjahr 2006

Im Dezember 2006 kletterte das Wachstum der strategischen Geldmenge M3 aufgrund von Transaktionen auf 165 Mrd EUR.<sup>5</sup> Glättet man die volatile Entwicklung der Transaktionen über drei Monate, dann zeigt sich, dass der Euroraum ab Juni in eine Akzelerationsphase der Geldmenge eingetreten ist (Grafik 3). Zu Jahresende 2006 hat diese Phase einen vorläufigen Wendepunkt erreicht. Die Frühinformation der transaktionsbedingten Entwicklung weist folglich darauf hin, dass der Euroraum zu Jahresbeginn 2007 wieder in eine Phase gemäßigteren Geldmengewachstums eingetreten ist.

Die Auslandstangente der Geldmenge, gemessen an der monetären

Darstellung der Euroraum-Zahlungsbilanz, hat das Wachstum von M3 im Dezember deutlich unterstützt. Per saldo flossen dem Euro-Währungsgebiet aus Transaktionen der Nichtbanken mit dem Extra-Euroraum 75 Mrd EUR an Kapital zu. Wie die Zeitreihenbeobachtung zeigt, war die Auslandstangente seit Mai 2006 ein potenziell treibender Faktor des expansiven monetären Trends (Grafik 3). Der Euroraum wechselte in diesem Zeitraum von einem Kapital-exporteur zu einem -importeur.

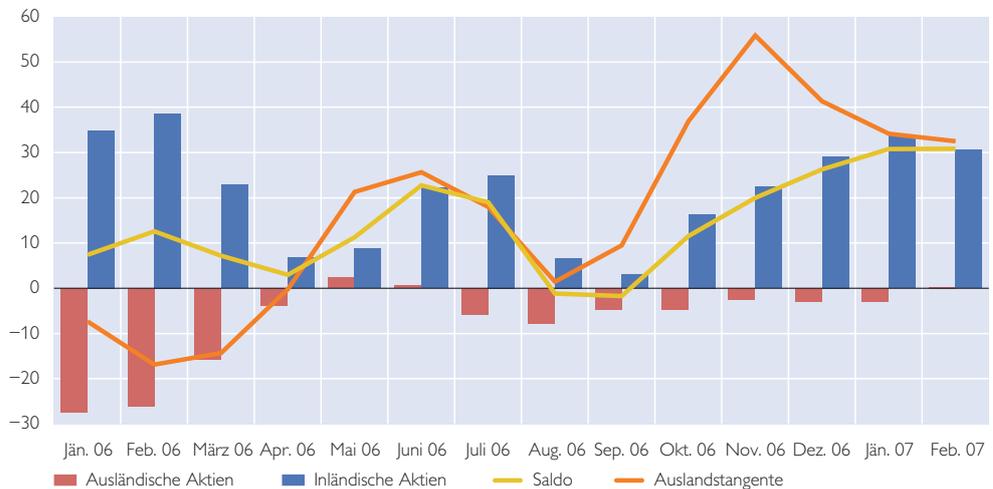
Bestimmt wurde diese Entwicklung vom kurzfristigen Kapitalverkehr, das sind Portfolioinvestitionen, internationale Transaktionen in Aktien (inklusive Investmentzertifikate) und in Anleihen (Grafiken 4 und 5).<sup>6</sup> Im April und Mai 2006 kam es im Umfeld inflationärer Tendenzen und

<sup>5</sup> Das Analysekonzept der Auslandstangente erfordert, M3 auf Basis von Transaktionen darzustellen, das heißt bereinigt um die Effekte von Wertveränderungen und Änderungen in der Erhebungs- und Berechnungsmethode der Monetärstatistik (Reklassifikationen). Zusätzlich zu den Erkenntnissen über Dynamik und Struktur der Auslandstangente bietet dieses Konzept damit die Möglichkeit, Trendänderungen der Geldnachfrage unverzerrt und damit frühzeitig erkennen und einschätzen zu können. Es zeigt sich, dass die Entwicklung der Transaktionen den Bestandsveränderungen systematisch zwischen zwei und vier Monate voraussieht. In der ersten Akzelerationsphase, in den Jahren 2001 bis 2003, signalisierte die transaktionsbedingte Entwicklung sogar neun Monate früher, dass ein unterer Wendepunkt im Wachstum von M3 erreicht war.

<sup>6</sup> Für Forderungen aus Portfolioinvestitionen ist die für die monetäre Darstellung notwendige Unterscheidung nach Intra- und Extra-Euroraum sowie nach den Akteuren (Banken und Nichtbanken) eindeutig möglich, nicht jedoch für die entsprechenden Verbindlichkeiten. Allerdings führt die EZB, neben der Bereinigung um Geldmengekomponenten, Korrekturen der Zahlungsbilanzdaten für den Intra-Euroraum durch.

**Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz: Aktieninvestitionen**

in Mrd EUR; gleitender Drei-Monats-Durchschnitt



Quelle: EZB, OeNB.

weltweit steigender Zinssätze zu einem Ausstieg aus Aktientiteln und internationalen Kursverlusten. Es erfolgten Umschichtungen von Portfolioinvestitionen in Anleihetitel des Euroraums. Seit September 2006, nach einer weiteren Phase erhöhter Unsicherheit und Volatilität, hat der Kapitalimport bei Aktien stetig zugenommen und im Februar 2007 auf hohem Niveau seitwärts tendiert. Dieser Trend kann auf die hohe Attraktivität zurückgeführt werden, die Aktien gebietsansässiger Unternehmen in diesem Zeitraum für internationale Investoren erreicht haben, sowohl im Zuge der positiven Gewinnaussichten im Euroraum als auch der Diskussion um ein „soft landing“ in den USA.

Die rasche Beschleunigung der Kapitalzuflüsse ab August 2006 und die Erreichung von bislang nicht beobachteten Spitzenvolumina im November und Dezember wurden von der Entwicklung im Anleihe segment bestimmt. Dazu trugen die hohe Emissionstätigkeit bei Unternehmensanleihen im Euro-Währungs-

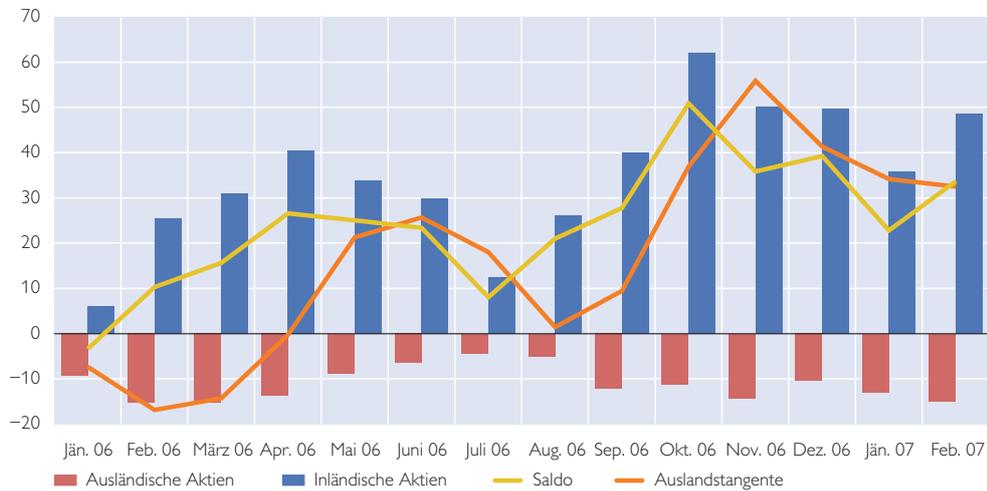
gebiet gemeinsam mit einer hohen Auslandsnachfrage vor dem Hintergrund robuster Wirtschaftsaussichten und der Erwartung einer restriktiven Geldpolitik im Euroraum sowie die vorherrschende Zinsunsicherheit in den USA bei. In diesem Zusammenhang gewannen nicht nur Transaktionen mit langfristigen Titeln für die Entwicklung der Auslandstangente an Relevanz, sondern auch jene mit Geldmarktpapieren. Diese können, auch eine Indikation für den Trend zu „carry trades“ sein.

Im Zuge des anhaltenden Trends zur Internationalisierung von Unternehmensstandorten haben Direktinvestitionen den expansiven Gesamteffekt der Auslandstangente im Zeitraum zwischen April und Dezember 2006 beschränkt. Der Zeitreihenbeobachtung zufolge waren tendenziell steigende Kapitalexporte zu verzeichnen (Grafik 6). Im Frühjahr 2007 erfolgte jedoch ein Trendwechsel. Das geht sowohl auf tendenzielle Zuflüsse konzerninternen Kreditkapitals zurück als auch auf verringerte Abflüsse von Beteiligungskapital. Gebietsan-

Grafik 5

**Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz: Anleiheinvestitionen**

in Mrd EUR; gleitender Drei-Monats-Durchschnitt



Quelle: EZB, OeNB.

sässige Konzerne haben ihre Neuinvestitionen in Drittstaaten seit Dezember 2006 stetig verringert.

**4 Zusammenfassung**

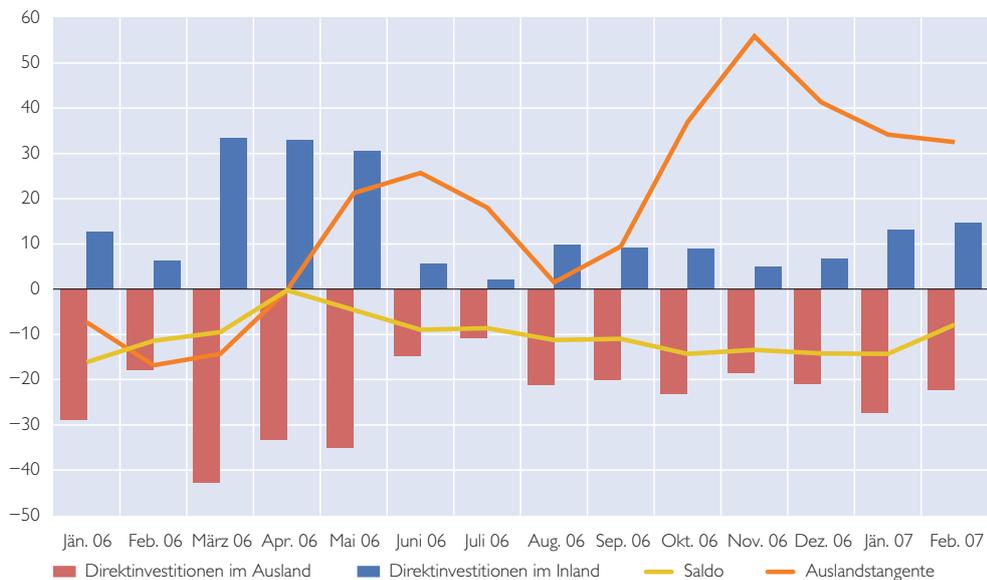
Resümierend lässt sich die Akzelerationsphase der Geldmenge im zweiten Halbjahr 2006 mit jener im Zeit-

raum zwischen 2001 und 2003 vergleichen. In beiden Fällen wurde die Liquiditätsentwicklung maßgeblich von der Auslandstangente aufgrund der im internationalen Vergleich hohen Attraktivität des Euroraums als Anlagegebiet unterstützt. Dadurch wurden hohe Kapitalzuflüsse aus

Grafik 6

**Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz: Direktinvestitionen**

in Mrd EUR; gleitender Drei-Monats-Durchschnitt



Quelle: EZB, OeNB.

Drittstaaten lukriert. Zugleich waren aufgrund des niedrigen Diversifikationsanreizes gebietsansässiger Investoren Kapitalabflüsse gering bzw. wurde vormals außerhalb des Euro-raums veranlagtes Kapital repatriiert, was vor allem die Akzelerationsphase in den Jahren 2001 bis 2003 betraf. Die EZB weist ferner darauf hin, dass

der aktuell expansive Trend der Aus-landstangente im Euro-Währungs-gebiet durch eine global hohe Liquidi-tät unterstützt wird, die seit dem globalen Wirtschaftsabschwung im Jahr 2001 durch starkes Geldmen-gen- und Kreditwachstum vor dem Hintergrund einer langfristig nied-rigen Zinslandschaft entstanden ist.