

Auswirkungen des globalen Finanzzyklus auf den Euroraum

Stefan Reitz

Die ultralockere Geldpolitik der Federal Reserve seit dem Platzen der Dot-Com-Blase hat zu einer anhaltenden Diskussion über ihre Auswirkungen auf den internationalen Kapitalverkehr geführt. Die Beobachtung, dass Vermögenspreise im Wesentlichen durch globale Liquiditäts- und Risikofaktoren bestimmt werden, hat zur These der sogenannten „**Globalen Finanzzyklen**“ geführt. Aus wirtschaftspolitischer Sicht relevant ist hierbei der Umstand, dass es den einzelnen Ländern unabhängig vom Wechselkursregime schwerfällt, sich vom globalen Zyklus abzukoppeln. Eine eigenständige Geldpolitik ist demnach selbst bei flexiblen Wechselkursen nur durch hinreichende Kapitalverkehrsbeschränkungen möglich (Rey 2013).

Dabei hat sich gezeigt, dass weniger die Portfolioentscheidungen internationaler Investoren zu einer Übertragung der US-amerikanischen Geldpolitik auf andere Länder geführt haben als vielmehr die Kreditvergabepolitik international agierender (im Wesentlichen europäischer) Banken. Im Rahmen dieses sogenannten **Banken-Kanals** reduziert eine geldpolitische Expansion die Refinanzierungskosten, welche bei internationalen Banken zu einem gesteigerten Risikoappetit führen, verbunden mit einem Anstieg ihrer Kreditvergabe. Vor der Finanzkrise mündete die zusätzliche Liquidität beispielsweise in einem massiven Aufbau offener Positionen im US-amerikanischen Immobiliensektor (Shin 2012 und Allen et al. 2011).

Der Bankenkanal hat demnach eine starke Korrelation nationaler Indikatoren wie Aktien-, Anleihe- und Häuserpreise über Ländergrenzen hinweg zur Folge (Rey 2013), wogegen lokale Einflussfaktoren in den Hintergrund treten. Um sich vom Einfluss des globalen Finanzzyklus abzusichern, wurden Kapitalverkehrsbeschränkungen hauptsächlich für Entwicklungs- und Schwellenländer diskutiert. Die Auswirkungen der globalen Finanzzyklen auf fortgeschrittene Volkswirtschaften im Euroraum blieben hingegen weitgehend unbeachtet. Hier soll deshalb der Frage nachgegangen werden, ob die Länder des Euroraums ebenfalls von globalen Finanzzyklen betroffen waren (bzw. sind).^a Hierzu untersuchen wir den empirischen Zusammenhang zwischen einer Reihe makroökonomischer Größen.

- FED: Globalen Faktoren repräsentiert durch die Geldpolitik der Federal Reserve (gemessen durch die effektive Federal Funds Rate),
- VIX: Risikobewertung auf den globalen Finanzmärkten, gemessen durch den Standard & Poors Volatilitätsindex,
- EONIA: Ein europäischer Faktor, repräsentiert durch die Geldpolitik der EZB, gemessen durch den Euro Overnight Index Average,
- CRED: Länderspezifische Faktoren, repräsentiert durch Bankkredite an den privaten Sektor,
- GDP: Die Expansionsrate der jeweiligen Volkswirtschaft.
- OPR: Das den Bankenkanal identifizierende Bindeglied zwischen den globalen Finanzmärkten und der nationalen Volkswirtschaft wird durch den Zufluss von privaten internationalen Krediten an das jeweilige Mitgliedsland des Euroraums repräsentiert.
- TARGET: Aggregation aus Nettozuflüssen über das TARGET-System, also der jeweiligen Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber der EZB bzw. dem Eurosystem.^b

Zur Schätzung des Panel-Vektorautoregressiven Systems (Cagala und Glogowsky 2014) verwenden wir Quartalsdaten von 1999 bis 2014 für die ersten 12 Mitgliedsstaaten des Euroraums (EMU-12)^c. Vor dem Hintergrund der Eurokrise ist es hilfreich, die Analyse getrennt für die sogenannten GIIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) und der übrigen Euroländer durchzuführen. Die Cholesky-Anordnung der Variablen folgt im Wesentlichen Rey (2013) und beschreibt, welche Variable einen kontemporären Einfluss auf die anderen Variablen besitzt.

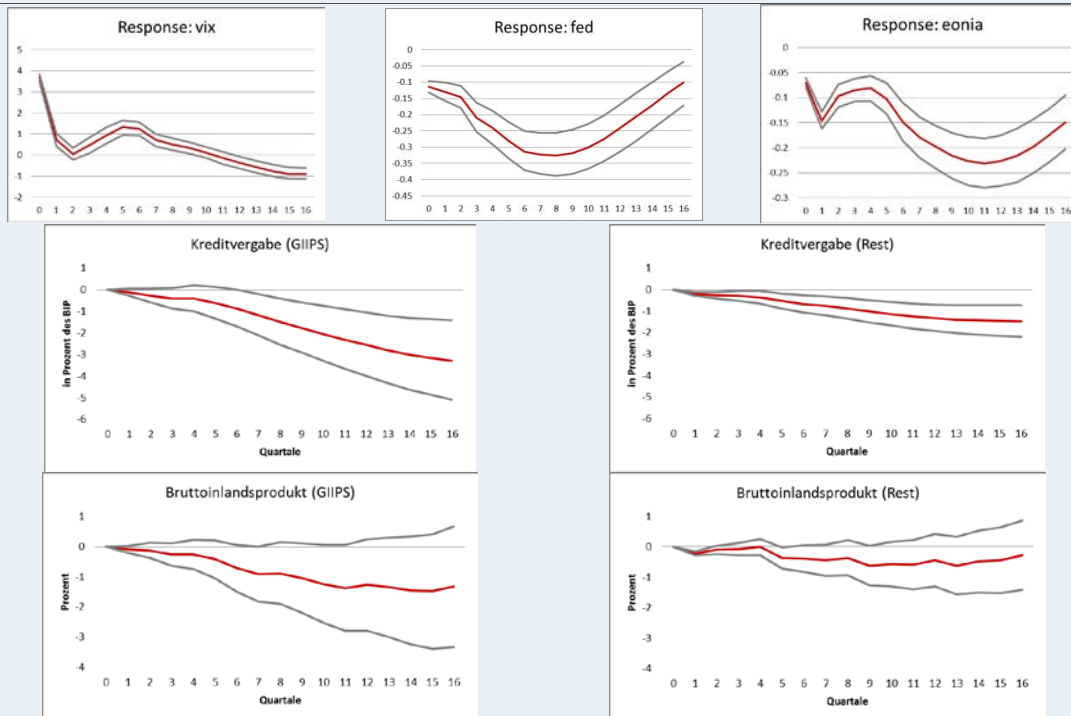
GDP→CRED→OPR→TARGET→VIX→FED→EONIA

Danach haben träge Variablen wie das nationale Inlandsprodukt einen kontemporären Einfluss auf alle anderen Variablen, jedoch nicht umgekehrt. Inländische Kredite an den privaten Sektor reagieren kontemporär nur auf das nationale Inlandsprodukt und beeinflussen alle weiteren Variablen, usw. Jede Variable reagiert jedoch verzögert auf Schocks aller anderen Variablen.

In Abbildung 1 sind die kumulierten Impuls-Antwortfolgen für beide Ländergruppen separat aufgeführt. Die Verwendung von kumulierten Impuls-Antwortfolgen hat den Vorteil, dass die trendmäßige Reaktion der relevanten Variablen auf einen globalen Schock gut sichtbar wird. Die zeitliche Aggregation erweitert jedoch spürbar die Konfidenzintervalle, z.B. auch dann, wenn die Impuls-Antwortfolge selbst statistisch signifikant, aber mit wechselndem Vorzeichen geschätzt wurde. Aufgrund dieser ökonometrischen Unsicherheiten sind die folgenden ökonomischen Schlussfolgerungen deshalb vorsichtig als Trendaussagen zu interpretieren.

Abbildung 1:

Impuls-Antwortfolgen für einen Schock der globalen Risikoaversion (VIX)



Quelle: Eigene Berechnungen.

Interpretation der Modellergebnisse

Ausgehend von einem Schock der globalen Risikoaversion reagiert zunächst die Federal Reserve mit einer Senkung der Geldmarktzinsen. Damit bestätigt sich die globale Komponente des Bankenkanals, nach der die amerikanische Geldpolitik Veränderungen der Risikoaversion durch Anpassung der Refinanzierungskosten kompensiert. Diese Anpassung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten wird durch die EZB mit einer Senkung des EONIA-Satzes nachvollzogen. Das Gegensteuern der Zentralbanken wirkt sich unterschiedlich auf die Ländergruppen im Euroraum aus. Im Einklang mit der Hypothese vom globalen Finanzzyklus sind in beiden Ländergruppen negative Effekte auf die nationale Kreditvergabe und das Bruttoinlandsprodukt zu verzeichnen. Allerdings fallen diese in den GIIPS-Staaten spürbar stärker aus als im übrigen Euroraum.

Die empirischen Ergebnisse unserer Analyse bestätigen damit im Großen und Ganzen für die GIIPS-Staaten den Bankenkanal des globalen Finanzzyklus. Dieser wirkt sich im Euroraum wie ein asymmetrischer Finanzschock aus, der nicht überall gleichermaßen wirkt. Eine unerwartete Zinserhöhung der Federal Reserve führt im Übrigen zu qualitativ vergleichbaren Ergebnissen wie die hier gezeigten Reaktionen auf einen Anstieg der globalen Risikoaversion, wonach in den GIIPS-Staaten die Kreditvergabe und der Konjunkturzyklus stärker gedämpft werden. Dies dürfte vor dem Hintergrund, dass die Bankensysteme in den GIIPS-Staaten immer noch fragiler sind als die im übrigen Euroraum, von besonderer Bedeutung sein.

^aFür eine detaillierte Analyse siehe Gelman et al. (2016). — ^bZusätzlich werden in dieser Position die Zuflüsse aus Hilfskrediten internationaler Organisationen erfasst, die in einer engen substitutionellen Beziehung zu Zuflüssen über TARGET II stehen. — ^cBelgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien.

Literatur

- Allen, F., T. Beck, E. Carletti, P. Lane, D. Schoenmaker und W. Wagner (2011). Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies. Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Cagala, T., und U. Glogowsky (2014). XTVAR: Stata module to compute panel vector autoregression. Statistical Software Components 2014.
- Gelman, M., A. Jochem, S. Reitz (2016). Transmission of Global Financial Shocks to EMU Member States: The Role of Monetary Policy and National Factors. Bundesbank Discussion Paper. Forthcoming.
- Rey, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Papers 21162. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Shin, H.S. (2012). Global Banking Glut and Loan Risk Premium. Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference.