

**Wirtschaftspolitik aktuell: August 2018**

# Mehr Finanzintegration für eine höhere Wachstumsdynamik im Euroraum

- Finanzintegration ist ein wesentliches Element für die finanzielle Stabilität des Euroraums.
- Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit zeigen, dass Finanzintegration auch mit Risiken verbunden ist.
- Eine erfolgreiche und dauerhafte Finanzintegration muss die mit einhergehenden Risiken begrenzen.

Autor

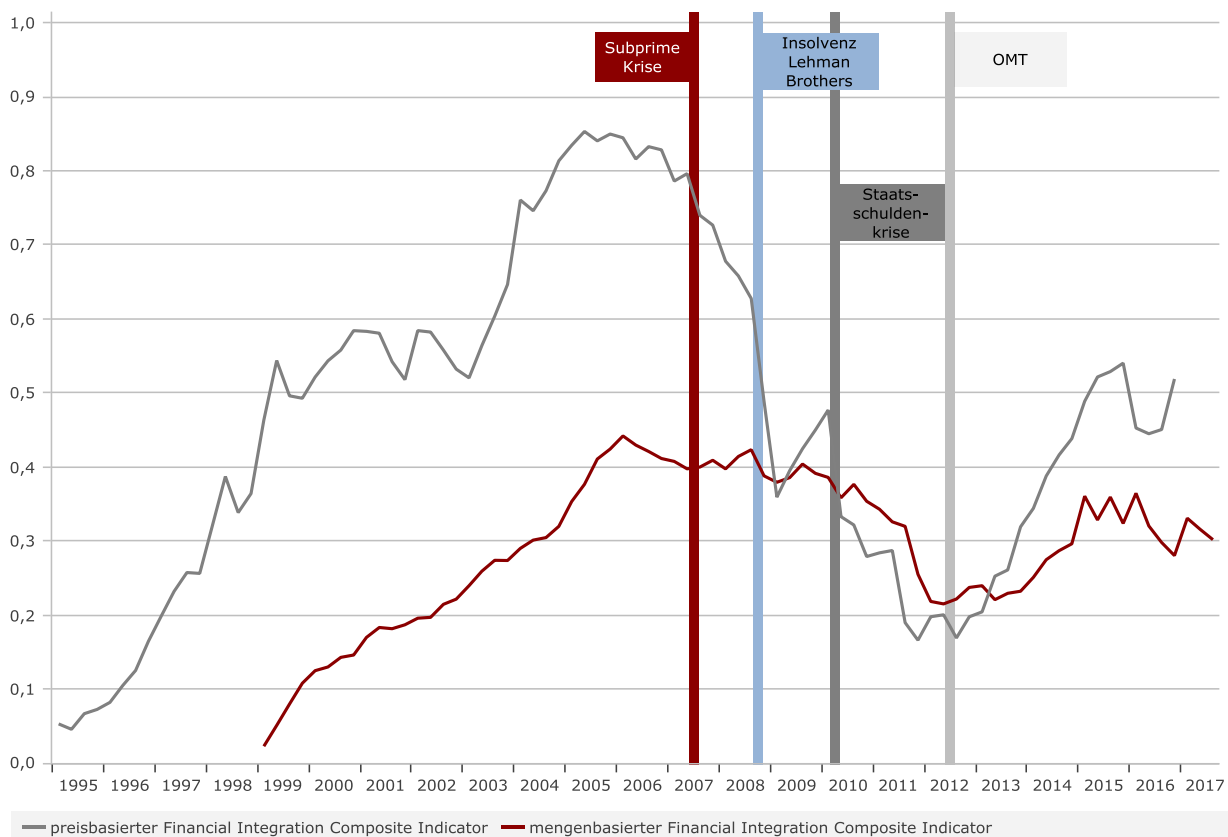
**Dr. Siegfried Utzig**Wirtschaft  
Telefon +49 30 1663-1140  
siegfried.utzig@bdb.de

## Finanzintegration als Mittel für mehr Finanzstabilität...

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) stabiler und krisenfester zu machen, gehört zu den vorrangigen politischen Zielen in Europa. Ein wesentliches Instrument auf dem Weg zu diesem Ziel ist eine möglichst umfangreiche Integration des

europäischen Finanzsektors zu einem einheitlichen Finanzbinnenmarkt. Von einer stärkeren Integration der Finanz- und Bankenmärkte im Euroraum werden eine Reihe positiver Auswirkungen erwartet, allen voran eine größere Effizienz, aber auch eine verbesserte Funktionsfähigkeit der Geldpolitik und nicht zuletzt neue Impulse für Investitionen und ein stärkeres Wirtschaftswachstum.

### Preisbasierte und mengenbasierte Indikatoren der Finanzintegration



Quelle: Macrobond

Vervollständigt wird diese Betrachtung durch die Annahme, dass eine wachsende Finanzintegration gleichzeitig auch die Stabilität der Finanz- und Bankenmärkte stärken würde, da sie mit einer größeren Produkt- und Dienstleistungsvielfalt sowie vor allem einer besseren Risikoallokation einhergeht.

### **...ein Instrument nicht ohne Risiken**

Allerdings beinhalten die Wirkungszusammenhänge zwischen Finanzstabilität und Finanzintegration einige Fallstricke. Denn mit einer wachsenden Finanzintegration über Ländergrenzen hinweg können ohne zusätzliche Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität einzelne Risiken der Finanzmärkte verstärkt werden. Dazu zählen beispielsweise das Ansteckungsrisiko oder die mögliche Verstärkung eines Herdentriebs. Die Ereignisse der globalen Finanzkrise und der nachfolgenden Staatsschuldenkrise haben schmerzhaft vor Augen geführt, dass diese Risiken nicht nur theoretischer Natur sind. Finanzintegration und Finanzstabilität gehen also nicht immer Hand in Hand.

### **Der Finanzintegration der frühen Eurojahre...**

Im Rückblick durchlief der Euroraum in Sachen Finanzintegration seit seiner Gründung eine beachtliche Berg- und Talfahrt. Nach der Einführung des Euro vertiefte sich die Finanzintegration im Euroraum zunächst deutlich, wenn auch zu Beginn nur die Interbankenmärkte und die Märkte für staatliche Wertpapiere davon profitierten. Im Verlauf der globalen Finanzkrise und der nachfolgenden Staatsschuldenkrise kehrte sich dieser Prozess jedoch um. Der zunehmende regulatorische und politische Druck führte zwar zu mehr Stabilität, gleichzeitig aber auch zu einer erneuten Fragmentierung des Euroraums.

### **Preis- und Mengenindikator der Finanzintegration**

EZB und Europäische Kommission haben gemeinsam einen synthetischen Preis- und Mengenindikator der Finanzintegration entwickelt. Die beiden Indikatoren aggregieren die Daten aus einer Auswahl von marktspezifischen Indikatoren und bieten so einen umfassenden Überblick über die Finanzintegration im Euroraum.

Der **mengenbasierte Indikator** spiegelt die Entwicklung der Anteile der grenzüberschreitenden Inter-Banken-Kredite sowie der grenzüberschreitenden Anleihen- und Aktienbestände von Banken und Investmentfonds im Vergleich zu einer Benchmark in Form eines vollständig diversifizierten Portfolios wider.

Der **preisbasierte Indikator** setzt sich aus einer Auswahl von preisbasierten Indikatoren zusammen, die die vier Hauptsegmente Geld-, Renten-, Aktien- und Bankenmarkt abdecken. Alle für die preisbasierte Finanzintegration verwendeten Inputreihen messen die Preisstreuung, wobei höhere Werte der Preisstreuung tendenziell auf einen geringeren Grad der Finanzintegration hindeuten.

Der von der EZB und der Europäischen Kommission gemeinsam entwickelte synthetische Preis- und Mengenindikator der Finanzintegration (siehe Grafik) zeigt diese Entwicklung eindrucksvoll. Ab 1999 nahm die Finanzintegration sowohl bei den Preisen als auch bei den Volumina zunächst stark zu.

### **...folgte eine scharfe Disintegration**

Mit Beginn der Finanzkrise und verstärkt mit Beginn der Staatsschuldenkrise zeigen je-

doch die Volumina der internationalen Kapitalströme, wie sich die Finanzintegration im Euroraum umkehrte. Dies ist vor allem auf die Abnahme der (Brutto-)Kapitalströme zurückzuführen, eine Bewegung, die durch die sich verschlechternden makroökonomischen Fundamentaldaten vor dem Hintergrund einer allgemeinen Neubewertung der Risiken im globalen Finanzsystem, einschließlich der Auswirkungen einer neuen Regulierung (z. B. Basel III), ausgelöst wurde. Die Preisindikatoren bestätigen die Entwicklung. Mit Ausbruch der Finanzkrise haben sich die Renditen für Finanzprodukte stark voneinander entfernt, sodass dieser Gesamtindex noch stärker gefallen ist.

## **Neue Integrationsfortschritte sind bisher bescheiden**

Ein Blick auf die Grafik belegt weiter, dass der Weg zum Integrationsniveau vor der Finanzkrise noch weit ist. Zwar hat sich das Integrationsniveau inzwischen von den Tiefständen der europäischen Staatsschuldenkrise wieder erholt. Dennoch verlief die jüngste Integrationsentwicklung in den Marktsegmenten Geld-, Renten-, Aktien- und Bankenmarkt noch relativ uneinheitlich. Erhebungen der EZB zeigen außerdem, dass das Ausmaß der länderübergreifenden Risikoallokation im Euroraum nach wie vor recht gering ist.

Die alles in allem dennoch positive Entwicklung der Finanzintegration im Jahr 2017 wurde durch die stärkere, breitere und recht einheitliche wirtschaftliche Expansion im Euroraum getrieben. Unterstützt wurde diese Entwicklung auch durch das Ankaufprogramm der EZB und durch Fortschritte bei der Umstrukturierung der Banken. Die daraus resultierenden Bonitätsverbesserungen einiger Länder des Euroraums unterstützten den Trend zur Reintegration der Kapitalmärkte. Allerdings deuten die Ergebnisse

nicht darauf hin, dass bereits alle wirtschaftlichen Vorteile, die von der Finanzintegration erwartet werden können, heute schon in Erscheinung treten.

## **Finanzstabilität und Finanzintegration müssen Hand in Hand gehen**

Klar ist, dass der Euroraum sein wirtschaftliches Potenzial nur dann ausspielen wird, wenn er auch die Vorteile eines möglichst weitgehend integrierten Finanzsektors nutzen und gleichzeitig die damit einhergehenden Risiken begrenzen kann. Eine erfolgreiche und dauerhafte Finanzintegration setzt also eine über jeden Zweifel erhabene Finanzstabilität voraus. Es war zweifellos unerlässlich, dass in Reaktion auf die Finanzkrise das politische Augenmerk zunächst auf die Wiedergewinnung der Stabilität des Finanzsektors gerichtet war; leider aber geschah dies auf Kosten der Finanzintegration. Die umfangreichen Regulierungsmaßnahmen waren bislang erfolgreich und haben das Vertrauen zurückgebracht. Finanzstabilität alleine genügt aber offenbar nicht für weitergehende Integrationschritte.

Bankenunion, Kapitalmarktunion sowie eine Weiterentwicklung der Währungsunion sollen den Weg zur Finanzintegration nun weiter beschleunigen. Die messbaren Erfolge sind jedoch bislang eher bescheiden. Nach wie vor kann also die fehlende Integration die europäischen Wachstumsaussichten, die Übertragung der Geldpolitik der EZB und die Finanzstabilität negativ beeinflussen.

## **Zusätzliche Integrationschritte sind erforderlich**

Es steht daher zu vermuten, dass die politischen und regulatorischen Rahmenbedingungen zur Stabilisierung des Bankensektors, des Kapitalmarkts sowie der Währungsunion nicht genügen, um die Finanzintegration

auch nur auf das Niveau vor der Finanzkrise zurückzubringen. Da jedoch auch das Integrationsniveau vor der Finanzkrise nur Teilbereiche erfasste, dürften weitergehende Maßnahmen unvermeidlich sein. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die derzeit bekannten Verordnungen im Rahmen der Banken- und Kapitalmarktunion nur in geringem Umfang einer grenzüberschreitenden Marktöffnung und einer länderübergreifenden Risikodiversifikation dienen und in weitaus stärkerem Umfang der Sicherung der Finanzstabilität.

Damit wirklich Risiken, die mit der Finanzierung realwirtschaftlicher Aktivitäten verbunden sind, vom Bankensektor auf andere private Marktteilnehmer verlagert werden, damit eine länderübergreifende Risikoteilung vereinfacht und verstärkt und damit der Zugang zu einem breiteren Spektrum von Finanzmarktinstrumenten verbessert wird, sind zusätzliche Schritte erforderlich. Dazu zählen beispielsweise Harmonisierungsschritte im europäischen Steuerrecht, vor allem bei der Besteuerung von Unternehmen sowie Fortschritte bei der Gleichbehandlung der Besteuerung von Eigen- und Fremdkapital. Auch im Bereich des Gesellschaftsrechts, des Insolvenzrechts und der Rechnungslegungsvorschriften könnten Harmonisierungen die Finanzintegration beschleunigen. Da nach wie vor die Neigung relativ hoch ist, Finanzinvestitionen in heimische Wertpapiere zu tätigen, sollten auch Anreize für eine ausreichende Diversifizierung über Ländergrenzen hinweg geschaffen werden. Schließlich könnten Rentenreformen auf den Weg gebracht werden, die darauf abzielen, die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Ländern, in denen diese noch niedrig ist, zu erhöhen.

Diese Liste ist nicht als abschließend zu verstehen und soll lediglich verdeutlichen, in

welchen Regionen die wahren Hindernisse für eine intensivere Finanzintegration liegen. Fortschritte bei den skizzierten Harmonisierungsschritten werden sich – wenn überhaupt – nur langsam einstellen. Das Ziel einer vollentwickelten Finanzintegration dürfte deshalb allenfalls langfristig zu erreichen sein. Damit könnten aber auch die erhofften Wachstumsimpulse eines einheitlichen Finanzbinnenmarktes noch lange auf sich warten lassen.

### **Position des Bankenverbandes**

- Die fehlende Integration kann die europäischen Wachstumsaussichten, die Übertragung der Geldpolitik der EZB und die Finanzstabilität negativ beeinflussen.
- Die Vollendung der Bankenunion und der Kapitalmarktunion in ihrer bisherigen Form sind notwendige, aber keine hinreichenden Schritte für eine umfassende Finanzintegration.
- Für eine umfassende Finanzintegration wären beispielsweise Harmonisierungsschritte im europäischen Steuerrecht, vor allem bei der Besteuerung von Unternehmen sowie Fortschritte bei der Gleichbehandlung der Besteuerung von Eigen- und Fremdkapital sinnvoll.
- Auch im Bereich des Gesellschaftsrechts, des Insolvenzrechts und der Rechnungslegungsvorschriften könnten Harmonisierungen die Finanzintegration beschleunigen.