

Grundlagen und Tendenzen internationaler Finanzmarktintegration

Mechthild Schrooten

Die Integration der Finanzmärkte wurde im letzten Jahrhundert als eine der treibenden Kräfte hinter der Globalisierung gesehen. Derzeit zeichnet sich allerdings eine deutliche Abschwächung der Dynamik internationaler Finanzströme ab. Auf dem Geldmarkt lassen sich sogar Desintegrationstendenzen erkennen. Von einer Harmonisierung der institutionellen Rahmenbedingungen auf den nationalen Finanzmärkten ist man weit entfernt. Gerade hier aber könnte eine Politik ansetzen, die sich der Idee der Realisierung von Wohlfahrts- und Effizienzgewinnen durch internationale Integration verschreibt.

1 Einleitung

In den letzten zwanzig Jahren ist das Volumen der grenzüberschreitenden Finanztransaktionen und Kapitalanlagen im Ausland kräftig angestiegen. Dies gilt sowohl für langfristige Kapitalanlagen, wie etwa ausländische Direktinvestitionen, als auch für Portfolioinvestitionen. Wurde in der Vergangenheit die Zunahme internationaler Kapitalströme, insbesondere der Kapitalzuflüsse in die *emerging economies*, also in die aufstrebenden Entwicklungs- und Schwellenländer, gerade von den internationalen Organisationen als ein positiver Indikator für die internationale Position und die Entwicklungsperspektiven eines Landes begriffen, so setzte mit den Krisenerfahrungen eine Neubewertung ein.¹ Zunehmend wurde ins Feld geführt, dass eine erfolgreiche internationale Finanzmarktintegration an das Vorhandensein tragfähiger institutioneller Rahmenbedingungen zu knüpfen sei, die auch transparent für internationale Anleger zu sein hätten. Darüber hinaus wurde betont, dass die Durchsetzung international vergleichbarer Standards nicht nur für die Transparenz bei grenzüberschreitenden Transaktionen, sondern auch für die Stabilität der nationalen Finanzmärkte notwendig sei.

Weltweit weisen die nationalen Finanzmärkte starke organisatorisch-rechtliche Unterschiede auf. Die Heterogenität der Finanzsysteme kann dazu führen, dass insbesondere die systemischen Risiken der einzelnen nationalen Finanzsysteme kaum oder gar nicht miteinander korreliert sind. In theoretischer Sicht gibt es vielfach keine nennenswerten Unterschiede zwischen der Rechtfertigung nationaler und internatio-

ner Finanzmarkttransaktionen: In beiden Kontexten wird vereinfachend davon ausgegangen, dass die Sparer den potenziellen Investoren finanzielle Mittel zur Verfügung stellen; die Investoren setzen – so die Annahme – diese Finanzressourcen gewinnbringend ein. Transaktionskosten, die etwa durch die Beschaffung von Informationen, die institutionellen Rahmenbedingungen oder aber den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr entstehen, werden bei der theoretischen Analyse vielfach ausgeblendet. Obwohl der internationalen Finanzmarktintegration zahlreiche positive Effekte zugeschrieben werden, sind diese schwer zu messen. Dies gilt allerdings nicht nur für die Effekte der Finanzmarktintegration, sondern auch für das Phänomen selbst. Ist ein Anstieg der internationalen/europäischen Kapitalflüsse bereits ein Indikator für die steigende Integration? Oder drückt sich eine steigende internationale/europäische Finanzmarktintegration in einer Konvergenz der Preise auf den nationalen Märkten aus? Kann man überhaupt von einer Finanzmarktintegration sprechen, wenn doch die Spielregeln auf den nationalen Finanzmärkten stark differieren? Zahlreiche Fragen sind offen. Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden vor allem drei Problemfelder diskutiert:

- Wie lässt sich internationale Finanzmarktintegration sinnvoll definieren?
- Welche Aussagekraft kommt den unterschiedlichen Messkonzepten zu?
- Setzt sich die das ausklingende 20. Jahrhundert prägende Dynamik der internationalen Finanzmarktintegration fort?

Der Fokus liegt demnach zum einen im konzeptionellen Bereich; dies scheint geboten, da gerade hier besondere Lücken vorhanden sind. So wird vielfach über Phä-

nomene wie etwa die „Volatilität internationaler Finanzströme“, „makroökonomische Auswirkungen internationaler Finanzmarktintegration“ oder die Existenz und Wirkung sogenannter „Heuschrecken“ diskutiert, ohne die unterliegenden Konzepte weiter zu hinterfragen. Gerade bei dem Thema „Heuschrecken“ zeigt sich, dass hierin eine besondere Crux liegt: Denn für diese „Plage“ werden häufig ausländische Investmentfonds verantwortlich gemacht, die sich allerdings durchaus aus heimischen Finanzmitteln speisen.

Zum anderen wird der Messbarkeit von Finanzmarktintegration nachgegangen und aktuelle Entwicklungen werden empirisch analysiert. Im Mittelpunkt steht die Integration der drei Währungsräume Japan, USA und Eurozone, die zusammen einen Anteil von mehr als 60 % an der weltweiten Produktion haben. In diesem Zusammenhang wird nicht nur die aktuelle Zinsentwicklung, sondern auch das Volumen der Finanztransaktionen untersucht. Dafür wird – nach meiner Kenntnis zum ersten Mal – der Datensatz des Internatio-

¹ Dies führte nicht nur zu einem rückläufigen finanziellen Engagement in zahlreichen sogenannten *emerging economies*, sondern teilweise auch zur Wiederbelebung des Gedankens, dass Kapitalverkehrskontrollen sinnvolle Instrumente zur Prävention von Finanzkrisen sein könnten (Alvarez-Plata/Schrooten 2003).

Mechthild Schrooten, Dr., Mitarbeiterin in der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin.
Arbeitsschwerpunkte: Kosten und Nutzen Internationaler Integration und Arbeitsteilung, Internationaler Wettbewerb, Europäische Integration.
e-mail: mschrooten@diw.de

nenen Währungsfonds zu internationalen Portfolioinvestitionen auf die Frage nach der Finanzmarktintegration der drei Währungsräume USA, Japan und Europa angewandt.²

2

Finanzmarktintegration: Theoretische Argumente und Definitionen

Aus der ökonomischen Theorie lassen sich wichtige Argumente für eine internationale Finanzmarktintegration und damit für eine starke internationale Verflechtung ableiten. Dabei wird argumentiert, dass eine stärkere Integration der Finanzmärkte die Möglichkeiten der Kapitalallokation verbessert, den Wettbewerb erhöht und für eine höhere Liquidität auf den Märkten sorgt (Krugman/Obstfeld 2003). Sie führt zu geringeren Kosten für Finanztransaktionen und kann auch positive Skalen-, Verbund- und Netzwerkeffekte (z. B. in der Infrastrukturnutzung) schaffen (Pagano 1993). Zudem ermöglicht eine verbesserte Finanzmarktintegration die zunehmende Diversifikation von Finanzdienstleistungen und führt somit zu positiven gesamtwirtschaftlichen Effekten. Sinkende Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt bewirken *eo ipso* – so die ökonomische Theorie – einen positiven Wachstumseffekt; bezogen auf die Diskussion um die Finanzmarktintegration bedeutet dies, dass die mit einer besseren Integration der Märkte verbundenen abnehmenden Informations- und Suchkosten an sich schon eine positive Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung haben (Levine 2004). Zudem, so die Theorie, schafft ein integrierter Finanzmarkt zusätzliche Möglichkeiten der Portfoliodiversifizierung und damit der Risikodiversifikation (International Capital Asset Model ICPM). Diese Überlegung geht davon aus, dass eine internationale Portfoliodiversifizierung gerade dann effizient ist, wenn die den einzelnen Finanzsystemen inhärenten Risiken entkoppelt sind.³

Die Befürworter einer stärkeren Finanzmarktintegration führen darüber hinaus weitere Argumente an. Danach führe die Finanzmarktintegration, die sich in stärkeren grenzüberschreitenden Kapitalflüssen und einem höheren Engagement von Finanzdienstleistern im Ausland zeige, zu einem höheren Wettbewerb innerhalb

des Finanzsektors (Agénor 2001); dies wiederum begünstige sinkende Preise für Finanzdienstleistungen in dem jeweiligen heimischen Markt und trage so zur Kostenreduktion bei. Zugleich wird oftmals implizit davon ausgegangen, dass der ausländische Finanzintermediär über eine andere, im Allgemeinen bessere Kreditvergabe-strategie verfügt als der heimische. Arbeiten heimische und ausländische Finanzintermediäre zusammen, so wird vielfach von einem positiven Effekt durch den internationalen Technologietransfer ausgegangen. Insbesondere ist zu beachten: Theoretisch lassen sich der internationalen Finanzmarktintegration deutliche Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne zuordnen. Dabei folgt diese theoretische Debatte ganz anderen Argumentationssträngen als etwa die um die internationale Handelsintegration; insbesondere werden bei der Analyse der internationalen Finanzintegration kaum Effizienzgewinne durch eine stärkere internationale Arbeitsteilung thematisiert. Da die Theorie der internationalen Finanzmarktintegration ihre wesentlichen Argumente aus der Theorie nationaler Finanzintermediation gewinnt, wird vielmehr von einer weitgehenden internationalen Homogenität des Produktes „Finanzdienstleistung“ ausgegangen. Insbesondere im Detail bestehen teilweise erhebliche Forschungslücken. So kann die ökonomische Theorie beispielsweise noch keine ausreichende Antwort auf die Frage nach dem Maß der optimalen internationalen Finanzmarktintegration anbieten.

Vor diesem Hintergrund argumentieren die Gegner einer starken internationalen Finanzmarktintegration vielfach, dass das der Mainstream-Ökonomik zugrundeliegende Annahmegerüst unrealistisch sei, und sie verweisen auf empirisch belegbare Entwicklungen. In Bezug auf die mangelnde Realitätsnähe wird teilweise auch auf das in ökonomischen Modellen vielfach postulierte Nichtvorhandensein von Transaktionskosten hingewiesen. Dabei wird erklärt, dass unter Berücksichtigung von Transaktionskosten wiederum die Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne einer internationalen Finanzintegration wesentlich geringer ausfallen würden. Empirisch wird vielfach angeführt, dass mit den internationalen Finanzströmen auch die Häufigkeit von Finanzkrisen gestiegen sei. Gegner einer zunehmenden internationalen Finanzmarktintegration führen dies vor allem auf Risiken zurück, die daraus resultie-

ren, dass die Volkswirtschaften mit starken internationalen Zuflüssen teilweise über sehr fragile heimische Finanzsektoren verfügen. Auch hier wird die Bedeutung der Qualität der institutionellen Rahmenbedingungen für die Leistungsfähigkeit des nationalen Finanzmarktes betont. Darüber hinaus wird von den Kritikern einer zunehmenden internationalen Kapitalverflechtung darauf hingewiesen, dass sich auf integrierten Finanzmärkten vielfach Parallelbewegungen ergeben. Dieses sogenannte „Herdenverhalten“ von Anlegern gehe vor allem auf die mit der Informationsbeschaffung und -verarbeitung einhergehenden Kosten zurück (Scharfstein/Stein 1990): Um solche Kosten zu vermeiden, sei es für weniger gut informierte Anleger rational, das Anlageverhalten besonders gut informierter Anleger zu beobachten und das eigene Verhalten an dieses anzupassen. In der Folge kann dann eine Sogwirkung entstehen, wenn von dem sogenannten „Leit-hammel“ eine fundamentale Entscheidung, wie etwa die Beendigung seines finanziellen Engagements in einer Volkswirtschaft oder in einem großen Investitionsprojekt, getroffen wird. Dabei sei es nicht von Bedeutung, auf welches Motiv diese Entscheidung zurückgeht; auch sei nicht auszuschließen, dass sie auf einer Fehlinformation beruht.⁴

Auffallend ist indes, dass sich – trotz aller Debatten um die Zweckmäßigkeit der internationalen Finanzmarktintegration – bislang keine einheitliche und verbindliche Definition des Begriffes „Finanzmarktintegration“ durchgesetzt hat. Vielmehr zeigt sich, dass die jeweils verwandten Definitionen in der Regel ein bestimmtes ökonomisches Messkonzept und damit einen ausgewählten Argumentationsstrang in den Blick nehmen. So stellen beispielsweise *Gourinchas/Jeanne* (2003) den Zugang zum

2 Dieser Datensatz lässt im Unterschied zu anderen Statistiken die mengenmäßige Analyse bilateraler Portfolioinvestitionen zu. Vgl.: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

3 Makroökonomisch geht die theoretische Begründung internationaler Finanzmarktintegration vor allem auf Arbeiten von *Irving Fisher* (1906) zurück. In den 1980er Jahren wurden die darin vorgebrachten Argumente zunehmend auf die Internationalisierung angewandt.

4 Dabei sei davon auszugehen, dass mit dem Grad der internationalen Finanzmarktintegration auch die Parallelbewegungen auf den miteinander verbundenen Finanzmärkten zunehmen. In diesem Fall spricht man von Ansteckung bzw. *contagion*.

internationalen Kapitalmarkt und die Verzinsung, die auf dem internationalen Kapitalmarkt zu zahlen ist, in den Mittelpunkt ihrer Definition. Ähnlich argumentieren Flood/Rose (2003).

Weniger auf das preisbasierte, denn auf ein mengenbasiertes Konzept der Messung internationaler Finanzmarktintegration konzentrieren sich Lane/Milesi-Ferretti (2003). Sie setzen Finanzmarktintegration dem Grad der Offenheit einer Volkswirtschaft für Kapitalzuflüsse und Kapitalabflüsse gleich; dabei lässt sich der Grad der Finanzmarktöffnung empirisch in Analogie zur realwirtschaftlichen Offenheit bestimmen.

Eijffinger/Lemmen (2003) dagegen definieren internationale Finanzmarktintegration als einen Zustand, in dem es keine Beschränkungen im Sinne von Kapitalverkehrskontrollen und anderen rechtlichen oder institutionellen Barrieren für Investoren gibt, die eine kurzfristige Portfolioumschichtung behindern könnten. Eine ähnliche Definition hatte bereits Ende der 1960er Jahre Scitovsky (1969) geliefert, der die Entwicklung der Institutionenökonomik kaum hat voraussehen können.

Im Folgenden wird eine breite Definition von „Finanzmarktintegration“ genutzt, die sich stark an die von Scitovsky (1969) und Eijffinger/Lemmen (2003) anlehnt. Dabei wird die Finanzmarktintegration als ein Zustand definiert, bei dem keinerlei staatlich induzierte Hindernisse für private wie staatliche Kapitalflüsse bestehen (Übersicht 1 und Übersicht 2). Wichtig ist, dass die so definierte Finanzmarktintegration unabhängig von etwaigen strukturellen Unterschieden innerhalb des integrierten Finanzraumes zustande kommt und unter Umständen sogar von der vorhandenen Heterogenität der Finanzmärkte profitieren kann.

3

Messbarkeit institutioneller Differenzen zwischen nationalen Finanzsystemen

Die Finanzsektoren der USA, Japans und der Eurozone unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht. Wichtige Indikatoren sind beispielsweise die grundsätzliche Ausrichtung des Finanzsektors als eher markt- oder eher bankorientiert und seine Größe. Empirisch wird die Größe des Bankensektors gemein-

Übersicht 1: Rahmenbedingungen für eine vollständige Finanzmarktintegration

Finanzmarktintegration ist ein Zustand, der durch verschiedene Rahmenbedingungen gekennzeichnet ist:

- Es bestehen keine Begrenzungen von grenzüberschreitenden Finanztransaktionen.
- Die Akteure können jederzeit eine Portfolioumschichtung innerhalb des als integriert geltenden Wirtschaftsraumes vornehmen.
- Innerhalb eines integrierten Finanzraumes bestehen insbesondere keine staatlich induzierten Hindernisse für grenzüberschreitende private, aber auch für staatliche Kapitalflüsse.
- Die Finanzmarktintegration kommt unabhängig von etwaigen strukturellen Unterschieden innerhalb des integrierten Finanzraumes zustande.
- Die nationalen Finanzsektoren können durchaus starke Unterschiede aufweisen.

Quelle: Zusammenstellung der Autorin.

WSI Hans Böckler Stiftung

Übersicht 2: Hindernisse für eine vollständige Finanzmarktintegration

Eine vollständige Finanzmarktintegration wird durch vier verschiedene Faktoren behindert:

- durch die Existenz von *Transaktionskosten* – dabei können Transaktionskosten durchaus in einem weiten Sinne verstanden werden; sie umfassen dann alle Kosten, die mit der Beschaffung von Informationen und der Durchführung von Transaktionen verbunden sind;
- durch *Kapitalverkehrskontrollen*, die typischerweise von Seiten eines Staates durchgesetzt werden;
- durch eine mangelhafte oder nur eingeschränkte *Substituierbarkeit* von Finanzmarktprodukten in verschiedenen Volkswirtschaften;
- durch *Risiken*, die mit grenzüberschreitenden Finanztransaktionen verbunden sind. Von zentraler Bedeutung sind dabei Wechselkursrisiken und politische Risiken.

Quelle: Zusammenstellung der Autorin.

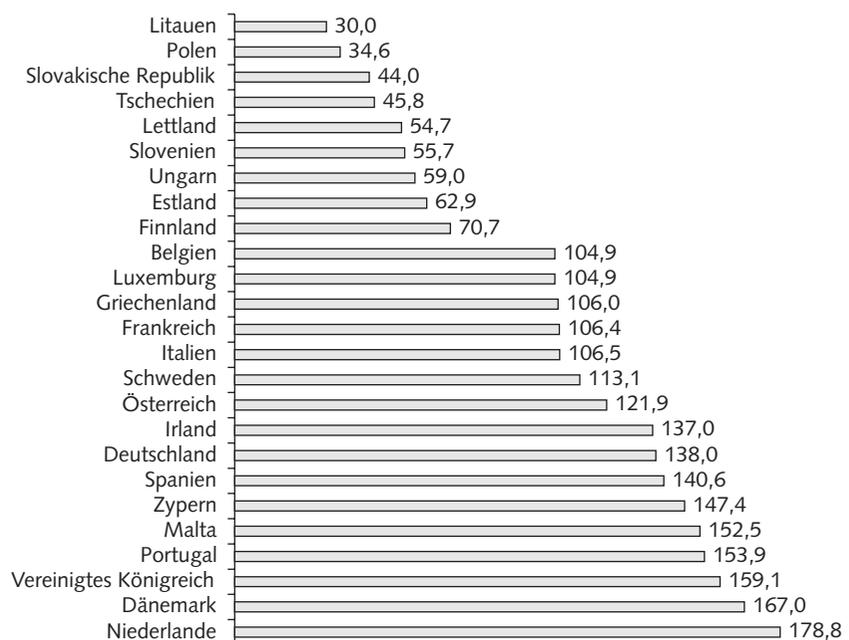
WSI Hans Böckler Stiftung

hin durch den Quotienten *Bankkredite/Bruttoinlandsprodukt* gemessen (King/Levine 1992; King/Levine 1993; Beck et al. 2001, 2002) (Abbildung 1). In Analogie dazu wird die Bedeutung des Kapitalmarktes als Quotient aus der *Marktkapitalisierung/Bruttoinlandsprodukt* berechnet; als Marktkapitalisierung wird dabei der Wert der an der Börse notierten Unternehmen

begriffen. Heute gelten die Finanzsektoren der Eurozone durchweg eher als bankorientiert; die Unternehmensfinanzierung findet vor allem über den Bankensektor statt. Auch das japanische Finanzsystem wird in der Regel als bankorientiert eingeschätzt. Anders dagegen das Finanzsystem der USA, das als marktbasierend gilt. In Bezug auf die Bedeutung des Bankensektors und

Abb. 1: Größe des Bankensektors in der EU 25

- Bankkredite in % des Bruttoinlandsprodukts 2004 -



Quelle: Weltbank.

WSI Hans Böckler Stiftung

Tabelle 1: Marktanteile von Banken ausgewählter Eigentumsformen
– in % –

	In staatlichem Eigentum	In ausländischem Eigentum
Österreich	4,1	5,1
Belgien	Keine Angabe	Keine Angabe
Finnland	21,9	7,8
Deutschland	Ungefähr 42,0	4,2
Irland	Keine Angabe	Keine Angabe
Italien	17,0	5,0
Niederlande	5,9	Keine Angabe
Portugal	20,8	11,7
Spanien	0,0	11,0
USA	0,0	4,7
Japan	1,15	5,90

Quelle: http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/3_capital_112001.xls

WSI Hans Bockler Stiftung

Tabelle 2: Eigenkapitalanforderungen an Geschäftsbanken

	Minimum capital asset ratio Anforderungen – in % –	Minimum capital asset ratio entsprechend der Basler Kriterien	Durchschnittlicher risk adjusted capital ratio – in % –	Zugelassener Anteil von Bewertungsgewinnen am Eigenkapital – in % –
Österreich	8,0	ja	13,40	Keine
Belgien	8,0	ja	10,50	Keine
Finnland	8,0	ja	11,80	100
Deutschland	8,0 (12,5 für neu etablierte Geschäftsbanken, in den ersten zwei Geschäftsjahren)	ja	11,30	45 bei Immobilien 35 bei Wertpapieren
Irland	8,0	ja	12,91	Keine
Italien	8,0	ja	13,40	35
Niederlande	8,0	ja	11,02	100 in tier 2
Portugal	8,0	ja	12,30	100
Spanien	8,0	ja	12,50	Keine
USA	8,0	ja	12,04	45,0
Japan	8,0	ja	11,81	bis zu 45

Quelle: http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/3_capital_112001.xls

WSI Hans Bockler Stiftung

Tabelle 3: Regulierung der über das originäre Kreditgeschäft hinausgehenden Bankaktivitäten

	Wertpapierhandel	Versicherungen	Immobilien-geschäfte	Regulatorische Begrenzung der eigentumsrechtlichen Verflechtungen zwischen Geschäftsbanken und Unternehmen
Belgien	gestattet	gestattet	begrenzt	gestattet
Deutschland	unbegrenzt	unbegrenzt	unbegrenzt	gestattet
Finnland	unbegrenzt	begrenzt	unbegrenzt	gestattet
Frankreich	unbegrenzt	gestattet	unbegrenzt	gestattet
Griechenland	gestattet	begrenzt	gestattet	gestattet
Irland	unbegrenzt	verboten	unbegrenzt	gestattet
Italien	unbegrenzt	gestattet	verboten	begrenzt
Japan	begrenzt	verboten	begrenzt	begrenzt
Niederlande	unbegrenzt	gestattet	unbegrenzt	gestattet
Österreich	unbegrenzt	gestattet	unbegrenzt	unbegrenzt
Portugal	unbegrenzt	gestattet	begrenzt	begrenzt
Spanien	unbegrenzt	gestattet	begrenzt	unbegrenzt
USA	begrenzt	begrenzt	begrenzt	begrenzt

Quelle: http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/4_activities_112001.xls

WSI Hans Bockler Stiftung

die Marktkapitalisierung zeigt sich, dass nicht nur zwischen den Ländern der EU und den USA sowie Japan relativ große Unterschiede bestehen, sondern dass die Differenzen auch innerhalb der Eurozone beachtlich sind.

Ein zur Charakterisierung der nationalen Wettbewerbsposition des Bankensektors genutzter Indikator ist das Konzentrationsmaß, mit dem der Marktanteil der fünf größten Banken bestimmt wird. Innerhalb der Eurozone ist Deutschland für einen besonders hohen Wettbewerb, das heißt, einen besonders geringen Wert des Konzentrationsmaßes bekannt. Der durchschnittliche Wert für die Eurozone liegt bei 54 %; in Deutschland werden in etwa 20 % erreicht.⁵ Einen besonders hohen Konzentrationsgrad weisen die Niederlande aus; hier entfällt auf die fünf größten Banken ein Marktanteil von 84 %. Der internationale Vergleich zeigt indes, dass die so berechneten Werte für das Konzentrationsmaß in den USA (21 %), aber auch in Japan (31 %), hinter dem Durchschnittswert für die Eurozone zurückbleiben.⁶

Ein Indikator für die Internationalisierung des heimischen Bankensektors kann die Marktmacht bzw. der Marktanteil ausländischer Geschäftsbanken sein. Dieser erreicht innerhalb der Eurozone nur in Portugal und Spanien einen Wert von mehr als 10 %. In den anderen europäischen Volkswirtschaften, aber auch in den USA und Japan, bleibt der Vergleichswert weit dahinter zurück (*Tabelle 1*). Damit besteht auf den ersten Blick ein erhebliches Potenzial für die zukünftige internationale, aber auch europäische Integration.

Vielfach werden in der Literatur die Größe des Bankensektors und die jeweilige Rechtstradition eines Landes in Verbindung gebracht. Dies muss aber, wie das Beispiel der europäischen Volkswirtschaften zeigt, nicht zwangsläufig der Fall sein (Schrooten 2006). Die Rechtstradition hat indes unzweifelhaft einen Einfluss auf die allgemeine Ausgestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen, unter denen Finanzintermediäre zu agieren haben. Hierbei bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften. Dies gilt, obwohl von internationalen Finanzorganisationen immer wieder eine

⁵ Im Jahr 2003.

⁶ Im Jahr 2001. http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/2_ownership_112001.xls

Konvergenz der „Spielregeln“ eingefordert wird. Formal ist eine solche Entwicklung vor allem im Bereich der Eigenkapitalanforderungen an Geschäftsbanken festzustellen (Tabelle 2). In vielen anderen Bereichen gibt es weiterhin große Unterschiede. Dies betrifft auch die grundsätzlichen Geschäftsaktivitäten der Banken; während in einigen Ländern beispielsweise auch Immobiliengeschäfte betrieben werden dürfen, ist dies in anderen verboten; in wieder anderen Ländern werden solche geschäftlichen Aktivitäten begrenzt (Tabelle 3).

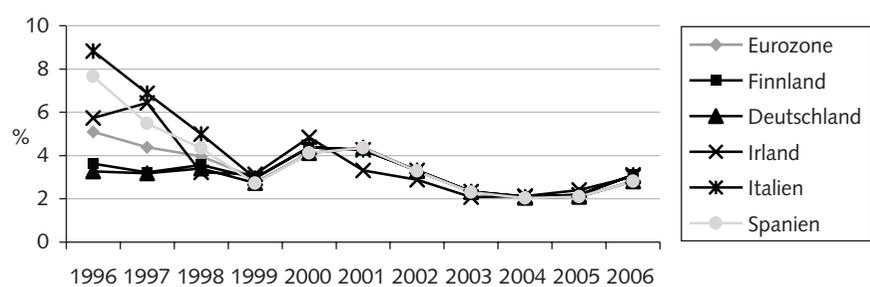
4

Gilt die Zinsparität?

Die Zinsparitätentheorie geht von der Gültigkeit des Gesetzes eines einheitlichen Preises für homogene Finanztitel aus; diese sind dann vollständig substituierbar. In der Literatur zur internationalen Finanzmarktintegration wird vielfach auf die Messung der Integration der Geldmärkte und damit der kurzfristigen Zinsen abgestellt. In Bezug auf die Mitgliedsländer der Eurozone lässt sich feststellen, dass gerade im Vorfeld der Euroeinführung eine weitgehende Konvergenz der Preise, das heißt der Zinsen auf dem Geldmarkt, erreicht wurde (Abbildung 2). In anderen Teilsegmenten des bankgeschäftsorientierten Finanzmarktes zeichnete sich zu diesem Zeitpunkt zwar eine Konvergenz ab; jedoch blieben erhebliche Zinsunterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften bestehen (Schrooten 2006). Dem entspricht, dass die Standardabweichung zwischen den Zinssätzen der einzelnen Volkswirtschaften im Zeitverlauf abnahm; tatsächlich ließ sich eine solche Entwicklung bis zum Jahr 2004 ausmachen (Abbildung 3). Dies wurde in der Literatur vielfach als ein deutlicher Indikator einer zunehmenden Finanzmarktintegration in der Eurozone verstanden. Dieser Trend setzte sich allerdings im Jahr 2005 nicht fort; vielmehr nimmt die Standardabweichung zu. Auch wenn die aktuellen Werte der Standardabweichung hinter den Vergleichswerten vor der Währungsunion zurückbleiben, so kann die aktuelle Entwicklung als erstes Anzeichen einer einsetzenden Fragmentierung des europäischen Geldmarktes verstanden werden.

Etwas anders stellt sich der mit Hilfe des Zinsparitätenkonzeptes gemessene Prozess

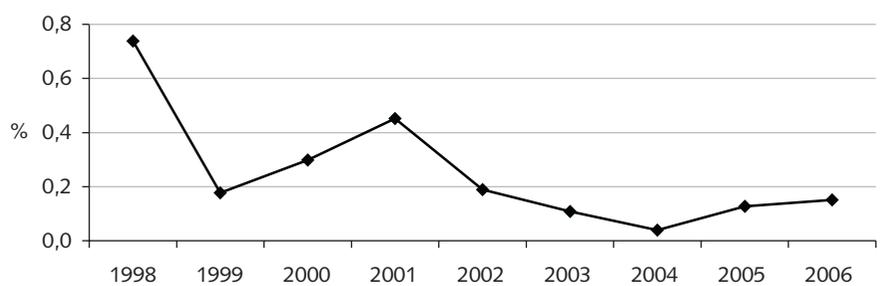
Abb. 2: Geldmarktzinsen nominal in der Eurozone - in % -



Quelle: EZB, Berechnungen der Autorin.

WSI Hans Böckler Stiftung

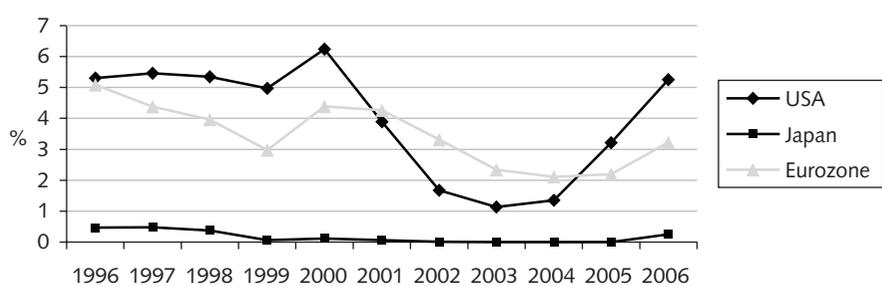
Abb. 3: Standardabweichung der Geldmarktzinsen in der Eurozone - in % -



Quelle: EZB; Darstellung der Autorin.

WSI Hans Böckler Stiftung

Abb. 4: Nominalzinsen auf dem Geldmarkt - in % -



Quelle: IMF, Berechnungen der Autorin.

WSI Hans Böckler Stiftung

der Finanzmarktintegration zwischen den USA, Japan und den Ländern der Eurozone dar. Hier ist zur Berechnung der Zinsdifferenzen nach dem Zinsparitätenkonzept auch die Wechselkursentwicklung zu berücksichtigen. In kurzer Frist, also auf den Geldmärkten, spielt die Wechselkursentwicklung jedoch keine nennenswerte Rolle. Daher gibt für dieses Marktsegment die einfache Gegenüberstellung der Nominalzinsen der einzelnen Währungsräume Anhaltspunkte für das Ausmaß der Finanzmarktintegration. Dabei zeigt sich, dass die Geldmärkte dieser Volkswirtschaften kaum als integriert gelten können. Die Nominalzinsen differieren erheblich und scheinen

vor allem von nationalen bzw. im Falle der Eurozone regionalen Faktoren getrieben (Abbildung 4). Zugleich liegen die Werte der Standardabweichung – aus nahe liegenden Gründen – deutlich über den Vergleichswerten innerhalb der Eurozone. Deutlich wird indes, dass zeitgleich mit dem inner-europäischen Konvergenzprozess eine starke Konvergenzbewegung auch auf den internationalen Finanzmärkten zu verspüren war. Ähnlich wie im Fall der Eurozone, zeichnet sich inzwischen wieder eine zunehmende Divergenz bezüglich der Nominalzinsen zwischen den Währungsräumen USA, Japan und Euroland ab; die Werte der Standardabweichung legen zu (Abbil-

Abb. 5: Standardabweichung der Nominalzinsen auf dem Geldmarkt (USA, Japan und Eurozone) - in % -

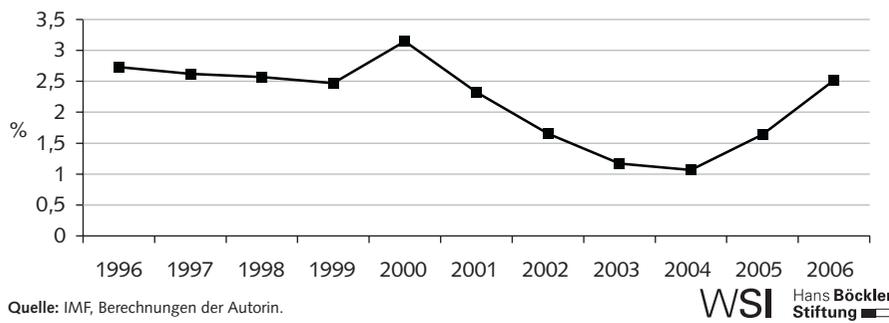
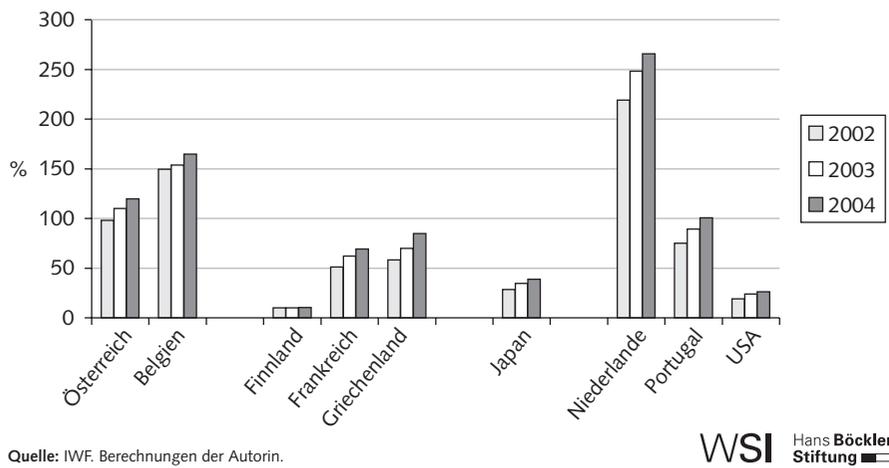


Abb. 6: Finanzmarktintegration - in % des Bruttoinlandsprodukts -



5) Zwar ist die Analyse der Nominalzinsentwicklung auf dem Geldmarkt nur begrenzt aussagekräftig in Bezug auf eine Gesamtschätzung der internationalen Finanzmarktintegration, jedoch ist zu beachten, dass von Nominalzinsen eine erhebliche Signalwirkung für die Anlageentscheidung ausgeht. Damit haben sie auch einen wesentlichen Einfluss auf das Volumen internationaler Kapitalströme. Mit anderen Worten: Ein Zinsgefälle zwischen den unterschiedlichen Volkswirtschaften macht grenzüberschreitende Kapitalströme erst attraktiv.

5 Volumen internationaler Kapitalströme

Grundsätzlich gilt: Internationale Kapitalströme sind statistisch wesentlich schlechter dokumentiert als beispielsweise der internationale Handel.⁷ Zwar lassen sich anhand der vom Internationalen Währungsfonds veröffentlichten Balance of

Payment-Statistik erste Eindrücke von Kapitalzu- und -abflüssen gewinnen. Angaben beispielsweise über bilaterale Verflechtungen lassen sich dort allerdings nicht finden. Mit der Asienkrise wurde deutlich, dass ein solches Informationsdefizit erhebliche Konsequenzen haben kann und die Analyse der Bedeutung von internationalen Finanzströmen erheblich behindert. Bereits 1994 hatte der Internationale Währungsfonds eine Task Force mit der statistischen Aufbereitung bilateraler Daten zu Portfolioinvestitionen beauftragt.⁸ Als Resultat der Bemühungen standen für das Jahr 1997 Daten für 29 Länder zur Verfügung. Diese rapportierten ihre jeweiligen Portfolioinvestitionen in den einzelnen Volkswirtschaften (assets).⁹ Noch wesentlich rudimentärer waren die Angaben zu den Portfolioinvestitionen ausländischer Anleger im eigenen Land (liabilities). Diese Informationsasymmetrie prägt die Datenbank bis heute.

Empirisch kann das Problem der mangelhaften Dokumentation von Portfolioinvestitionen ausländischer Anleger dadurch approximativ gelöst werden, dass die ein-

zelnen Länder ihr jeweiliges Engagement in einem Land melden. Diese Werte ergeben addiert einen Indikator für das Ausmaß der Portfolioinvestitionen in diesem Land. Im Folgenden geht es allerdings nicht um die allgemeine Integration der Länder der Eurozone, der USA und Japan in die internationalen Finanzmärkte, sondern um die wechselseitige Verflechtung.

Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, einen Schritt weiter zu gehen und in Analogie zu den Arbeiten von Lane/Milesi-Feretti einen quantitativen Indikator zur Messung der Finanzmarktintegration zwischen den drei Währungsräumen zu berechnen.¹⁰ Demnach kann die Integration einer einzelnen Volkswirtschaft in die internationalen Finanzmärkte durch den Quotienten $\text{Finanzmarktintegration} = (\text{Summe der Forderungen und Verbindlichkeiten})/\text{GDP}$ bestimmt werden. Werden bei der Berechnung der Summe von Forderungen und Verbindlichkeiten für ausgewählte Volkswirtschaften nur Portfolioinvestitionen in bestimmten anderen Volkswirtschaften betrachtet, so lässt sich das Ausmaß der wechselseitigen Verflechtung ermitteln. Derartige Berechnungen wurden hier für die USA, Japan, Österreich,

⁷ Ausgangspunkt der Diskussion um mengenorientierte Ansätze ist der Aufsatz von Feldstein und Horioka (1980). Ansatzpunkt ihrer Argumentation ist, dass internationale Kapitalmobilität das Auseinanderfallen der Spar- und Investitionsquoten in den einzelnen Volkswirtschaften ermöglicht. Auf den ersten Blick besticht der Ansatz von Feldstein und Horioka durch seine Einfachheit. Dazu kommt die relativ gute Datenlage in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Investitions- und Sparquote. Faktisch aber ist bei dieser Analyse den erheblichen Endogenitätsproblemen Rechnung zu tragen. Denn Sparen und Investieren werden – der ökonomischen Theorie folgend – zu erheblichen Teilen durch die gleichen Parameter beeinflusst (Dooley et al. 1987).

⁸ Diese stehen unter <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm> zur Verfügung. Inzwischen liegen erste Arbeitsergebnisse vor. „On March 1 and 2, 2006, the Bank of Spain hosted an international conference on the Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), an international survey, conducted under the auspices of the IMF. The purpose of the conference was to demonstrate how the survey can and has been used. It was attended by 120 data users and compilers from around the world.“ http://www.bde.es/doctrab/confere/confee_7.htm.

⁹ Das letzte Update der Datenbasis erfolgte im August 2006.

¹⁰ Damit wird dieser Datensatz meines Wissens zum ersten Mal genutzt, um quantitativ das Ausmaß der Finanzmarktintegration zwischen den drei Währungsräumen zu analysieren.

Belgien, Frankreich, Finnland, Griechenland, Portugal und die Niederlande (*Abbildung 6*) und für Deutschland, Irland und Luxemburg durchgeführt.

Bereits auf den ersten Blick wird klar, dass Volkswirtschaften mit nominal hohen Forderungen auf dem internationalen Finanzmarkt auch nominal hohe Verbindlichkeiten eingegangen sind. Anleger aus Staaten mit hohen Portfolioinvestitionen ausländischer Anleger sehen offenbar oft selbst spezifische Vorteile in einem finanziellen Engagement außerhalb des Heimatlandes. Dieses Phänomen deutet darauf hin, dass auf dem internationalen Finanzmarkt bestenfalls rudimentär von der Homogenität der Produkte ausgegangen werden kann. Dieses Faktum kann als ein Indikator für eine internationale Arbeitsteilung auch im Bereich Finanzdienstleistungen begriffen werden.

Der oben genannte Quotient zur Messung der Finanzmarktintegration ausgewählter Volkswirtschaften zeigt, dass es weltweit, aber auch innerhalb der Eurozone, starke Unterschiede bezüglich des Ausmaßes internationaler Finanzmarktintegration gibt. Berechnet man die Verflechtung der Volkswirtschaften mit dem von Internationalen Währungsfonds angebotenen Datensatz, so ist zu beachten, dass es sich um sogenannte Stocks, also um Bestandsgrößen, handelt. Die Berechnungen zeigen, dass sich die finanzielle Integration und damit das Ausmaß der Verflechtung bei den einzelnen europäischen Volkswirtschaften sehr stark unterscheiden. Spitzenreiter der hier ins Auge gefassten wechselseitigen Finanzmarktintegration sind

Deutschland, Irland und Luxemburg; hier liegen die Werte bei knapp 500 % (Deutschland), etwa 1.000 % (Irland) und bei über 4.500 % (Luxemburg). Im Falle von Luxemburg ist dies vor allem mit seiner Bedeutung als internationaler Finanzmarkt zu erklären. Allerdings weisen kleine Volkswirtschaften nicht zwangsläufig einen hohen Integrationsgrad auf. Für Finnland beispielsweise lässt sich ein unterdurchschnittlicher Wert ermitteln.

Zudem ist festzustellen, dass die Dynamik der Finanzmarktintegration, also die Zuwachsrate des genannten Indikators, zwischen den einzelnen Volkswirtschaften stark variiert. Insbesondere wird klar, dass sich gerade in Deutschland und Irland diese Zuwachsraten in den Jahren 2003/2004 verringert haben. Ähnliches lässt sich für Finnland konstatieren.

Unterdurchschnittliche Integrationsmaße weisen die USA und Japan aus. Hier liefert der Quotient jeweils Werte von weniger als 50 %. Indes zeigt sich, dass in dieser Gruppe der Volkswirtschaften noch immer eine erhebliche Dynamik bezüglich der Integration besteht.

6 Fazit

Obwohl in der Öffentlichkeit die Integration der Finanzmärkte vielfach kontrovers diskutiert wird, ist bislang in der ökonomischen Literatur keine verbindliche Definition dieses Phänomens zu finden. Vielmehr zeigt sich, dass von der jeweiligen Defini-

tion auch das Messkonzept internationaler Integration abhängt.

Legt man einen eher institutionell ausgerichteten Ansatz zugrunde, so werden erhebliche Differenzen zwischen den nationalen Finanzsystemen deutlich; diese dürften an sich schon zu einer Limitierung der internationalen Finanzmarktintegration führen. Hinzu kommt, dass bei einer Argumentation auf der Grundlage der Zinsparitätentheorie festzuhalten ist, dass sich in jüngerer Zeit gerade auf dem Geldmarkt Desintegrationstendenzen finden lassen. Dies gilt sowohl innerhalb der Eurozone als auch zwischen den Mitgliedsländern der Eurozone sowie Japan und den USA. Auch wenn ein eher mengenbasiertes Konzept zugrunde gelegt wird, so zeigt sich, dass sich die Dynamik der internationalen Finanzmarktintegration tendenziell abschwächt.

Insgesamt kann dieser Befund als ein Indikator dafür begriffen werden, dass für eine weiterreichende Finanzmarktintegration weitere institutionelle Hemmnisse abzubauen wären. Zwar ist formal der Kapitalverkehr zwischen den hier betrachteten Währungsräumen liberalisiert, allerdings bestehen erhebliche regulatorische Unterschiede zwischen den Volkswirtschaften. Diese Differenzen verursachen deutliche Informations- und damit Transaktionskosten. Wirtschaftspolitik, die sich eine stärkere Finanzmarktintegration auf die Fahnen geschrieben hat, wie beispielsweise die Politik der EU, kann hier ansetzen, um mögliche Wohlfahrts- und Effizienzgewinne zu realisieren.

LITERATUR

- Agénor, P.-R.** (2001): Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. World Bank, Policy Research Working Paper 2699, Washington, D. C.
- Alvarez-Plata, P./Schrooten, M.** (2003): Nach der Argentinienkrise: Abnehmende Finanzmarktintegration Lateinamerikas, in: DIW Wochenbericht 44
- Beck, T./Demirgüç-Kunt, A./Levine, R.** (2001): Legal Theories of Financial Development. *Oxford Review of Economic Policy* 17 (4), pp. 483–501.
- Beck, T./Levine, R./Demirgüç-Kunt, A.** (2002): Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? World Bank, Policy Research Working Paper 2904, Washington, D. C.
- Dooley, M. P./Frankel, J./Mathieson, D.** (1987): International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us? *IMF Staff Papers* 34 (3), pp. 503–530
- ECB** (2003): Structural Analysis of the EU Banking Sector in 2002, Frankfurt/M.
- Eijffinger, S./Lemmen, J.** (2003): Introduction, in: S. Eijffinger/J. Lemmen (eds.): *International Financial Integration I*. Cheltenham/Northampton, ix-xxv
- Feldstein, M./Horioka, C.** (1980): Domestic Saving and International Capital Flows, in: *Economic Journal* 90 (3), pp. 314–329
- Fisher, J.** (1906): *The Nature of Capital and Income*, New York
- Fisher** (1907): *The Rate of Interest: Its nature, determination and relation to economic phenomena*, New York
- Flood, R./Rose, A. K.** (2003): *Financial Integration: A New Methodology and Illustration*. NBER, Working Paper 9880, Cambridge, Mass.
- Gourinchas, P. O./Jeanne, O.** (2003): *The Elusive Gains from International Financial Integration*. CEPR, Discussion Paper 3902, London
- International Monetary Fund** (2006): *International Financial Statistics*, CD-ROM
- International Monetary Fund** (2006): *Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment*
- King, R. G./Levine, R.** (1992): Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries, World Bank, Policy Research Working Paper 819, Washington, D. C.
- King, R. G./Levine, R.** (1993): Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, in: *Journal of Monetary Economics* 32 (3), pp. 513–542
- Krugman, P./Obstfeld, M.** (2003): *International Economics: Theory and Policy*, New York
- Lane, P./Milesi-Ferretti, G. M.** (2003): *International Financial Integration*, in: *IMF Staff Papers* 50 (5), pp. 82–133. <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2002/00-00/pdf/lane.pdf>
- Levine, R.** (2004): *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER, Working Paper 10766, Cambridge, Mass.
- Pagano, M.** (1993): Financial Markets and Growth, in: *European Economic Review* 37 (4), pp. 613–622
- Scharfstein, D./Stein, J. C.** (1990): Herd Behavior and Investment. *American Economic Review* 80 (3), pp. 465–79
- Schrooten, M.** (2006): Europäische Finanzmarktintegration, in: Beichelt, T./Choluj, B./Rowe, G./Wagener, H.-G. (Hrsg.): *Europa-Studien: Eine Einführung*, Wiesbaden
- Scitovsky, T.** (1969): *Money and the Balance of Payments*, London
- Survey (CPIS)**: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>
- The World Bank** (2006): *World Development Indicators*, CD ROM