

Der Einfluss grenzüberschreitender Kapitalströme auf monetäre Indikatoren im Euroraum

Patricia Walter¹

Monetäre Variablen, der Zinssatz und die Geldmenge werden durch die Wirkungszusammenhänge offener Volkswirtschaften tangiert. Wie das Mundell-Fleming-Modell zeigt, erhält der Grad der Kapitalmobilität dadurch zentrale Bedeutung für die Geldpolitik (makroökonomisches Trilemma). Die vorliegende Analyse beschäftigt sich mit der Tendenz zu vollständiger Kapitalmobilität und deren Einfluss im Euroraum. Es wird auf die empirischen Arbeiten von Obstfeld und Taylor (2004) Bezug genommen sowie auf den monetären Beitrag der Zahlungsbilanz des Euroraums. Die Verknüpfung von Monetär- und Zahlungsbilanzstatistik zeigt, wie der internationale Kapitalverkehr die Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet beeinflusst.

1 Der Forschungsansatz – das makroökonomische Trilemma – und der Aufbau der Analyse

„The openness of the economy imposes constraints on the effectiveness and proper conduct of macroeconomic policies and it also provides policy makers with information which may be usefully exploited in the design of policy.“ (Frenkel, 1983)

Bislang unterstellen Analysen des Euroraums großteils ein hohes Maß der Geschlossenheit des Währungsgebiets, d. h. Wirtschaftstransaktionen würden vorwiegend zwischen den Mitgliedstaaten stattfinden. Die vorliegende Analyse stellt jedoch den Grad der Kapitalmobilität, der aus der Integration des Euro-Währungsgebiets in die internationalen Kapitalmärkte resultiert und die daraus folgenden Herausforderungen in der Durchführung der Notenbankaufgaben, von der Erstellung von Finanzstatistiken bis zur Gewährleistung der Preisstabilität, in den Mittelpunkt der Untersuchung. Der Zusammenhang von Kapitalmobilität und Geldpolitik ist Teil des makroökonomischen Trilemmas (Obstfeld et al., 2004 sowie Obstfeld und Taylor, 2004) von

1. Wechselkursstabilität,
2. freier Kapitalmobilität und
3. Geldpolitik, die an der Erreichung inländischer Ziele orientiert ist.²

In Folge der theoretischen Arbeiten von Mundell und Fleming über offene Volkswirtschaften wurde der Zusammenhang der drei Ziele als nicht stabil erkannt, d. h., diese können nicht simultan erfüllt werden. Kapitalverkehrsfreiheit impliziert, dass die Währungsbehörde nicht zugleich intern und extern Stabilität herstellen kann. Ein flexibles Wechselkurssystem, wie es im Euroraum und den anderen großen Wirtschaftsräumen implementiert ist, befreit die Währungspolitik von einem notwendigen Kriterium, der Verteidigung eines fixen Wechselkurses. Dadurch erlangt die Notenbank Kontrolle über die nominale Geldmenge. Ein sich frei anpassender, ausgleichender Wechselkurs wird als teilweiser Schutz des inländischen Gleichgewichts vor externen Schocks gesehen. „In the case of floating regimes, the exchange rate bears the burden of absorbing the shocks to international interest rates“ (Frankel et al., 2002).

¹ Die Autorin dankt den Mitarbeitern der Banca d'Italia, Servizio Studi, Ufficio Bilancia dei Pagamenti für die Unterstützung bei ihrer Forschungsarbeit, die während eines Aufenthalts der Autorin bei der Banca d'Italia im Herbst 2004 verfasst wurde.

² Die Thematik wurde bereits in den Achtzigerjahren für den Euroraum von Tommaso Padoa-Schioppa (1988) unter dem Titel „incompatible triangle“ diskutiert.

1.1 Die Zahlungsbilanz als Element der monetären Analyse

Im Gegensatz zu automatischen Reaktionsregeln, die auf ein Geldmengen-, Inflations- oder Wechselkursziel abstellen, hat die Europäische Zentralbank (EZB) eine komplexe geldpolitische Strategie implementiert, an der sie die Durchführung ihrer Maßnahmen ausrichtet. Diese besteht in einer quantitativen Definition von Preisstabilität und dem bekannten Zwei-Säulen-Modell – die wirtschaftliche und die monetäre Analyse – zur Beurteilung der Inflationsrisiken. Damit anerkennt die EZB die Abhängigkeit der Preisentwicklung von einer Vielzahl ökonomischer Variablen mit kurz- bis langfristigen Zeithorizonten (EZB, 2004). Die traditionelle Aufbereitung der Zahlungsbilanzinformation und die Wechselkursentwicklung sind Elemente der wirtschaftlichen Analyse. Damit sollen aktuelle, kurz- bis mittelfristige Determinanten der Preisentwicklung erfasst werden, die vor allem im Zusammenhang mit der realen Wirtschaftstätigkeit und deren Finanzierung stehen. Bestandteil der geldpolitischen Strategie der EZB ist jedoch die Auffassung von Inflation als letztlich monetäres Phänomen (EZB, 2004). Aufgrund der Anerkennung der Wirkungszusammenhänge der Quantitätstheorie des Geldes wird mittel- bis langfristig ein stabiler Zusammenhang zwischen nominalem Geldbestand und Preisentwicklung angenommen. Die kontinuierliche Be-

obachtung der Geldmenge dient dementsprechend als langfristiger nominaler Anker für die Durchführung der Geldpolitik, wodurch langfristige Trends über kurzfristig wirkende Zusammenhänge und Schocks hinaus berücksichtigt werden sollen.³

Seit Juni 2003 veröffentlicht die EZB die monetäre Aufbereitung der Zahlungsbilanz des Euroraums (Monetary Presentation) in tabellarischer Form.⁴ Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) hat das neue Statistikangebot der interessierten Öffentlichkeit bereits bekannt gemacht und die statistisch-analytischen Grundprinzipien erläutert.⁵ Mit dem zunehmenden Angebot der Euroraum-Statistiken werden die empirischen Voraussetzungen für eine umfassende geldpolitische Analyse geschaffen. Ziel ist dabei, neben der Vollständigkeit der Information im Hinblick auf Sektoren, Märkte und Wirtschaftsströme, eine weitgehende Harmonisierung der verschiedenen Statistiken zu erreichen, um ein unverzerrtes Bild der Gesamtwirtschaft im Euroraum widerzuspiegeln (EZB, 2004a). Die „Monetary Presentation“ des Euroraums, die in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken innerhalb des ESZB als Datenset etabliert wurde, ermöglicht, die Auslandstangente der Geldmengenentwicklung zu erfassen. Sie stellt damit einen wichtigen Beitrag für die Analyse der Geldmengenentwicklung im Euroraum dar.

³ Zum Wirkungszusammenhang von Geldmenge und Preisniveau sowie zur Auswertung monetärer Daten zur Früherkennung von Risiken für die Preisstabilität siehe EZB (2004b).

⁴ Siehe EZB-Monatsbericht, Statistik des Euro-Währungsgebiets, Tabelle 7.2.

⁵ Für eine Erläuterung des statistisch-analytischen Grundkonzepts der Monetary Presentation siehe EZB (2004a) und Walter (2003).

Für eine umfassende Beurteilung der Liquiditätslage im Euroraum geht die monetäre Analyse über die Kontrolle des Referenzwerts der für die Zwecke der Geldpolitik definierten, strategischen Geldmenge M3 hinaus.⁶ Die längerfristige Inflationsentwicklung wird auf Basis einer detaillierten Analyse der Struktur des Wachstums von M3 eingeschätzt. Neben den Komponenten der Geldmenge beinhaltet die monetäre Analyse auch die Beobachtung der Gegenposten.⁷ Durch die Verknüpfung von Daten der Monetär- und der Zahlungsbilanzstatistik findet der Beitrag der Auslandstangente zur Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet Berücksichtigung. Die Zahlungsbilanzstatistik ist aufgrund der Bilanzidentität⁸ sowie der Harmonisierung der Daten mit jenen der Monetärstatistik Quelle von Strukturinformationen über die Entwicklung des externen Gegenpostens von M3 (Nettoforderungen des Bankensystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets – Nettoauslandsforderungen). In Summe ergibt die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euroraums den Nettokapitalfluss des Geldhaltenden Sektors gegenüber dem Rest der Welt. Die Analyse der Transaktionen der nichtfinanziellen Wirtschaftssubjekte versucht die Determinanten der Geldnachfrage zu bestimmen.

1.2 Der theoretische Forschungsansatz

Aufgrund der intuitiv einfachen Darstellung der Zusammenhänge offener Volkswirtschaften sowie der Politikimplikationen und der Ableitung der Existenz des makroökonomischen Trilemmas stellt das Mundell-Fleming-Modell bis heute einen zentralen Bestandteil der Makroökonomik offener Volkswirtschaften dar (Dornbusch, 2000; Rose, 2000). Mittlerweile haben die Erkenntnisse der New Open Economy Macroeconomics (NOEM), u. a. Arbeiten von Obstfeld und Rogoff, zur Verbesserung des Verständnisses internationaler Wirtschaftsbeziehungen beigetragen, wobei das Basismodell von Mundell und Fleming erheblich modifiziert wurde (Obstfeld, 2001). Die wesentlichen wirtschaftspolitischen Implikationen der NOEM stehen jedoch überwiegend im Einklang mit jenen von Mundell und Fleming. Mittelpunkt des ursprünglichen Modells ist der Zusammenhang von Zahlungsbilanz- und Geldmengenentwicklung. Dieser bildet die modelltheoretische Grundlage für die Untersuchung der geldpolitischen Determinanten bei flexiblem Wechselkurs und vollständiger Kapitalmobilität. Im Hinblick auf aktuelle geldpolitische Ziele wird auch auf die Weiterentwicklung der Mundellschen Theorie Bezug genommen. Der Schwerpunkt dabei liegt auf der Sicherung von Preisstabilität

⁶ M3 wurde im Hinblick auf die Stabilität des Zusammenhangs von Geldmenge und Preisentwicklung bzw. weitgehende Zinsneutralität sowie monetärstatistische Voraussetzungen definiert und beinhaltet im Wesentlichen Bargeld und Einlagen sowie Emissionen des MFI-Sektors mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

⁷ Die Monetärstatistik (konsolidierte Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs) im Euroraum) erfasst die Aktiva und Passiva des Bankensystems als Geldschöpfungssektor im Euroraum. Sie ist damit die statistische Grundlage der strategischen Zielgröße, der Geldmenge M3. Aufgrund des Bilanzzusammenhangs bilden die Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets, wie auch Ausleihungen an Nichtbanken im Euroraum, rechnerisch Gegenposten von M3.

⁸ Aufgrund des Prinzips der zweifachen Verbuchung entsprechen in der Zahlungsbilanzstatistik die Nettokapitalflüsse der Banken der Gegenbuchung der Nettoflüsse aus Transaktionen der Nichtbanken.

im Kontext einer monetären Sicht von Inflation. Mundell legte mit diesen Arbeiten den Grundstein für den monetären Ansatz der Zahlungsbilanz (monetary approach to the balance of payments).

1.3 Der empirische Forschungsansatz und die Ergebnisse

Aktuelle Untersuchungen beschäftigen sich mit dem Ausmaß des wirtschaftspolitischen Freiheitsgrades unter den Bedingungen der „Post-Bretton-Woods-Ära“.⁹ Das moderne, internationale Währungssystem – auch als „Unsystem“ von einigen Autoren bezeichnet – beinhaltet in seiner Idealform i) die Freiheit der Kapitalbewegungen und ii) die weitgehende Freiheit in der Verfolgung nationaler geldpolitischer Ziele, da sich iii) der Wechselkurs unabhängig von internationalen Vereinbarungen als ausgleichendes Residual anpasst.¹⁰ Obstfeld und Taylor (2002, 2004), Frankel et al. (2002) sowie Obstfeld et al. (2004) vergleichen in ihren empirischen Arbeiten diesen Lösungsansatz des makroökonomischen Trilemmas mit jenem des klassischen Goldstandards (1870 bis 1914) sowie der Bretton-Woods-Ära (1945 bis 1971). Dabei stellt sich die Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte nicht als stetiger Prozess dar, sondern als Wellenbewegung, die mit den Entwicklungen in der Lösung des makroökonomischen Trilemmas in Zusammenhang steht.

Die vorliegende Analyse wendet die Fragestellung auf den Euroraum an und testet, inwieweit die Verän-

derung des Zinssatzes im Euro-Währungsgebiet der internationalen Entwicklung entspricht, wobei in Ermangelung eines entsprechenden internationalen Indikators eine repräsentative Basisrate herangezogen wird. Der Vergleich mit den Ergebnissen bei Obstfeld und Taylor stützt die Hypothese, dass der internationale Kapitalverkehr des Euroraums in Richtung perfekter Kapitalmobilität tendiert. Dabei scheint der Einfluss des Kapitalverkehrs auf nationale monetäre Indikatoren von größerer Bedeutung zu sein als der mit einem flexiblen Wechselkurs verbundene Schutz des internen Gleichgewichts vor externen Schocks. Über die Ableitung empirischer Regelmäßigkeiten hinaus bestimmt in der Folge der quantitative Forschungsansatz die Erklärungsfaktoren der beobachtbaren Zusammenhänge, d. h. den Transmissionskanal der internationalen Entwicklung auf jene im Euro-Währungsgebiet. Statistische Grundlage ist die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euroraums. Diese ermöglicht darüber hinaus, wie bereits dargestellt, die direkte Verknüpfung von Geldmenge und Auslandstangente. Die Analyse zeigt, dass die Determination der absoluten Veränderung der Geldmenge im Euroraum durch die Zahlungsbilanz nicht ausgeprägt ist. Der Kapitalfluss gegenüber den anderen Wirtschaftsregionen der Welt ist jedoch ein wichtiger Erklärungsfaktor für die Trendkomponente, d. h. die Veränderung des Geldmengenwachstums im Euro-Währungsgebiet.

⁹ Siehe Obstfeld et al. (2004) bzw. Obstfeld und Taylor (2004).

¹⁰ Von diesem Währungssystem, das vor allem die großen Wirtschaftsräume betrifft, sind regionale Wechselkurssysteme zu unterscheiden, die in der Anbindung nationaler Währungen an den US-Dollar, den Euro oder einen Währungskorb bestehen.

2 Theoretische Grundlage des makroökonomischen Trilemmas: das Mundell-Fleming-Modell

2.1 Der modelltheoretische Ansatz

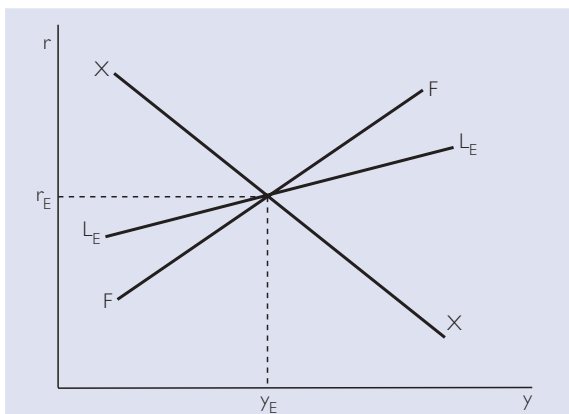
In dem gleichnamigen Ansatz der beiden Ökonomen, Robert Mundell und Marcus Fleming, wird das Modell des simultanen Gleichgewichts von Keynes und Hicks auf den Fall einer offenen Volkswirtschaft durch die Einführung der externen Gleichgewichts-

bedingung bzw. durch Kapitalströme gegenüber dem Ausland erweitert.¹¹ Es wird Unterbeschäftigung bei rigiden Preisen angenommen. Im Zentrum des Modells steht der Zusammenhang der Entwicklung von Geldmenge und Zahlungsbilanz. Daraus werden Schlussfolgerungen für eine an nationalen Zielen orientierte Wirtschafts- und Geldpolitik bei freiem Kapitalverkehr gezogen.

Grafik 1

Mundell-Fleming:

Makroökonomisches Gleichgewicht bei fixem Wechselkurs



Im externen Gleichgewicht (FF), der Erweiterung gegenüber dem „traditionellen“ Modell, müssen einander Current und Financial Account (CA und FA), d. h. Außenhandelssaldo und Nettokapitalströme, entsprechen, damit die Zahlungsbilanz B (Balance of Payments) ausgeglichen ist.¹² Für den Verlauf der Kurve im Koordinatensystem von Einkommen y und Zinssatz r ist der Grad der Kapital-

mobilität bestimmend, d. h. die Elastizität des Kapitalflusses im Hinblick auf Änderungen des Zinssatzes. Im Extremfall perfekter Kapitalmobilität, den Mundell im Hinblick auf Politikimplikationen analysiert, verläuft die Kurve als Horizontale parallel zur y -Achse.¹³ Der Punkt, in dem sie die r -Achse schneidet, bestimmt den Zinssatz im Inland, der aufgrund der vollkommenen Elastizität des

¹¹ Für eine ausführliche Beschreibung des Mundell-Fleming-Modells siehe Mundell (1968) und Gandolfo (2001).

¹² Die XX -Kurve entspricht in der Terminologie von Keynes der IS -Kurve, also der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Die LL -Kurve bezeichnet die Geldnachfrage und entspricht bei Keynes der LM -Kurve.

¹³ Perfekte Kapitalmobilität bedeutet bei Mundell nicht nur Kapitalverkehrsfreiheit, sondern auch die perfekte Substituierbarkeit zwischen in- und ausländischen Wertpapieren, was die Annahme stationärer Erwartungen bzw. Risikofreiheit betreffend die Entwicklung von Wechselkurs, Politik, Schuldendienst und Liquidität impliziert. Unter dieser Bedingung sind gedeckte und ungedeckte Zinsparität per Definition simultan erfüllt.

Kapitalflusses nicht vom ausländischen Zinssatz abweichen kann.¹⁴

Die zentrale Verhaltensannahme des Modells ist die Variabilität der Geldmenge M im Hinblick auf externe Ungleichgewichte. Es gilt die Beziehung $\Delta M = B$, die Geldmenge sinkt demnach, wenn die Zahlungsbilanz im Defizit ist und vice versa.¹⁵ Die offene Volkswirtschaft ist ein stabiles System, das zu einem simultanen Gleichgewicht tendiert. Bei nur partiellem Gleichgewicht (nur zwei der drei Gleichgewichtsbedingungen sind erfüllt) wird ein automatischer Anpassungsprozess ausgelöst, der durch die Änderungen der Geldmenge aufgrund von externen Ungleichgewichten bestimmt ist.¹⁶

Unter Berücksichtigung eines flexiblen Wechselkurses W ¹⁷, und damit einer zusätzlichen Variablen, wird M zu einer Konstanten. W passt sich in der Folge an Ungleichgewichte der Zahlungsbilanz an, d. h. steigt aufgrund eines Defizits und vice versa.¹⁸ Die Höhe von W spiegelt sich in der Lage von FF im Koordinatensystem

von y und r wider.¹⁹ In einer dynamischen Betrachtung kommt es jedoch auch bei einem flexiblen Wechselkurs zu Anpassungen in M , wenn ΔW nicht ausreicht, um das externe Gleichgewicht herzustellen.

2.2 Wirtschaftspolitische Ableitungen

Mundell betrachtet die Kombination von Fiskal- und Geldpolitik als die zweier unabhängiger Instrumente, mit der es gelingt, das makroökonomische Trilemma zu überwinden und simultan externes und internes (Preisstabilität und Vollbeschäftigung) Gleichgewicht herzustellen.²⁰ Bei perfekter Kapitalmobilität und fixem Wechselkurs ist die Geldpolitik im Hinblick auf die Erreichung interner Ziele wirkungslos. Da sich die Währungsbehörde dem Ziel der Wechselkursstabilität verpflichtet, wird die Geldmenge endogen, d. h. sie schwankt mit der Zahlungsbilanzentwicklung.²¹ Demgegenüber ist bei freiem Wechselkurs und vollkommen elastischem Kapitalverkehr ein hoher Freiheitsgrad im Hinblick auf das

¹⁴ Jede Abweichung von der Bedingung gedeckter bzw. ungedeckter Zinsparität würde sofort Arbitragebewegungen auslösen, die wiederum die Unterschiedslosigkeit des Preises bzw. Zinssatzes im In- und Ausland herstellen.

¹⁵ Da die Position der LL -Kurve durch das Geldangebot bestimmt wird, ist bei gegebener Geldmenge ein simultanes Gleichgewicht, d. h. ein gemeinsamer Schnittpunkt mit realem und externem Kurvenverlauf unwahrscheinlich.

¹⁶ Ist z. B. B im Defizit, sinkt in der Folge M , was zu einer Überschussnachfrage auf dem Geldmarkt führt. Dies bewirkt, dass r steigt, was die reale Nachfrage und in Folge y verringert. Durch die damit verursachte Abnahme der Importe ist das externe Gleichgewicht wieder hergestellt.

¹⁷ Im Gegensatz zu einem fixen Wechselkurs interveniert die Währungsbehörde nicht durch An- und Verkauf von Währungsreserven zu einem fixen Preis auf dem Devisenmarkt.

¹⁸ W ist der Preis auf dem Markt für ausländische Zahlungsmittel und steigt, wenn eine positive Überschussnachfrage existiert. Die Nachfrage wird unter den Annahmen des Modells durch die Importe bestimmt.

¹⁹ Ein höherer Wert von W (Abwertung der inländischen Währung) verursacht einen Überschuss in B , weshalb für jeden Wert von r ein höherer Wert von y gelten muss, um das externe Gleichgewicht durch höhere Importe aufrecht zu erhalten.

²⁰ In der Wirtschaftspolitik darf laut dem Tinbergenschen Prinzip die Anzahl voneinander unabhängiger Instrumente nicht kleiner sein als die Anzahl der voneinander unabhängigen Ziele. Unabhängigkeit der Instrumente bedeutet, dass diese nicht in derselben Weise auf ein wirtschaftspolitisches Ziel wirken, da sie andernfalls als ein Instrument zu betrachten wären. Mundell folgert weiter, dass die Instrumente jenem Ziel zugeteilt werden müssen, das sie relativ stärker beeinflussen. Im Gegensatz zur Fiskalpolitik hat die Geldpolitik über den Zinssatz einen Einfluss auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen.

²¹ Die zentrale Verhaltensannahme $\Delta M = B$ setzt voraus, dass die Währungsbehörde eine freie Anpassung der Geldmenge an die Zahlungsbilanzentwicklung zulässt, d. h. nicht stabilisierend eingreift, um den Einfluss der Auslandstangente auszugleichen.

interne Gleichgewicht gegeben: „Monetary policy therefore has a strong effect . . . , not because it alters the rate of interest, but because it induces a capital outflow, depreciates the exchange rate, and causes an export surplus“ (Mundell, 1968).²²

2.3 Weiterentwicklungen des Basismodells

Die wesentliche Erkenntnis, die aus der Modelltheorie Mundell-Flemings folgt, ist, dass die Wirtschaftspolitik Beschränkungen aufgrund der Offenheit der Volkswirtschaften unterliegt. Das Basismodell und die Schlussfolgerungen, die für eine optimale Gestaltung der Wirtschaftspolitik gezogen werden, stammen jedoch aus den Sechzigerjahren und werden seitdem auch kritisch betrachtet. So handelt es sich zum einen um ein Modell mit statischen Erwartungen und starren Preisen, sodass Inflationsphänomene nicht analysiert werden können; zum anderen wird angenommen, die Geldpolitik habe reale Auswirkungen und sei am Ziel der Vollbeschäftigung orientiert. „. . .Mundell had a postwar Keynesian mindset in believing that national monetary and fiscal policies could successfully fine tune aggregate demand to offset private sector shocks“ (McKinnon, 2000). Darüber hinaus nimmt das Modell nicht auf den Zusammenhang von Kapitalstock und -fluss Bedacht bzw. auf die Er-

kenntnisse der Portfoliotheorie. Kapitalbewegungen sind Anpassungsprozesse des Kapitalstocks und kurzfristiger Natur, weshalb sie nicht dazu beitragen, strukturelle außenwirtschaftliche Ungleichgewichte zu lösen²³ (Frenkel, 1986; Gandolfo, 2001 und Prasch, 2001).

In der Weiterentwicklung des ursprünglichen Modells hat Mundell den keynesianischen Ansatz mit der klassischen Theorie verknüpft, um vor allem inflationäre Erscheinungen erklären zu können (Mundell, 1971; Dornbusch, 2000 und Gandolfo, 2001). Zu den folgenden Erweiterungen zählt zum Ersten die zentrale Rolle der Preise im Gleichgewichtsprozess – in einer offenen Volkswirtschaft der relativen Preise (Terms of Trade). Dabei werden die Zusammenhänge der Quantitätstheorie anerkannt, sodass Veränderungen der Geldmenge unmittelbar die Preisentwicklung beeinflussen. Weiters wird die Zahlungsbilanz als monetäres Phänomen aufgefasst, d. h. externe Ungleichgewichte in Form von Kapitalflüssen sind Ausdruck bzw. Anpassungen der zugrunde liegenden Ungleichgewichte in den Kapitalstöcken, unter Vernachlässigung von anderen Vermögensgegenständen, der (realen) Geldmenge. Daraus ergibt sich für die Geldpolitik, dass diese nicht in den automatischen Anpassungsprozess der Zahlungsbilanz ein-

²² Eine expansive Geldpolitik (Offenmarkttransaktionen in inländischen oder ausländischen Wertpapieren) induziert einen Abwärtsdruck auf r . Sobald r unter den im Ausland herrschenden Zinssatz tendiert, entsteht ein Kapitalabfluss und *ceteris paribus* ein Defizit in B . Bei einem fixen Wechselkurs würde ein Anpassungsprozess des Geldangebots folgen, der das ursprüngliche monetäre Gleichgewicht wieder herstellt. Bei einem flexiblen Wechselkursystem wertet W jedoch ab, was einen positiven Effekt auf B bewirkt und in Folge eine Erhöhung von y . Dadurch steigt die Geldnachfrage, die dann bei unverändertem Zinssatz dem höheren Geldangebot entspricht.

²³ Die FF -Kurve weist nur eine Kombination von y und r auf, in der vollständiges außenwirtschaftliches Gleichgewicht herrscht ($CA = 0$ und $EA = 0$). In jeder Kombination von y und r , in der B nicht vollkommen im Gleichgewicht ist, setzt ein Kreislauf zwischen Kapitalstock und -fluss bzw. CA und FA ein, der das System aus dem Gleichgewicht bringt. So hat ein Defizit in CA zusammen mit einem Zufluss in FA den Effekt, den Schuldenstand des Landes gegenüber dem Ausland und damit Zinsen und Zinszahlungen zu erhöhen, was CA weiter passiviert.

greifen soll, da dieser Ausdruck sich selbst korrigierender, monetärer Ungleichgewichte ist. Darüber hinaus haben eine monetäre Expansion bzw. eine Abwertung keine langfristigen realen Effekte, da die folgenden Zahlungsbilanzflüsse nur vorübergehend sind, bis die Gleichgewichts-anpassung in den Kapitalstöcken erfolgt ist.²⁴

3 Empirische Erkenntnisse über den Einfluss der Kapitalmobilität im Euroraum

„This discussion suggests that while the exchange rate regime affects the nature of the constraints on policy, the constraints themselves stem from the openness of the economy. Furthermore, the choice of the exchange rate regime does not alleviate the fundamental constraints even though it influences the manifestation of these constraints.“ (Frenkel, 1986)

3.1 Die Entwicklung des Zinssatzes

Obstfeld et al. als auch Frankel et al. haben den Zusammenhang der Entwicklung von Zinssätzen untersucht (Frankel et al., 2002; Obstfeld et al., 2004 und Obstfeld und Taylor, 2004). Grundlage der Untersuchung sind die Veränderungen kurzfristiger, nominaler Geldmarktzinsen, die in der Art $\ln(1 + R)$ dargestellt sind, um den Einfluss einzelner, abseits liegender Beobachtungen auf die Stabilität der Ergebnisse zu minimieren. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wurden der Drei-Monats-

EURIBOR sowie die analoge Treasury Bill-Rate verwendet und der Zeitraum seit Beginn des Euroraums auf Monatsbasis beobachtet. Der Test hat die Form einer linearen Einfachregression

$$\Delta R_{it} = \alpha + \beta \Delta R_{bit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

wobei R_{it} der Zinssatz eines Landes zum Zeitpunkt t ist, R_{bit} der internationale Referenzzinssatz²⁵ und Δ die Veränderung der Zinssätze angibt. Der Wert, der für den Koeffizient β geschätzt wird, zeigt, in welchem Ausmaß sich endogener und exogener Zinssatz gleichgerichtet bewegen. Demnach gilt, wenn $\beta = 1$ bewegen sich die beiden Werte vollkommen gleichgerichtet und der geldpolitische Freiheitsgrad des untersuchten Landes ist gleich null. Das ist bei einer Lösung des makroökonomischen Trilemmas in der Form von perfekter Kapitalmobilität und fixem Wechselkurs zu erwarten (klassischer Goldstandard). $\beta < 1$ weist darauf hin, dass teilweise Unabhängigkeit der Geldpolitik von der internationalen Entwicklung gegeben ist. In Abhängigkeit von der Tendenz des Koeffizienten Richtung null kann der nationale Zinssatz selbstständig bestimmt werden, durch Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit oder Flexibilisierung des Wechselkurses.

Der Test für den EURIBOR im Hinblick auf den US-Zinssatz ergibt $\beta = 0,52$. Mit $R^2 = 0,50$ erfasst die Gleichung einen großen Teil der beobachtbaren Varianz des Zinssatzes

²⁴ Infolge einer Abwertung steigt das Preisniveau, sowohl der internationalen Güter als auch, über die folgende Überschussnachfrage im Inland, der inländischen Güter (Substitutionseffekt). Das führt zu einer Überschussnachfrage auf dem Geldmarkt, weshalb die aggregierten Ausgaben (Absorption) niedriger sind als y . Die Folge ist ein Überschuss in B , der einen Anstieg des Geldangebots induziert. Aufgrund des damit hergestellten Gleichgewichts auf dem Geldmarkt entspricht die Absorption y , und B ist wiederum ausgeglichen. Das neue simultane Gleichgewicht weicht jedoch aufgrund der veränderten – weil erhöhten – Geldmenge (stock) vom Ursprungsgleichgewicht der offenen Volkswirtschaft ab.

²⁵ In Ermangelung eines entsprechenden internationalen Indikators wird eine repräsentative Basisrate herangezogen.

im Euro-Währungsgebiet. Ein Vergleich mit den Befunden des klassischen Goldstandards bei Obstfeld und Taylor zeigt, dass die Ergebnisse ähnlich, jedoch die Zusammenhänge des Euroraums mit der internationalen Entwicklung tendenziell stärker sind ($\beta = 0,42$). Es erstaunt, dass der internationale Zusammenhang in der Ära des Goldstandards nicht stärker war. Zu erwarten wäre, dass β bei freiem Kapitalverkehr und fixem Wechselkurs gegen 1 tendiert. Die Entwicklung, die der Ergebnisvergleich damit signalisiert, weist auf die Bedeutung des Grades der Kapitalmobilität für den Freiheitsgrad nationaler Geldpolitik hin. So sprechen Obstfeld und Taylor (2002) davon, dass sich die Finanzmärkte Ende des 19. Jahrhunderts „from an embryonic stage“ entwickelten. Im Vergleich zum modernen, globalisierten Kapitalverkehr müssen neben dem Umfang der Kapitalflüsse deren hauptsächliche Konzentration auf den Finanzplatz London sowie auf Schuldverschreibungen und wenige Wirtschaftssektoren berücksichtigt werden (Eichengreen und Mussa, 1998). Hinzu kommen Unterschiede in den informationstechnischen sowie den institutionellen Voraussetzungen, die im Zeitalter des vorherrschenden „laissez faire“ erst für eine zunehmende Internationalisierung geschaffen werden mussten: Monetisierung des gesamten Wirtschaftslebens, Vertrags- und Aktienrecht, Bankensysteme, staatliche Aufsicht, Clearing etc.

Ein Vergleich mit der Bretton-Woods-Ära, die gekennzeichnet war von einem fixen, jedoch anpassbaren Wechselkurssystem und Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs, deutet ebenfalls auf die internationalen Abhängigkeiten hin, die heute aus einer hohen Kapitalmobilität resultieren. Angesichts eines β -Werts von kleiner null ($\beta = -0,20$), der in klarem Gegensatz zum aktuellen Wert des Euroraums steht, wird der Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen als ein effektives Instrument bestätigt, um den Zusammenhang zwischen nationalen Zinssätzen zu entkoppeln und damit die Unabhängigkeit der Geldpolitik von internationalen Entwicklungen zu gewährleisten.²⁶ Ein Vergleich mit der Post-Bretton-Woods-Ära bis zum Jahr 2000 zeigt weiters, dass sich der Freiheitsgrad nationaler Geldpolitik verringert ($\beta = 0,36$). Dabei ist zu einem zu berücksichtigen, dass bei Obstfeld und Taylor Länder mit einem unterschiedlichen Grad der Offenheit der Volkswirtschaften in die Untersuchung eingehen und damit das Ergebnis beeinflussen; zum anderen hat der Boom in der Informations- und Kommunikationstechnologie Ende der Neunzigerjahre die Transaktionskosten auf den Kapitalmärkten nachhaltig verringert. Das ermöglicht unter anderem die Konstruktion komplexer Derivativinstrumente, mit denen Investoren gezielt Risiken übernehmen bzw. absichern können, was die Entwicklung der

²⁶ Kapitalverkehrskontrollen beschränken die Konvertierbarkeit der nationalen Währung und unterscheiden zwischen den Rechten und Pflichten in- und ausländischer Investoren, was das Ausmaß von Kapitalzu- und Kapitalabflüssen limitiert. Die Maßnahmen sind vielgestaltig; dazu zählen das Festlegen von Maximalbeträgen für den Geldwechsel oder dessen Besteuerung, multiple Wechselkurssysteme, Mindestfristen für die Dauer von Kreditverträgen mit dem Ausland, die Restriktion von Bankverbindlichkeiten in ausländischer Währung, das Verbot des Erwerbs bestimmter inländischer Wertpapiere durch ausländische Investoren, Beschränkungen in der Zusammensetzung von Investmentfonds oder des Einsatzes von Derivaten bis zu Beschränkungen in der Repatriierung von Gewinnen oder dem Ausschluss ausländischer Investitionen in bestimmte Wirtschaftszweige. Für eine detaillierte Beschreibung siehe Kaminsky und Schmukler (2001).

Finanzindustrie, insbesondere der Investmentfonds, entscheidend gefördert hat. Weiters ist die Entwicklung von Portfoliotransaktionen von jener der Direktinvestitionen zu unterscheiden (Eichengreen und Mussa, 1998). Foreign Direct Investment (FDI) unterlagen international, über die Liberalisierung des Wertpapierhandels hinaus, bis zum Ende der Neunzigerjahre Beschränkungen. Erst zu Beginn des 21. Jahrhunderts haben Direktinvestitionen im Zuge der internationalen M&A-Aktivität (Mergers and Acquisitions) bzw. der Schaffung multinationaler Konzerne expandiert. Voraussetzungen dafür waren der Abbau von Marktzutrittsbeschränkungen, Privatisierungen vormals staatlicher Monopolbetriebe, wie der Telekommunikation, sowie die Liberalisierung der Bankensysteme.

Für die Hypothese der zunehmenden Kapitalmobilität gewinnt man eine Indikation aus dem Test der internationalen Kapitalmarktintegration.

Gleichung (2) prüft, ob die Zusammenhänge der gedeckten Zinsparität in der Realität Geltung haben.

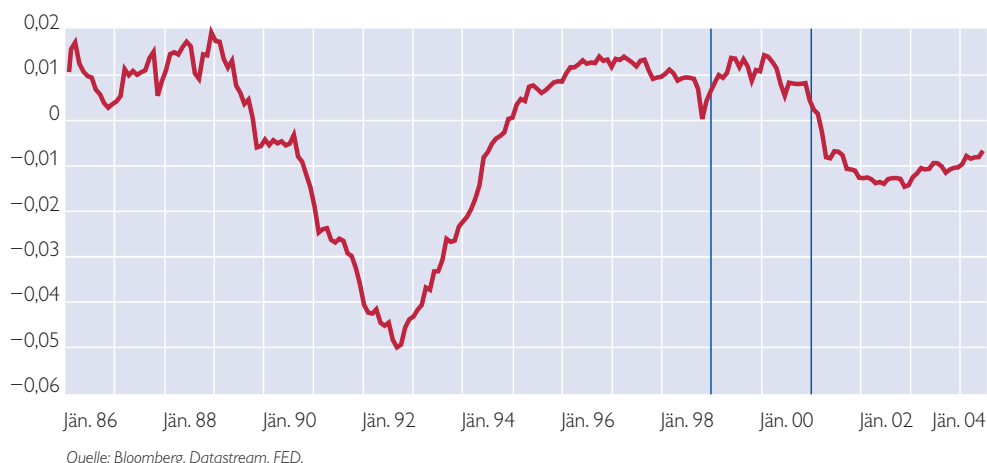
$$W_t/W_t^F(1 + R_{ft}) - (1 + R_t) = 0 \quad (2)$$

Unter der Bedingung des freien Kapitalverkehrs kann sich die Rendite eines ansonsten gleichen Wertpapiers nicht zwischen zwei Finanzplätzen unterscheiden, wenn das Wechselkursrisiko abgesichert ist. Gemäß dem „law of one price“ würden bei einer Abweichung sofort Arbitragebewegungen des Kapitals einsetzen, die wiederum zu einem Preisausgleich führen.²⁷ Dementsprechend ist ein im Euroraum ansässiger Investor zum Zeitpunkt t invariant gegenüber der Veranlagung eines bestimmten Betrags in i) ein Euro-Wertpapier zum Zinssatz $(1 + R_t)$ oder ii) in ein ansonsten identes US-Dollar-Wertpapier zum Zinssatz $W(1 + R_{ft})$. Im letzten Fall würde dieser Investor US-Dollar zum vorherrschenden Kassakurs W erwerben und in den USA veranlagen

Grafik 2

Test der Abweichung von der gedeckten Zinsparität nach Gleichung (2):

DEM bzw. EUR in USD



²⁷ Für eine Diskussion der Vor- und Nachteile der gedeckten Zinsparität als Test der Kapitalmarktintegration siehe Obstfeld und Rogoff (2000) und Obstfeld und Taylor (2004).

und zugleich den zu erwartenden Betrag auf Termin zu W^F verkaufen.

Grafik 2 stellt die Ergebnisse des Tests für die Kapitalmarktintegration zwischen dem Euroraum und den USA dar. Je stärker sich die Werte der Nulllinie annähern, umso mehr ist eine Tendenz zu vollständiger Kapitalmobilität gegeben. Werte < 0 deuten auf eine höhere Rendite im Euroraum als in den USA hin und vice versa. Grundlage des Tests sind Monatsdurchschnittswerte des Geldmarktsatzes in Deutschen Mark bis 1998 und ab 1999 des EURIBOR sowie für die USA der Treasury Bill-Rate, jeweils für drei Monate. Der Wechselkurs, Kassa und drei Monate auf Termin, gibt den Preis für Deutsche Mark bzw. Euro in US-Dollar an.²⁸ Die Grafik kennzeichnet den Beginn des Beobachtungszeitraums der vorliegenden Untersuchung mit der Einführung der gemeinsamen Währung in Europa sowie das Ende des Untersuchungszeitraums der Post-Bretton-Woods-Ära bei Obstfeld und Taylor im Jahr 2000. Wie die Zeitreihe zeigt, war der Grad der Kapitalmobilität bereits in den Achtziger- und Neunzigerjahren relativ hoch. Das ist auf die Kapitalverkehrsliberalisierung in den Mitgliedsländern

der EU (vormals Europäische Gemeinschaft) und jenen der EFTA im Zuge der Achtzigerjahre zurückzuführen. Die zu beobachtende Divergenz 1992 und 1993 kann im Zusammenhang mit der Instabilität des Europäischen Währungssystems (EWS) in diesem Zeitraum gesehen werden. Im Zuge dessen kam es zur zeitweiligen Rückkehr zu Kapitalverkehrskontrollen (Eichengreen und Mussa, 1998). Seit Beginn des 21. Jahrhunderts weist die Grafik einen Trend des Testergebnisses in Richtung null aus, d. h., der internationale Kapitalverkehr des Euroraums tendiert zu perfekter Preiselastizität.²⁹

3.2 Die Entwicklung der Geldmenge

In Abschnitt 3.1 wurde die Frage nach dem Grad der Determination des Euroraums durch den internationalen Trend in historischer Perspektive beantwortet und die zunehmende Preiselastizität des internationalen Kapitals als Bestimmungsfaktor identifiziert.³⁰ Dabei scheint auch bei freiem Wechselkurs die Transmission der internationalen Zinssätze nicht widerlegbar zu sein und die Integration des Euroraums in die internationalen Kapitalmärkte stärker zu wirken als die Möglichkeit, externe Schocks durch einen

²⁸ Der Beobachtungszeitraum ab 1986 ist durch die verfügbaren Datenquellen (Datastream und Bloomberg) gegeben.

²⁹ Wie Obstfeld und Rogoff (2000) bestätigen, legen Vergleiche von Vermögenspreisen für OECD-Länder einen hohen Grad der Kapitalmarktintegration nahe. Demgegenüber verweisen sie auf Feldstein und Horioka, die nachgewiesen haben, dass die langfristigen Durchschnitte der nationalen Sparquoten in hohem Maß mit den inländischen Investitionsquoten korrelieren (saving-investment puzzle). Dem entspricht die Tatsache, dass die Leistungsbilanzen der OECD-Länder im Vergleich zu Gesamtersparnis und Investition gering sind. Wie an anderer Stelle der vorliegenden Studie dazu argumentiert wird, fließt das Sparkapital nicht in jene Länder mit der höchsten Kapitalrendite. Es dominiert das Diversifikationsmotiv, weshalb die Nettokapitalflüsse im Gegensatz zu den Bruttoströmen gering sind. Obstfeld und Rogoff verweisen auch darauf, dass Investoren bei Aktienportefeuilles den heimischen Markt präferieren (home bias in equity portfolios). Demnach würden die Möglichkeiten länderübergreifender Risikodiversifikation bislang nicht ausreichend genutzt. Diese Tendenz zur Kapitalimmobilität, die Ende der Achtzigerjahre aufgezeigt wurde, ist jedoch bereits wenige Jahre später als abnehmend erkannt worden.

³⁰ Eine weitere mögliche Ursache für die Parallelentwicklung der Zinsen im Euroraum mit jenen in den USA ist das Ausmaß der realen Integration, d. h. die Synchronisation der Konjunkturzyklen. Siehe dazu Canova, Ciccarelli und Ortega (2004).

floatenden Wechselkurs automatisch auszugleichen (Post-Bretton-Woods-Ära).³¹ Die einzelnen Wirtschaftsräume unterliegen unter der Bedingung globaler Finanz- und Kapitalmärkte zumeist denselben Einflüssen in Form internationaler Schocks. In der Folge reagieren die Notenbanken mit ähnlichen Politikmaßnahmen.

Wie das Mundell-Fleming-Modell in einer dynamischen Betrachtung zeigt, kann bei einem flexiblen Wechselkurssystem auch die Geldmenge über die Anpassung des Wechselkurses hinaus mit den Kapitalströmen schwanken. Zudem ist zu berücksichtigen, dass das Wechselkurssystem der Post-Bretton-Woods-Ära nicht vollkommen flexibel ist. Nach dem Ende von Bretton-Woods werden die Wechselkurse nicht ausschließlich durch die Dynamik der Devisenmärkte bestimmt, sondern auch durch Interventionen der Zentralbanken.³² Calvo und Reinhart (2002) haben das Ausmaß der Devisenmarktinterventionen untersucht und kommen zum Ergebnis, dass allgemein, auch bei entwickelten Ländern, „fear of floating“ besteht. Im Gegensatz zum erwarteten Ergebnis bei freien Wechselkursen bewegen sich diese innerhalb enger Bandbreiten, während gleichzeitig große Bewegungen in den Währungsreserven festzustellen sind, was Interventionen der Zentralbanken auf dem Markt bestätigt. Gründe für die Ablehnung einer hohen Volatilität der Wechselkurse sind vor allem in den Anpassungskosten für die Wirtschaft und in der Integration der Kapitalmärkte zu sehen. Für den Euroraum ist festzustellen, dass die EZB kein Wechselkursziel ver-

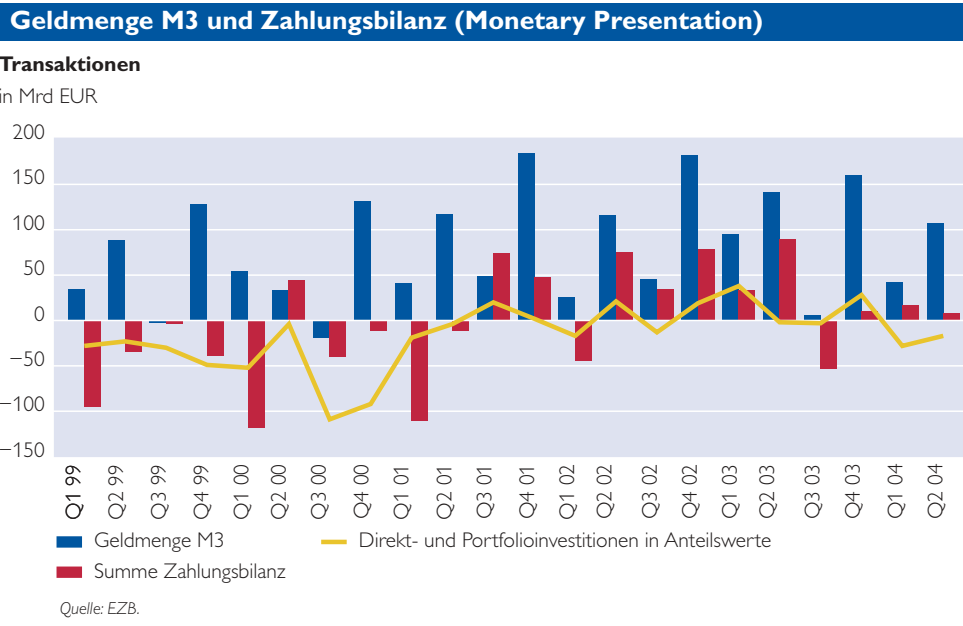
folgt, solange die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet nicht durch die Entwicklung des Außenwerts des Euro gefährdet wird. Folglich führt sie keine fortlaufende Glättung der Wechselkursentwicklung durch. Aus der praktischen Erfahrung sind bislang zwei Episoden bekannt, in denen die EZB, alleine oder gemeinsam mit anderen Notenbanken, entsprechende Transaktionen auf dem Devisenmarkt getätigt hat, um die Stabilität des Euro zu unterstützen (Frankel, Pierdzioch und Stadtmann, 2001). Dabei kann die Zentralbank eine nicht sterilisierte Intervention wählen und damit eine Veränderung der Währungsreserven und der Liquidität im Inland zulassen oder versuchen, die monetären Effekte durch geldpolitische Transaktionen mit entgegengesetzter Wirkung zu neutralisieren.

Angesichts der Dynamik offener Volkswirtschaften im Allgemeinen und der Integration des Euroraums in die internationalen Kapitalmärkte im Besonderen ist folglich zu erwarten, dass die Entwicklung der Geldmenge im Euro-Währungsgebiet durch die Auslandstangente beeinflusst wird. Zur Bestimmung des Ausmaßes dieses Effekts wird das breite und strategische Geldmengenaggregat M3 auf Basis von Flussdaten beobachtet, d. h., die Veränderungen der Geldmenge wurden um Bewertungseffekte bereinigt, sodass ausschließlich Transaktionen berücksichtigt werden. Das Ergebnis dieser Transaktionen mit der Zahlungsbilanz, die dazu monetär dargestellt ist, ergibt einen Korrelationskoeffizienten von 0,469. Dieser Wert bestätigt den direkt proportionalen Zusammenhang zwischen der

³¹ Siehe dazu auch Frankel et al. (2002).

³² Interventionen der Zentralbanken betreffen den Kauf bzw. Verkauf ausländischer Währungen mit dem Ziel, die Entwicklung des Außenwerts der eigenen Währung zu beeinflussen.

Grafik 3



Geldmengenentwicklung im Euro-
raum und dem Kapitalfluss gegenüber
den anderen Wirtschaftsregionen der
Welt. Die Ausprägung des Koeffizien-
ten liegt jedoch nicht nahe bei 1, so ist
der Zusammenhang in absoluter Be-
trachtung nicht stark.³³

Die Auslandstangente der Geld-
mengenentwicklung ist jedoch ein
wesentlicher Erklärungsfaktor für
den transaktionsbedingten Trend in
M3, d. h. für die Richtung der Geld-
mengenentwicklung. Grafik 3 zeigt,
dass im ersten Halbjahr 2001 ein
Trendwechsel im Nettokapitalstrom
des Euroraums gegenüber dem Rest
der Welt stattgefunden hat. Während
der Beitrag der Auslandstangente zur
monetären Entwicklung zu Beginn
des Euroraums kontraktiv war, übt
diese seitdem tendenziell einen ex-
pansiven Effekt im Euro-Währungs-

gebiet aus. Laut monetärer Darstel-
lung der Zahlungsbilanzstatistik sind
in den ersten zweieinhalb Jahren nach
Einführung der gemeinsamen Wäh-
rung in Europa durchschnittlich
40 Mrd EUR pro Berichtsquartal aus
dem Euroraum abgeflossen, seitdem
ist ein durchschnittlicher Kapital-
zufluss von 30 Mrd EUR zu verzeich-
nen. Im Jahr 2001 hat sich auch das
Wachstum der Geldmenge M3 be-
schleunigt. Die Berechnung der jäh-
rlichen Wachstumsbeiträge zur Geld-
mengenentwicklung als Illustration
des beobachtbaren Zusammenhangs
ergibt, dass die Auslandstangente
hauptsächlich – zu rund zwei Drit-
tel – zur Verdoppelung von M3 im
Jahr 2001 beigetragen hat. Grafik 4
zeigt die Trendberechnung der Zeit-
reihen von M3 und Zahlungsbilanz
mittels gleitender Durchschnitte. Auf-

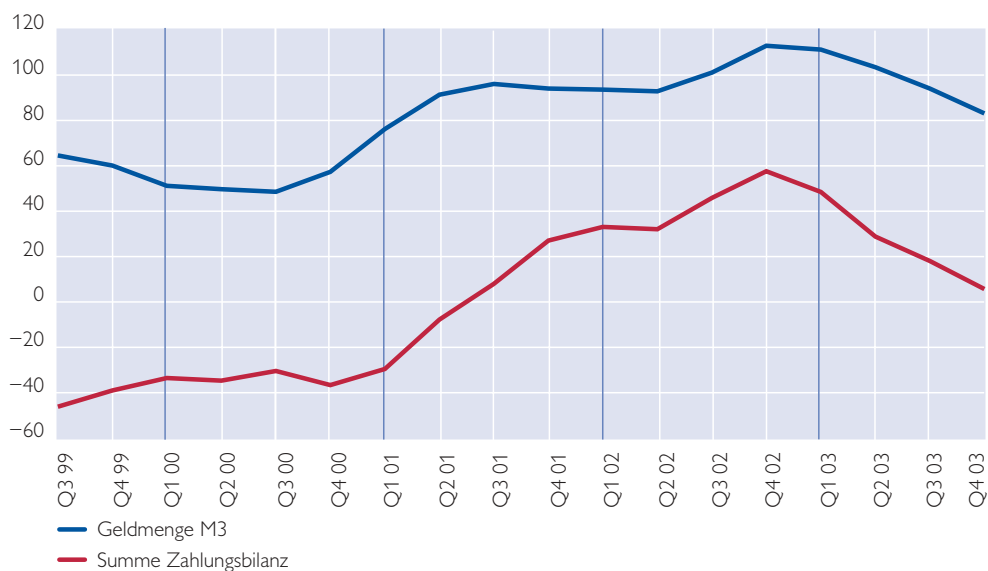
³³ Die Zahlungsbilanztransaktionen der Nichtbanken entsprechen gemäß Bilanzidentität den Nettoauslandsfor-
derungen der Banken. Beobachtbare Betragsdifferenzen sind auf methodische Unterschiede zwischen Zahlungs-
bilanz- und Monetärstatistik zurückzuführen sowie auf eine unvollständige Allokation der Zahlungsbilanz.
Die Differenzen halten sich jedoch innerhalb enger Bandbreiten und beeinträchtigen nicht die Ergebnisse der
monetären Analyse. Werden dem Test die Nettoauslandsforderungen der Banken gemäß Monetärstatistik
zugrunde gelegt, verringert sich die Ausprägung des Korrelationskoeffizienten.

Geldmenge M3 und Zahlungsbilanz (Monetary Presentation):

Trendberechnung (gleitende Durchschnitte über vier Quartale)

Transaktionen

in Mrd EUR



Quelle: EZB, OeNB.

grund der Eliminierung der saisonalen Komponente der Geldmengenentwicklung durch die Bildung eines gleitenden Durchschnitts über vier Quartale wird die Bestimmung der Trendkomponente durch die Auslandstangente ersichtlich.

Die EZB stellt fest, dass zwischen Mitte 2001 und 2003 außergewöhnliche Portfolioumschichtungen des Geldhaltenden Sektors von langfristigen bzw. risikoreicheren Vermögensveranlagungen in M3 stattgefunden haben (EZB, 2004b). Wie die Zunahme der Nettoauslandsforderungen der MFIs im selben Zeitraum zeigt, betrafen diese Transaktionen zum

überwiegenden Teil den Extra-Euro-Raum. „The analysis reveals that M3 dynamics have been associated in large part with transactions involving non-residents, thereby focusing attention on international financial flows” (EZB, 2004b). Um die Zusammensetzung der Auslandstangente zu identifizieren, kann der gesamte Kapitalfluss des Euroraums in seine einzelnen Komponenten gegliedert werden.³⁴ Dabei ist gemäß Zahlungsbilanzkonvention zwischen grenzüberschreitenden Firmenbeteiligungen (Direktinvestitionen), internationalen Investitionen in Anteilswerte und Schuldverschreibungen (Portfolioinvestitionen)

³⁴ Im Hinblick auf das Erkenntnisziel der quantitativen Analyse werden realwirtschaftliche Komponenten sowie nicht allozierbare Transaktionen nicht berücksichtigt.

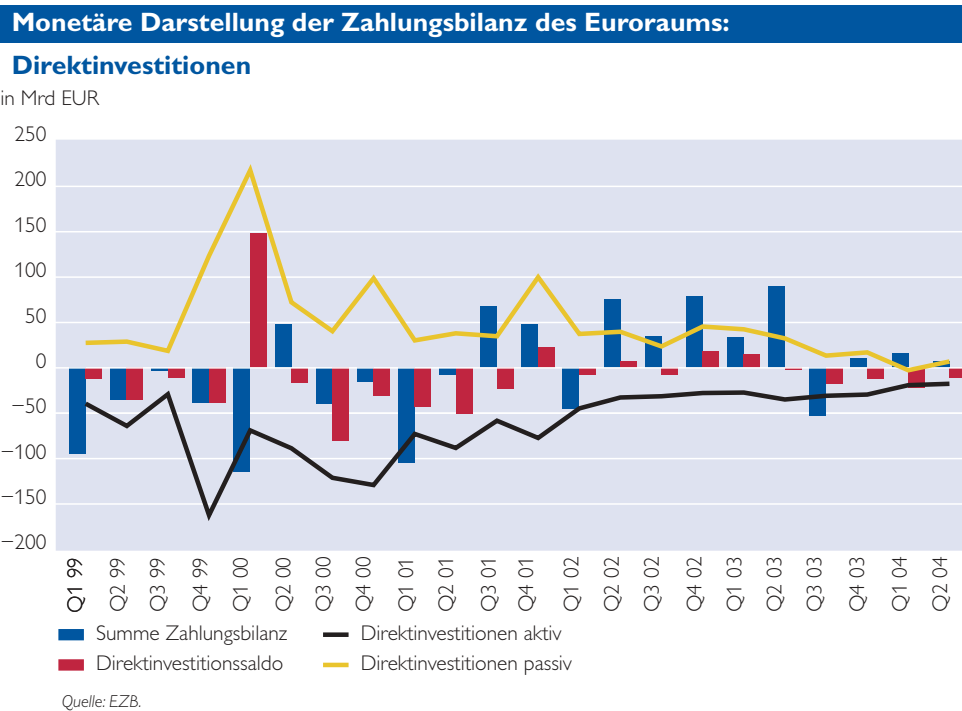
sowie dem Kreditverkehr mit dem Ausland zu unterscheiden (Sonstige Investitionen).³⁵ Wie Grafik 3 veranschaulicht, wurde der Trendwechsel des externen monetären Einflusses im Euroraum durch den Nettokapitalstrom aus Direkt- und Portfolioinvestitionen in Anteilswerte (equity) bestimmt. Die erste Phase nach Gründung der Währungsunion war geprägt von der Internationalisierung der Unternehmensstandorte gebietsansässiger Firmen sowie von der relativ höheren Attraktivität, unter anderem aus Diversifikationsüberlegungen, von Aktieninvestitionen im Rest der Welt. Nichtbanken haben sich im Euroraum zu günstigen Bedingungen finanziert und das Kapital in anderen Wirtschaftsregionen, insbesondere den USA, veranlagt. Demgegenüber kam es in der zweiten beobachtbaren Phase tendenziell zur Repatriierung des Kapitals in den Euroraum im Zusammenhang mit der Baisse bei den Technologiewerten, dem folgenden Verfall der Aktienkurse sowie den Auswirkungen des 11. September 2001, weshalb Investoren nach sicheren Anlagemärkten suchten.³⁶

Eine Beobachtung des Kapitalflusses auf Nettobasis, wie in Grafik 3 dargestellt, ermöglicht die Bestimmung der Trendrichtung des internationalen Kapitals und zeigt die Volatilität der globalisierten Finanz- und Kapitalmärkte. Aufgrund der perfekt tendierenden Kapitalmobilität wird

die Anpassung internationaler Portefeuilles an Rendite- und Risikoentwicklungen unmittelbar. So sind im vorliegenden Beobachtungszeitraum im Durchschnitt 2 Mrd EUR – pro Quartal und per saldo – aus dem Euroraum abgeflossen. Der tatsächlich messbare Nettokapitalfluss schwankte jedoch zwischen einem Kapitalexport von 115 Mrd EUR und einem Kapitalimport von 90 Mrd EUR (Standardabweichung von 60 Mrd EUR). Demgegenüber kann das Volumen der internationalen Kapitalflüsse und deren Veränderung, die Trend bestimmend ist, in einer Nettobetrachtung nicht erfasst werden. Wie Obstfeld und Taylor (2002) bestätigen, ist der moderne Kapitalverkehr überwiegend von kurzfristigen Diversifikationsüberlegungen internationaler Investoren geprägt, im Gegensatz zu langfristigen Investitions- oder Verschuldungsstrategien zu Beginn des 20. Jahrhunderts. Die einzelnen Länder bzw. Wirtschaftsregionen sind dabei zugleich Kapitalimporteure und -exporteure, weshalb die Nettopositionen im Vergleich zum gesamten Kapitalfluss tendenziell niedriger sind. Daher geht die Untersuchung in der Folge zu einer Beobachtung von Bruttowerten, Kapitalveranlagungen von Investoren des Euroraums im Rest der Welt und ausländischen Investitionen im Euroraum über.

³⁵ Zu Beginn des Globalisierungsprozesses in der Post-Bretton-Woods-Ära, in den Siebzigerjahren, trug der Kreditverkehr mit dem Ausland (Sonstige Investitionen) für den Hauptteil des internationalen Kapitalverkehrs Rechnung (Eichengreen und Mussa, 1998). Aufgrund der Liberalisierung der Kapitalmärkte, der Revolution in der Informations- und Kommunikationstechnologie sowie der Öffnung der Länder für Direktinvestitionen haben Sonstige Investitionen seitdem stark an Attraktivität verloren. Im Durchschnitt sind aus diesem Titel im Beobachtungszeitraum knapp 30 Mrd EUR pro Quartal zwischen dem Euroraum und dem Rest der Welt an Kapital geflossen.

³⁶ Siehe dazu EZB (2004b) und Walter (2003).



Direktinvestitionen sind dabei von kurzfristig orientierten und volatilen Portfolioinvestitionen zu unterscheiden.³⁷ Sie stellen grenzüberschreitende, strategische Firmenbeteiligungen dar und sind von langfristigen Standortentscheidungen geprägt, die vor allem Ertragsaussichten und Marktzutrittserwägungen betreffen. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass die Kapitalflüsse bei Direktinvestitionen von Einzeltransaktionen bestimmt werden, wie der passive Basiseffekt im ersten Quartal 2000 in Grafik 5.1 zeigt. Im Beobachtungszeitraum, erstes Quartal 1999 bis zweites Quartal 2004, ist in Summe, aktiv und passiv, Kapital im Ausmaß von durchschnittlich 110 Mrd EUR aus Direktinvestitionen zwischen dem Euroraum und dem Rest der Welt geflossen. Rund 80% des Kapitalstroms sind auf

Gründungen, Käufe oder Erweiterungen von Unternehmen zurückzuführen, das übrige Kapital stellt konzerninterne Kreditbeziehungen dar. Der Höhepunkt der Internationalisierung von Unternehmensstandorten war 2000 und 2001 zu verzeichnen, wobei Kapitalströme bis zu knapp 300 Mrd EUR in einem Quartal zu verzeichnen waren. Ab dem Wendepunkt im vierten Quartal 2001 hat sich der Kapitalfluss auf 36% des zuvor durchschnittlich verzeichneten Niveaus verringert. Diese Entwicklung ist auf den internationalen Rückgang von grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten zurückzuführen, der im Zusammenhang mit dem Platzen der Technologieblase und der globalen Konjunkturabschwächung in den Jahren 2000 und 2001 zu sehen ist. Im Zuge dessen haben sich die Kapitalströme aus aktiven und pas-

³⁷ Die Zeitreihen von Direkt- und Portfolioinvestitionen sind durch die Abwicklung von Firmenbeteiligungen über Aktientausch korreliert. Der Ausgleich der Kapitalströme, der sich dadurch saldenmechanisch ergibt (Grafik 3), ist von der Analyse der einzelnen Komponenten zu unterscheiden.

siven Direktinvestitionen des Euro-raums stark angenähert und zum Teil wurde der Trend der ersten Phase der Internationalisierung, das Vorherrschen von Veranlagungen im Extra-Euroraum, zugunsten des Euro-raums umgekehrt.

Portfolioinvestitionen, Transaktionen auf den internationalen Kapitalmärkten, haben im Beobachtungszeitraum aus Sicht des Euroraums im Durchschnitt 125 Mrd EUR pro Quartal betragen. Das Kapital verteilte sich dabei zu annähernd gleichen Teilen auf Investitionen in Aktien und Anleihen. Grafik 5.2 zeigt die Entwicklung der Kapitalströme bei Aktien und anderen Anteilspapieren.³⁸ Auffallend ist der passive Kapitalfluss im ersten Quartal 2000, der den Basiseffekt bei Direktinvestitionen in derselben Periode kompensiert.³⁹ Darüber hinaus weisen Direkt- und Portfolioinvestitionen ähnliche Entwicklungen auf. So ist ein durchschnittlicher Rückgang bei internationalen Aktieninvestitionen ab dem dritten Quartal 2001 auf rund 40% des zuvor verzeichneten Ausmaßes erfolgt. Mit dem Wendepunkt im Volumen des Kapitalverkehrs ging auch eine Änderung der Zusammensetzung einher: Waren in den ersten zweiein-

halb Jahren der Währungsunion tendenziell Veranlagungen außerhalb des Euroraums für internationale Investoren attraktiver als der Erwerb von Anteilspapieren im Euroraum, ist in der Folge eine tendenzielle Umkehr des ursprünglichen Trends feststellbar.

Wie Grafik 5.3 zeigt, verlief die Entwicklung der Kapitalflüsse bei Schuldverschreibungen unterschiedlich von jener, die bei Anteilswerten zu beobachten ist. Fast im gesamten Beobachtungszeitraum waren Investitionen im Euroraum höher als jene im Rest der Welt. Das kann zu einem Großteil auf die hohe Attraktivität von Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet durch die Schaffung eines gemeinsamen, liquiden Anleihe-marktes zurückgeführt werden. Ebenfalls unterschiedlich zur Entwicklung bei Anteilswerten ist die Trendrichtung im Volumen des Kapitalstroms. So haben die Kapitalflüsse bei festverzinslichen Wertpapieren ab 2002 im Durchschnitt um 50% zugenommen. Fortgesetzte Verluste bei Aktieninvestitionen, anhaltende geopolitische Unsicherheiten und die daraus folgende Suche nach sicheren Anlageformen liefern die Erklärung dafür.

³⁸ Bistlang ist es nicht möglich, bei Portfolioinvestitionen im Euroraum eindeutig nach Sektor und Ursprungsland zu unterscheiden. Dadurch können diese Daten nicht gemäß der Konvention der monetären Darstellung aufbereitet werden, d. h. diese Kapitalflüsse sind nicht alloziert.

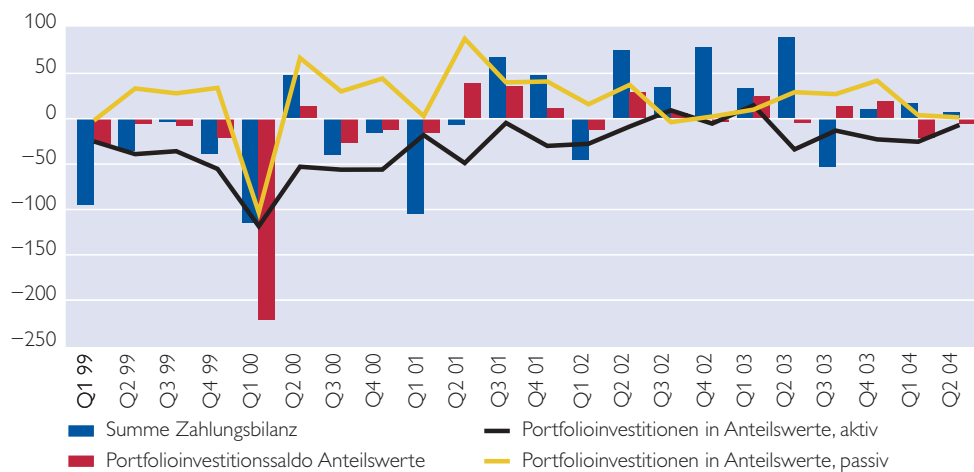
³⁹ Siehe Fußnote 37.

Grafik 5.2

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euroraums:

Portfolioinvestitionen in Anteilswerte

in Mrd EUR



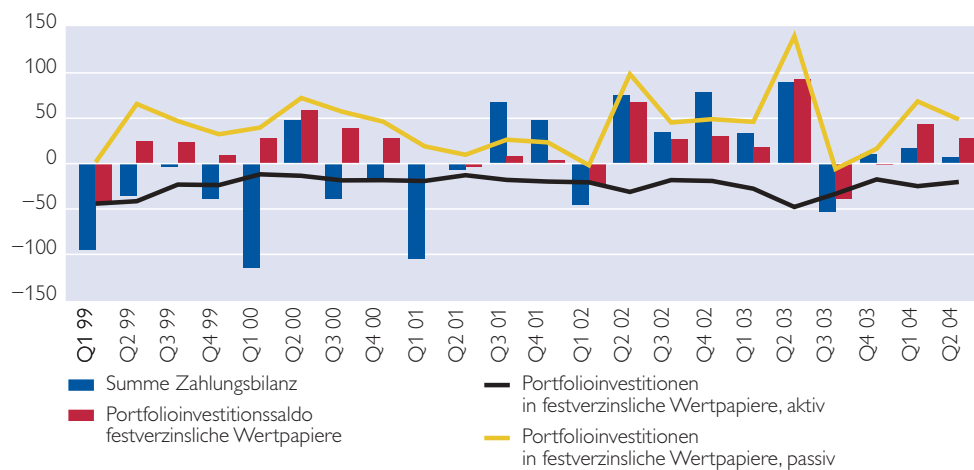
Quelle: EZB.

Grafik 5.3

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euroraums:

Portfolioinvestitionen in festverzinsliche Wertpapiere

in Mrd EUR



Quelle: EZB.

Literaturverzeichnis

- Calvo, G. A. und C. M. Reinhart. 2002.** Fear of Floating. In: Quarterly Journal of Economics. Mai. 379–408.
- Canova, F., M. Ciccarelli und E. Ortega. 2004.** Similarities and Convergence in G-7 Cycles. Working Paper 312. Februar: EZB.
- Dornbusch, R. 1998.** Capital Controls: An Idea whose Time is past. In: Should the IMF pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance 207. Mai. 20–27.
- Dornbusch, R. 2000.** Robert A. Mundell's Nobel Memorial Prize. Scandinavian Journal of Economics 102(2). 199–210.
- Eichengreen, B. und M. Mussa. 1998.** Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. IMF Occasional Paper 172.
- EZB. 2004.** The Development of Statistics for Economic and Monetary Union.
- EZB. 2004a.** The Monetary Policy of the ECB.
- EZB. 2004b.** Monetäre Analyse in Echtzeit. Monatsbericht. Oktober. 47–71.
- Frankel, J. A., S. Schmukler und L. Servén. 2002.** Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime. NBER Working Paper 8828.
- Frenkel, J. A. 1983.** Monetary Policy: Domestic Targets and International Constraints. NBER Working Paper 1067.
- Frenkel, J. A. 1986.** International Interdependence and the Constraints on Macroeconomic Policies. In: Federal Reserve Bank of St. Louis. How open is the U.S. Economy? 171–205.
- Frenkel, M., C. Pierdzioch und G. Stadtmann. 2001.** The Foreign Exchange Market Interventions of the European Central Bank. In: Rivista Trimestrale (Quarterly Review). Banca Nazionale del Lavoro. September. 249–288.
- Gandolfo, G. 2001.** International Finance and Open Economy Macroeconomics.
- Kaminsky, G. und S. Schmukler. 2001.** Short and Long-Run Integration: Do Capital Controls matter? Policy Research Working Paper 2660. The World Bank.
- McKinnon, R. 2000.** Mundell, the Euro and the World Dollar Standard. Journal of Policy Modeling 22(3). 311–324.
- Mundell, R. A. 1968.** International Economics.
- Mundell, R. A. 1971.** Monetary Theory.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff. 2000.** The six major Puzzles in international Macroeconomics: Is there a common cause? NBER Working Paper 7777.
- Obstfeld, M. 2001.** International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model. NBER Working Paper 8369.
- Obstfeld, M. und A. M. Taylor. 2002.** Globalization and Capital Markets. NBER Working Paper 8846.
- Obstfeld, M. und A. M. Taylor. 2004.** Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth.
- Obstfeld, M., J. C. Shambaugh und A. M. Taylor. 2004.** The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility. NBER Working Paper 10396.
- Padoa-Schioppa, T. 1988.** The European Monetary System: a long-term view. In: Giavazzi, F. et al. Banca d'Italia. 369–384.
- Prasch, R. E. 2001.** The Economic Contributions of Robert A. Mundell. Review of Political Economy. Vol. 13(1). 41–58.
- Rose, A. K. 2000.** A Review of Some of the Economic Contributions of Robert A. Mundell, Winner of the 1999 Nobel Memorial Prize in Economics. Scandinavian Journal of Economics 102(2). 211–222.
- Walter, P. 2003.** Die Bedeutung von Außenwirtschaft und internationalem Kapitalverkehr für das Geldmengenwachstum im Euroraum und der Beitrag Österreichs von 1999 bis 2002: Monetary Presentation. In: Berichte und Studien 3. OeNB. 98–118.