

Manuel Peter

Kapitalmarktunion – bisher hohe Persistenz der Finanzsysteme

Nach der Finanzmarkt- bzw. Schuldenkrise im Euroraum hatte die europäische Politik die Bankenlandschaft einer tiefgreifenden regulatorischen Reform ausgesetzt. Von der jüngsten Agenda der EU-Kommission, eine Kapitalmarktunion zu schaffen, ist aber ein noch größerer Strukturwandel des Finanzsektors zu erwarten – sofern diese erfolgreich umgesetzt wird. Ein tiefergehender Blick auf die Entwicklung von Finanzsystemen seit den 1990er Jahren zeigt, dass marktliche Kräfte die europäischen Finanzsysteme bisher nur eingeschränkt in der Weise transformieren konnten, wie es die EU-Kommission wünscht. Es bleibt daher zu diskutieren, inwieweit politisches Handeln die Persistenz von Finanzsystemen beeinflussen kann.

Nach den Erschütterungen der weltweiten Finanzkrise hat die europäische Politik die Bankenlandschaft einer tiefgreifenden regulatorischen Reform unterworfen. Zwar mussten die spanische Banco Populare, die italienische Banca Monte dei Paschi sowie zwei dortige Regionalbanken zuletzt abgewickelt bzw. gerettet werden, dies waren aber noch Altlasten aus den Krisenjahren. Die meisten Banken haben mittlerweile den Weg in die Gewinnzone wiedergefunden. Höhere Kapitalanforderungen, eine stringenter Bankenaufsicht sowie neue Regelungen bei der Abwicklung von Banken sollen das stabile Geschäftsumfeld erhalten und Banken vor zukünftigen Krisen bewahren.

Der Plan für eine Kapitalmarktunion, den die Europäische Kommission in einem Grünbuch 2015 erstmals festhielt, stellt die Bankenlandschaft jedoch vor neue Herausforderungen. Durch die Stärkung der Finanzmärkte dürfte zukünftig das Kerngeschäft der Banken, die Kreditvergabe, einem erhöhten Wettbewerbsdruck ausgesetzt werden. Ziel der Kapitalmarktunion ist unter anderem die Diversifizierung der Finanzierungsquellen europäischer Unternehmen, die bislang im Vergleich zum angelsächsischen Wirtschaftsraum in wesentlich größerem Maße Finanzierungen bei Banken nachfragen. Zukünftig sollen, nach dem Willen der EU-Kommission, insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) vermehrt Kapital auf den Finanzmärkten aufnehmen.¹ Soll dies gelingen,

wäre ein neuerlicher Strukturwandel des Bankensektors notwendig.

Ob das Vorhaben der Kapitalmarktunion, auf eine Transformation der europäischen Finanzsysteme² hinzuwirken, sinnvoll und wünschenswert ist, soll hier nicht diskutiert werden. Das politische Handeln der EU-Kommission deutet darauf hin, dass marktliche Kräfte, die durch die Liberalisierung der Finanzmärkte freigesetzt wurden, ein Aufschließen der europäischen Finanzmärkte zu denen angelsächsischer Länder nicht erreichen konnte.³ Noch immer nehmen Großbritannien wie auch die USA Finanzmärkte deutlich umfangreicher in Anspruch als kontinentaleuropäische Volkswirtschaften, obwohl in den vergangenen Dekaden auch in Europa die Finanzmärkte an Bedeutung gewannen.

2 Die vorliegende Klassifikation von Finanzsystemen orientiert sich an der Charakterisierung von Finanzsystemen als banken- oder finanzmarktzentriert, wie sie in einschlägigen Veröffentlichungen üblich ist. Vgl. F. Allen, D. Gale: Comparing Financial Systems, Cambridge MA 2000.

3 Vgl. S. Langfield, M. Pagano: Bank bias in Europe: effects on systematic risk and growth, Frankfurt a.M. 2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1797.en.pdf> (28.9.2017).

1 Vgl. EU-Kommission: Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel 2015, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52015DC0063> (25.8.2017). Zuletzt rückten im Mid-Term Review der Kapitalmarktunion verstärkt auch Maßnahmen zur Stärkung institutioneller Investoren und privater Sparer ins Zentrum. Vgl. EU-Kommission: Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, Brüssel 2017, https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en (29.8.2017).

Dr. Manuel Peter ist Referent für Strategie/Hausmeinung Investment Research bei der Deutschen Apotheker- und Ärztekbank (apoBank) in Düsseldorf.

Kapitalmarktunion und Systemfrage

Mit dem Plan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion reagierte die Europäische Kommission auf die Krise des Euroraums, die in der Lesart der EU-Kommission vor allem eine Bankenkrise gefolgt von einer langjährigen Wachstumsschwäche war. Als Wurzel des Problems identifizierte die EU-Kommission die starke Abhängigkeit der europäischen Volkswirtschaften vom Bankensektor,⁴ der – anders als im angelsächsischen Raum – die wesentliche Finanzierungsquelle für Unternehmen darstellt. Zudem sieht die Kommission einen umfassenden Finanzmarkt als zusätzlichen Schockabsorber, der zur Stabilisierung der Eurozone beitragen kann. In den vier großen Staaten des Euroraums betrug der Anteil der durch den heimischen Bankensektor gehaltenen Verschuldung des privaten nicht-finanziellen Sektors Ende 2016 rund 66 %, während er in den USA mit knapp 34 % nur rund halb so groß war.⁵ Diese einseitige Ausrichtung habe negative Effekte auf die Stabilität des gesamten Banken- und Finanzmarktes und führe in Krisen dazu, dass die Versorgung mit Krediten für die Wirtschaft beeinträchtigt sei, so die Befürchtung. Sowohl im Grünbuch wie auch im Aktionsplan zur Kapitalmarktunion finden sich daher Passagen, die den Wunsch der EU-Kommission formulieren, auch Europa solle sich stärker zum angelsächsischen, eher finanzmarktorientierten Finanzsystem hinwenden.⁶ Ins Zentrum der Initiative stellen das Grünbuch wie auch der Aktionsplan die Unternehmensfinanzierung von KMU. Sie sollen zukünftig in größerem Maße von den Möglichkeiten der Finanzmärkte profitieren. Flankiert werden die Maßnahmen für Unternehmen mit Initiativen zur Förderung institutioneller Anleger und eines breiteren Zugangs zum Finanzmarkt für Kleinanleger.⁷

Mit der Initiative zur Schaffung einer Kapitalmarktunion nimmt sich die Kommission einer Thematik an, für die sich die wirtschaftswissenschaftliche Forschung bereits seit Jahrzehnten interessiert: „Bank-based or market-based financial systems: Which is better?“⁸, so der Titel eines Aufsatzes von Ross Levine zu dieser Thematik aus dem Jahr 2002. Im Zentrum stand dabei lange die Frage, ob

die Konstruktion des Finanzsystems einen langfristigen Einfluss auf Investitionen und Wachstum hat. Ein eindeutiger Konsens ist in der Forschung bis heute nicht feststellbar. Die Gesamtheit der Arbeiten lässt keinen Rückschluss auf einen langfristigen Unterschied zwischen einem bankenzentrierten und einem finanzmarktzentrierten Finanzsystem zu.⁹ Vielmehr scheinen sich gegenseitige Vor- und Nachteile weitgehend aufzuheben. Zudem basieren die Vorteile der einzelnen Systeme oftmals auf den vorherrschenden Marktgegebenheiten und Wirtschaftsstrukturen in den jeweiligen Volkswirtschaften. So sind Banken besonders dort vorteilhaft, wo die Informationsgewinnung schwierig ist und auf der Pflege der Kundenbeziehung aufbaut.¹⁰ Eine Änderung der Marktstruktur kann bei neuerlicher Abwägung der Systeme zu einem anderen Urteil über die Vorteilhaftigkeit führen.

Die Handlungsintention der EU-Kommission, die Vorteile aus beiden Systemen zu vereinen und damit ein stärker hybrides System zu etablieren, um damit das Wachstum in der EU zu stärken, ist nachzuvollziehen. Da die einzelnen Vorteile jedoch zumeist in unterschiedlichen Marktstrukturen liegen, ist die Umsetzbarkeit eines solchen hybriden Systems zumindest zu hinterfragen. Im Allgemeinen wirft das Vorgehen darüber hinaus die noch umfassendere Frage auf, ob die Politik überhaupt strukturell eingreifen sollte. Die Liberalisierung der Finanzmärkte hat es in den vergangenen Jahrzehnten möglich gemacht, die Finanzmärkte deutlich umfassender zu nutzen. Sofern daher die Finanzmarktleistungen noch unterschiedlich genutzt werden, spiegeln diese eher die Bedürfnisse der Marktteilnehmer wider, als dass sie Ausdruck einer mangelhaften Entwicklung sind.

Zuletzt machte sich die Systemfrage, zumindest in der Forschung, nicht mehr so sehr am Einfluss auf das langfristige Wachstum, sondern mehr an der Stabilitätswirkung auf das Finanzsystem fest.¹¹ Auf diesem Feld scheinen dabei die Studien in der Mehrheit zu sein, die vor allem in Krisenphasen den bankenzentrierten Systemen eine höhere Stabilität zuweisen. Kern der Argumentation ist zumeist, dass in Phasen erhöhter Unsicherheit auf den

4 Vgl. EU-Kommission: Grünbuch ..., a. a. O., S. 4.

5 Vgl. C. Dembiermont et al.: How much does the private sector really borrow? A new database for total credit to the private nonfinancial sector, in: BIS Quarterly Review, März 2013, S. 65-81.

6 Vgl. EU-Kommission: Grünbuch ..., a. a. O., S. 2; EU-Kommission: Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel 2015, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/DE/1-2015-468-DE-F1-1.PDF> (25.8.2017).

7 Eine detaillierte Analyse der Inhalte findet sich unter anderem bei H. Gabrisch: Zur Kritik der Kapitalmarktunion, in: Wirtschaftsdienst, 96. Jg. (2016), H. 12, S. 891-899.

8 R. Levine: Bank-based or market-based financial systems: Which is better?, in: Journal of Financial Intermediation, 11. Jg. (2002), H. 4, S. 398-428.

9 Einen positiven Einfluss eines finanzmarktzentrierten Finanzsystems auf das Wachstum findet unter anderem J. Wurgler: Financial Markets and the Allocation of Capital, in: Journal of Financial Economics, 58. Jg. (2000), S. 187-214. Einen negativen Einfluss findet hingegen L. Gambacorta et al.: Financial Structure and Growth, in: BIS Quarterly Review, März 2014, S. 21-35. Keinen Einfluss findet hingegen R. Levine, a. a. O.

10 Vgl. R. G. Rajan, L. Zingales: Banks and Markets: The Changing Character of European Finance, Cambridge MA 2003, <http://www.nber.org/papers/w9595> (27.9.2017).

11 Vgl. C. Cardarelli et al.: Financial Stress and Economic Contraction, in: Journal of Financial Stability, 7. Jg. (2011), H. 2, S. 78-97; T. Beck et al.: When Arm's Length Is Too Far. Relationship Banking over the Business Cycle, in: Journal of Financial Economics, im Erscheinen; S. Langfield, M. Pagano, a. a. O.

Märkten Banken durch eine langfristige Beziehung zu ihren Kreditnehmern Informationsvorsprünge gegenüber dem Markt besitzen und auch dann noch eine Finanzierung sicherstellen können, wenn auf den Finanzmärkten die Gefahr einer Austrocknung der Finanzierungsquellen droht.¹² Die Ausführungen der EU-Kommission in ihrem Grünbuch deuten darauf hin, dass sie insbesondere solche Situationen im Blick hat.¹³ Es ist dann aber zu fragen, weshalb sie ausgerechnet eine Agenda setzt, die der Handlungsintention entgegengelaufen scheint.

Transformation durch Liberalisierung der Finanzmärkte?

Seit dem Beginn der Liberalisierung der Finanzmärkte Mitte der 1980er Jahre wurden in allen entwickelten Industriestaaten wesentliche Hürden für die intensivere Nutzung der Finanzmärkte beseitigt. Sowohl für Anleger als auch für diejenigen, die nach einer geeigneten Finanzierung suchen, ist seitdem der Weg über die Finanzmärkte offener.¹⁴ Die durch die Politik vorangetriebene Agenda, eine Kapitalmarktunion zu schaffen und dabei die Rolle der Finanzmärkte zu stärken, lässt aber darauf schließen, dass alleine die Marktkräfte in den letzten Jahrzehnten eine Transformation des Finanzsystems nicht erreichen konnten. Wie erfolgreich kann angesichts eines noch immer durch die Banken geprägten Finanzsystems ein solcher politisch induzierter Plan der EU-Kommission sein?

Die vorherrschende Ausprägung des Finanzsystems macht sich dabei nicht alleine an der Masse der abgegebenen Unternehmensschuldverschreibungen, die oft im Mittelpunkt der öffentlichen Debatte stehen, fest. Vielmehr beruht ein solches Gesamtsystem darauf, dass die vollständige Kette der Finanzintermediation bestimmte Charakteristika aufweist. Dazu gehört sowohl die Anlegerseite, die Finanzmittel zur Verfügung stellt, die Intermediäre, die die Finanzmittel kanalisieren, sowie diejenigen, die schließlich eine Finanzierung nachfragen. In diesem funktionalistischen Ansatz, der sich oft in der wissenschaftlichen Literatur findet, lassen sich die Akteursgruppen zwar separieren, ihr Verhalten beruht jedoch auf gegenseitiger Abhängigkeit.¹⁵ Daher ist eine Änderung des Verhaltens einzelner Gruppen nur begrenzt möglich. Eine einseitige Fokussierung der EU-Kommission auf die Finanzierung

von Unternehmen ist daher nicht ausreichend. Die weitergehenden Maßnahmen, die auf institutionelle und private Anleger abzielen, wurden anscheinend erst mit dem Fahrplan zur weiteren Umsetzung der Kapitalmarktunion im Halbzeitreport der Kommission stärker berücksichtigt.

Um das Gesamtsystem zu ändern, wäre daher eine Verhaltensänderung der einzelnen Teilgruppen erforderlich. Diese treffen ihre Entscheidungen aber nicht unmittelbar aufgrund gesetzlicher Bestimmungen, sondern aus einer subjektiven Kosten-Nutzen-Abwägung heraus. Die Entscheidung eines privaten Haushalts, sein Geld bei einer Bank anzusparen anstatt Aktien zu erwerben, gründet auf der Präferenz des jeweils einzelnen. Das macht einen politischen Eingriff schwierig, da die Entscheidungssparameter nicht unmittelbar bekannt sind. Zudem handelt es sich bei Entscheidungen im Umfeld des Finanzmarkts um solche, die von langfristigen Erwägungen determiniert werden. Eine Transformation des Systems ist daher, wenn überhaupt wünschenswert, nur langsam möglich.

Clusteranalyse

Ein Indiz für die Trägheit solcher Systeme ist in Abbildung 1 dargestellt. Mit Hilfe einer hierarchischen Clusteranalyse wurden die großen Volkswirtschaften des Euroraums sowie Japan, Großbritannien und die USA in Gruppen zusammengefasst. Das Ziel einer Clusteranalyse ist die Bildung von Gruppen heterogener Objekte, die sich in ihren strukturellen Eigenschaften ähneln. Clusterverfahren zur Analyse von Finanzsystemen, vor allem in zeitlicher Perspektive sowie als Instrument zur Politikabschätzung, finden sich bisher kaum in der wissenschaftlichen Literatur.¹⁶ Die vorliegende Arbeit nutzt einen empirischen Ansatz, um die Umsetzung der Kapitalmarktunion und damit verbundenen potenziellen Grenzen der Politik anhand der Entwicklung der vergangenen Dekaden aufzuzeigen.

Wesentlich bei der Clusteranalyse ist die Auswahl der Größen, die zur Bewertung der Ähnlichkeit herangezogen werden. Im vorliegenden Fall konzentriert sich die Analyse ausschließlich auf strukturelle Merkmale der drei relevanten Akteursgruppen (Anleger, Intermediäre, Schuldner), die Aufschluss über das stereotype Verhalten dieser Gruppen geben. Dabei lassen sich die einzelnen Ausprä-

¹² Vgl. T. Beck et al., a. a. O.

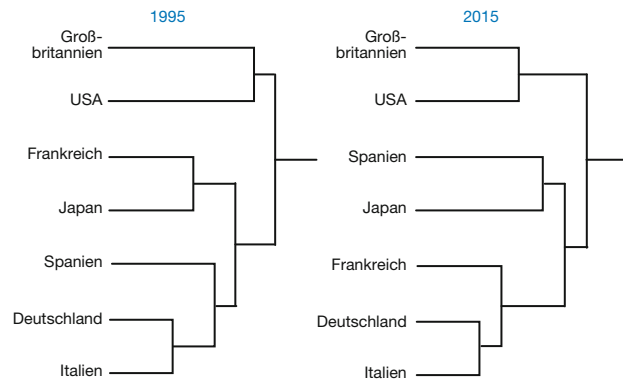
¹³ Vgl. EU-Kommission: Grünbuch ..., a. a. O., S. 4, S. 14.

¹⁴ Vgl. E. Nowak: Investor Protection and Capital Market Regulation in Germany, in: J. P. Krahen, R. H. Schmidt (Hrsg.): The German Financial System, Oxford 2004, S. 425–449 für Deutschland.

¹⁵ Vgl. R. H. Schmidt, M. Tyrell: What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular, in: J. P. Krahen, R. H. Schmidt (Hrsg.), a. a. O., S. 39–53. Die Autoren grenzen den funktionalistischen Ansatz von anderen Ansätzen, beispielsweise dem institutionellen Ansatz, ab.

¹⁶ Vereinzelt finden sich Studien, die Clusteranalysen zur Beschreibung von Finanzsystemen anwenden, jedoch sind diese meist auf einen Zeitpunkt bezogen und zielen nicht darauf ab, aktuelle politische Fragestellungen zu fokussieren. Vgl. A. Veysov, M. Stolbov: Financial System Classification: From Conventional Dichotomy to a more modern view, in: SSRN Electronic Journal, Juli 2012, https://www.researchgate.net/publication/254446006_Financial_System_Classification_From_Conventional_Dichotomy_to_a_More_Modern_View (27.9.2017).

Abbildung 1

Dendrogramm der Clusteranalyse von Finanzsystemen

Daten von 2013. Hierarchische Clusterung durch Minimierung der quadrierten gruppeninternen Abweichungen vom Gruppendurchschnitt über alle Variablen (standardisiert) nach J. H. Ward Jr.: Hierarchical Grouping to Optimize an Objective Function, in: Journal of the American Statistical Association, 58. Jg. (1963), S. 236-244.

Quelle: eigene Darstellung.

gungen der gewählten Größen den Charakteristika banken- bzw. finanzmarktorientierter Systeme zuordnen.¹⁷ Die Bezeichnung „hierarchische“ Clusteranalyse verweist darauf, dass die angewendete Methode auf einem Bottom-up-Ansatz basiert, d. h., dass zu Beginn der Analyse jedes Objekt eine eigene Gruppe darstellt. In jedem weiteren Schritt der Analyse werden dann diejenigen zwei Objekte zusammengefasst, die die größte Ähnlichkeit aufweisen. Hierdurch wird der gesamte Clusterungsprozess sichtbar, der sich in einem Dendrogramm abbilden lässt (vgl. Abbildung 1).¹⁸ Von der hierarchischen Vorgehensweise sind andere Methoden zu unterscheiden, wie beispielsweise partitionierende Verfahren, die von einer festen Zahl an Gruppen ausgehen und die Objekte bereits zu Beginn einer Gruppe zuordnen.

Bei der Bestimmung des Verhaltens von Anlegern werden zwei Größen in der Analyse berücksichtigt: Zum einen der Anteil des Finanzvermögens der Haushalte in Form von Depositen und Bargeld und zum anderen der Anteil des Haushaltsvermögens in Form von Versicherungsansprüchen gegenüber Lebensversicherungen am Nicht-Depositen-Vermögen. Der erste Indikator verweist auf die

Bedeutung der Banken für Haushalte bei der Vermögensbildung, der zweite gibt Aufschluss über die Risikoteilung zwischen Anlegern und Intermediären. In bankenzentrierten Systemen sorgen im Wesentlichen Banken und Versicherungen für die intra-temporale Risikodiversifikation, weshalb Anleger sich wenig Gedanken über die Risikostreuung zu jedem Zeitpunkt machen müssen, wenn sie Depositen oder Versicherungsansprüche erwerben. Vielmehr steht daher die inter-temporale Diversifikation im Mittelpunkt der Anlegerinteressen. In finanzmarktzentrierten Systemen ist hingegen zusätzlich eine intra-temporale Diversifikation erforderlich, da Anleger das Risiko einzelner Wertpapiere individuell tragen.¹⁹ Um eine hohe Korrelation der beiden Größen bei Einbeziehung der Depositen in die Risikokennzahl zu vermeiden, werden lediglich die Versicherungsansprüche zur Bestimmung des Ausmaßes intra-temporaler Risiken für Anleger herangezogen. Dies setzt die Annahme voraus, dass in Volkswirtschaften mit einem hohen Depositenaufkommen Individuen in der Tendenz auch einen überdurchschnittlichen Erwerb von Versicherungsansprüchen bevorzugen.

Die Nachfrageseite nach Finanzierungsleistungen wird ebenfalls durch zwei Größen berücksichtigt: die Größe des Corporate-Bond-Marktes im Vergleich zur Gesamtverschuldung des Unternehmenssektors (ohne monetäre Finanzinstitute) sowie die Börsenkapitalisierung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Beide Größen verweisen darauf, in welchem Umfang Unternehmen auf Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensektors zurückgreifen. Die Rolle der Intermediäre wird, da sie im Zentrum der Betrachtung steht, anhand von vier Variablen approximiert (vgl. Tabelle 1):

1. Der Anteil von Bankkrediten an der Gesamtverschuldung des privaten nicht-finanziellen Sektors und
2. der Vergleich des Anlagevolumens von institutionellen Anlegern zu dem von Banken zielt auf die Bedeutung des Bankgeschäfts für den gesamten Kapitalmarkt ab.
3. Der Anteil der Kredite an Nicht-Banken an der Bankbilanzsumme, der die Bedeutung des Kreditgeschäfts für die Banken misst, sowie
4. das Verhältnis aus Bankkrediten und -depositen von Nicht-Banken, das die Finanzierungsstruktur der Banken kennzeichnet, stellen auf das Geschäftsverhalten der Banken ab.²⁰

¹⁷ Ähnliche Clusteranalysen beziehen oftmals weitere Größen ein, wie beispielsweise Kennziffern für den Wettbewerbsgrad im Bankenmarkt, die nicht unmittelbar durch die zugrundeliegende Struktur des Finanzsystems bedingt sein müssen. Vgl. IMF: How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?, World Economic Outlook, Washington, September 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/> (28.8.2017).

¹⁸ Vgl. B. S. Everitt et al.: Cluster Analysis, Chichester (Sussex) 2011, S. 71-110.

¹⁹ Vgl. R. H. Schmidt, M. Tyrell, a. a. O., S. 47-49.

²⁰ Eine längerfristige Betrachtung der Größe des Bankensektors findet sich in S. Langfield, M. Pagano, a. a. O.

Tabelle 1
Ergebnisse der Clusteranalyse von Finanzsystemen

Variablen	Deutschland		Spanien		Frankreich		Italien		Japan		Groß-britannien		USA	
	1995	2015	1995	2015	1995	2015	1995	2015	1995	2015	1995	2015	1995	2015
Kapitalangebot														
Anteil der Depositen am Finanzvermögen der privaten Haushalte in %	44,1	39,1	51,1	41,1	38,5	28,5	38,2	30,9	49,6	51,3	21,9	24,3	13,0	13,4
Ansprüche der privaten Haushalte gegenüber Lebensversicherungen in % ihres Finanzvermögens (ohne Depositen)	24,3	27,4	9,8	12,4	30,7	48,1	5,0	20,2	34,8	34,9	15,8	13,2	2,9	2,1
Kapitalnachfrage														
Größe des Corporate-Bond-Marktes in % der Verschuldung der nicht-finanziellen Unternehmen	5,7	8,5	7,6	2,3	12,0	20,0	4,9	9,9	5,6	1,5	21,5	26,8	41,8	43,3
Börsenkapitalisierung in % des BIP	22,1	47,1	95,8	67,3	31,2	79,2	16,6	40,5	68,4	99,8	95,2	122,8	79,1	143,3
Intermediärleistungen														
Anteil der Bankkredite an der Verschuldung des privaten Sektors in %	75,4	72,7	69,4	66,3	55,4	50,8	76,0	72,0	52,8	69,2	62,4	56,2	37,4	34,2
Assets institutioneller Anleger in % der Bankenassets	21,6	39,3	17,2	21,4	28,4	35,8	19,2	29,6	38,6	60,9	37,5	38,3	66,6	71,2
Kredite an Nicht-Banken in % der Bankenbilanzsumme	54,5	44,9	44,9	86,1	40,2	30,4	44,7	36,7	56,2	67,1	77,0	37,7	61,1	54,9
Verhältnis aus Bankkrediten und -depositen	1,4	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	0,6	0,5	0,3	0,3	0,8	0,6

Quellen: BIZ; Bank of England; EZB; OECD; Weltbank; eigene Berechnung.

Beharrungskräfte im Finanzsystem

Zwischen der Clusterung im Jahr 1995 sowie der im Jahr 2015 zeigen sich kaum Unterschiede. Zu beiden Zeitpunkten lässt sich eine deutliche Separierung der Länder in eine angelsächsische sowie eine kontinentaleuropäische Gruppe einschließlich Japan erkennen. Trotz der umfangreichen Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte hat eine Konvergenz zwischen den Systemen damit nicht stattgefunden. Es zeigt sich vielmehr die zuvor beschriebene Persistenz mit Blick auf die großen Volkswirtschaften. Die zur Clusteranalyse verwendeten Kennziffern finden sich in Tabelle 1.

Aus Abbildung 1 ist darüber hinaus erkennbar, wie groß die Ähnlichkeiten der Länder innerhalb der beiden Gruppen sind. Dabei sind sich Länder, ausgehend von der statistischen Vorgehensweise, umso ähnlicher, je früher sie im Clusterungsprozess zu einer Untergruppe zusammengefasst werden. Bei der bankenzentrierten Gruppe zeigt sich dabei eine hohe strukturelle Ähnlichkeit des deutschen und des italienischen Systems, die zu beiden Zeitpunkten jeweils als erstes Paar zu einer Untergruppe zusammengeführt werden. Dabei weisen beide Volkswirtschaften eine überproportional große Bedeutung von Bankkrediten auf sowie eine gleichzeitig deutlich unter-

durchschnittliche Kapitalisierung der Börsen, selbst im Vergleich zu den anderen bankenzentrierten Volkswirtschaften. Dies mag unter anderem darin begründet liegen, dass Frankreich und Spanien ihren Bankensektor in den vergangenen Jahren stark konsolidiert haben.²¹ Zudem zeigen Banken in beiden Volkswirtschaften im Unterschied zum spanischen oder französischen Bankensystem eine höhere Deckung des Kreditgeschäfts durch Depositen. Grund hierfür sind die gemessen an der Wirtschaftskraft der Staaten eher geringen Verschuldungsgrade der jeweiligen privaten nicht-finanziellen Sektoren.²²

Zwar unterscheiden sich die finanzmarktzentrierten Systeme in den USA und Großbritannien von denen auf dem europäischen Kontinent, dennoch gibt es auch zwischen diesen beiden Staaten nicht geringe strukturelle Unterschiede. Die Ähnlichkeit beider Staaten ist in den 1990er Jahren wie auch nach der Finanzkrise größer als zwischen

²¹ Beispielfhaft kann hier auf die durchschnittliche Zahl von Kunden je Institut verwiesen werden. Diese betrug 2016 in Deutschland 49 000 je Bank, in Italien 106 000, in Frankreich 160 000 und in Spanien 347 000; Quelle: EZB, Eurostat.

²² Die Verschuldung des privaten nicht-finanziellen Sektors lag Ende 2016 in Deutschland bzw. Italien bei ca. 107 % bzw. 118 % des BIP, in Spanien bei 167 % und in Frankreich bei 185 % des BIP; Quelle: BIS.

den Finanzsystemen der Gründungsstaaten der Europäischen Union (Frankreich, Deutschland, Italien), abzulesen daran, dass beide Staaten erst spät im Clusterungsprozess zusammengefasst werden. Dabei fällt vor allem die in Großbritannien noch deutlich größere Bedeutung von Banken ins Auge. In den USA lag das Anlagevolumen institutioneller Anleger zuletzt deutlich über dem der Banken. In Großbritannien dominieren noch die Banken. Ein ebenfalls großer Unterschied ergibt sich auch bei den Verbindlichkeiten der nicht-finanziellen Unternehmen. Auch wenn in beiden Staaten der Umfang des Marktes für Corporate Bonds, gemessen an den gesamten Unternehmensschulden, größer als auf dem europäischen Festland ist, so zeigt sich ein nicht minder großer Unterschied von 17 Prozentpunkten zwischen Großbritannien und den USA (rund 43 % in den USA gegenüber rund 27 % in Großbritannien, vgl. Tabelle 1).²³

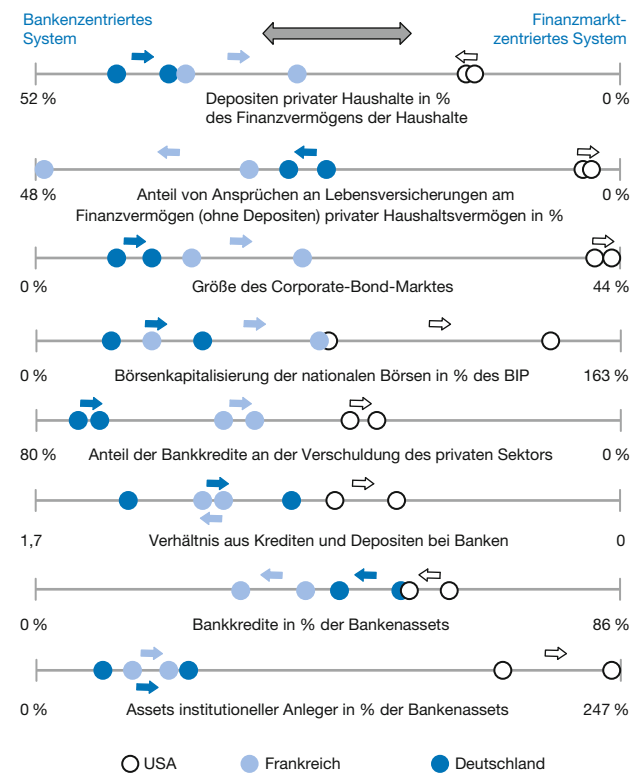
Eine Erweiterung des Ländersamples um weitere OECD-Industrielländer liefert ein ähnliches Resultat wie in Tabelle 1. Es haben sich aber einige kleinere Länder im Laufe der beiden Dekaden in stärkerem Maße zu einem finanzmarktzentrierten System hingewandt. Das gilt für Belgien und die Niederlande sowie für die skandinavischen Staaten. Dabei ist festzuhalten, dass diese Länder in hohem Maße vom Außenhandel abhängig sind. Möglicherweise hat dies, gemeinsam mit der Begrenztheit der eher kleinen nationalen Finanzmärkte, die dortige Entwicklung befördert.²⁴

Die in Abbildung 1 dargestellten Dendrogramme geben die jeweiligen Ausprägungen der Finanzsysteme zu den vordefinierten Zeitpunkten wieder. Nicht auszuschließen ist daher, dass es temporär zu Verschiebungen kam, die nicht erkannt werden oder strukturelle Verschiebungen bisher nur sehr klein waren. Die bis zur ersten Hälfte der 2000er Jahre zunehmende Hinwendung der deutschen Volkswirtschaft zu den Finanzmärkten, die sich unter anderem in der Etablierung des „Neuen Marktes“ zeigte und nach der Ernüchterung über den New-Economy-Boom abebbte, ist solch ein Beispiel für eine nur temporäre Entwicklung. Zudem ordnet die Clusteranalyse die betrachteten Volkswirtschaften in Relation zueinander. Erst dauerhafte Änderungen in den Strukturen, die zu einer Konvergenz oder Divergenz der Staaten führen, lassen sich in einer geänderten Clusterbildung erkennen. Ein allgemeiner Trend hingegen in Richtung auf einen Bedeutungsgewinn der Finanzmärkte in allen Volkswirtschaften wird mit diesem Instrument nicht erkannt. Dies wird nur durch den Blick auf die Entwicklung der einzelnen Variablen deutlich.

²³ Vgl. The Worldbank: Global Financial Development Database (GFDD).

²⁴ Nicht abgebildet; kann auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden.

Abbildung 2
Entwicklung der Variablen zur Charakterisierung des Finanzsystems 1995 und 2015



Die jeweiligen Punkte auf den Achsen sind proportional zum größten beobachteten Wert im Sample der sieben großen Volkswirtschaften aus Abbildung 1 abgetragen.

Quellen: BIZ; EZB; OECD; Weltbank.

Bedeutung der Finanzmärkte hat dennoch zugenommen

Dass in den vergangenen zwei Dekaden die Finanzmärkte tatsächlich an Bedeutung gewannen und sich damit die zuvor konstatierte Starrheit der Systeme in Teilen relativiert, wird aus Abbildung 2 ersichtlich. Am deutlichsten lässt sich ein Voranschreiten der marktinduzierten Transformation der Finanzsysteme in Deutschland und Frankreich bei der Kreditnachfrage erkennen. Dies gilt in gleichem Maße für die Aufnahme von Eigen- wie auch von Fremdkapital. Dabei ging der Bedeutungsgewinn nicht auf eine höhere Inanspruchnahme von Fremdkapital der Unternehmen im Allgemeinen zurück,²⁵ sondern auf einen Bedeutungsgewinn dieser Finanzierungsquelle im Vergleich zur Vergabe von Bankkrediten, auch wenn dieser Anteil noch immer verhältnismäßig klein ist. Dies zeigt

²⁵ In Deutschland sank der Verschuldungsgrad der Unternehmen seit Mitte der 1990er Jahre; Quelle: BIS.

sich einerseits in einem gestiegenen Anteil des Volumens von Corporate Bonds an der gesamten Verschuldung nicht-finanzieller privater Unternehmen wie auch an einer seit der Jahrtausendwende abnehmenden Bankverbindlichkeitsquote vieler Unternehmen.²⁶ Dass der Anteil der Bankkredite an der Gesamtverschuldung des privaten nicht-finanziellen Sektors trotzdem nur in geringem Maße zurückging, lässt sich mit der Bedeutung der Banken bei der Finanzierung von Haushalten erklären. Der leicht fallende Anteil bei den Firmenkrediten wurde durch die Kreditvergabe an die privaten Haushalte kompensiert. Der Plan der EU-Kommission, die Transformation des bisherigen Systems bei den Unternehmen anzusetzen, scheint daher eine Möglichkeit zu bieten, in absehbarer Frist messbare Ergebnisse zu erzielen.

Eine in den vergangenen Jahrzehnten nur sehr langsame Transformation war bei den Anlegern zu beobachten. Zwar sank der Anteil der Depositen am Vermögen der Haushalte, dieser ist aber nach wie vor hoch. Zudem wurden die Portfolien der Haushalte umgeschichtet und gleichzeitig der Erwerb von Vermögen in Form von Versicherungsansprüchen ausgeweitet, letztere weisen aus Sicht des Anlegers ähnliche Charakteristika auf wie Bank-einlagen. Sofern die EU-Kommission die Idee hegt, eine Transformation des gesamten Finanzsystems in Europa zu forcieren, ist zu vermuten, dass sie auf Anlegerseite die größte Herausforderung bewältigen muss.²⁷

26 Vgl. Deutsche Bundesbank: Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, in: Bundesbank Monatsbericht, 64. Jg. (2012), H. 1, S. 20-27; Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken BVR, DZ BANK: Mittelstand im Mittelpunkt, Berlin, Frankfurt a. M. 2017, S. 25-30, https://www.dzbank.de/content/dzbank_de/de/home/unsere_kunden/firmenkunden/publikationen/mittelstandsstudie.html (29.8.2017).

27 Im Mid-Term Review zur Kapitalmarktunion wird das Engagement der EU-Kommission deutlicher, auch auf Anlegerseite eine umfassende Transformation anzustreben, z. B. durch einen europaweiten Pensionsfonds. Vgl. EU-Kommission: Mid-Term Review of ..., a. a. O.

In den USA steht der umfangreichen Finanzierung über die Finanzmärkte eine große Zahl an institutionellen Anlegern gegenüber, deren Anlagen die der US-Banken vom Umfang her deutlich übersteigen. In Deutschland und Frankreich ist dies bei Weitem noch nicht der Fall, auch wenn in den vergangenen 20 Jahren das Engagement dieser Investorengruppe wuchs. Werden in den nächsten Jahren institutionelle Investoren nicht in größerem Maße auf den Finanzmärkten zu aktiven Spielern, so dürften die von Unternehmen emittierten Wertpapiere schlussendlich doch in den Bilanzen der Banken landen. Einer Diversifizierung der Finanzierungsquellen, wie von der EU-Kommission gewünscht, wäre damit kaum genüge getan. Ob der in Abbildung 2 sichtbar rückläufige Kreditanteil in den Bankbilanzen bereits eine stärkere Hinwendung zu Finanzmarktaktivitäten andeutet, bleibt abzuwarten.

Fazit

Die Analyse zeigt auf, dass Finanzsysteme eine hohe Persistenz aufweisen und eine Transformation nur langfristig zu erreichen ist. Dass die europäischen Volkswirtschaften bei der Nutzung der Finanzmärkte zügig zu den angelsächsischen Staaten aufschließen, ist aus den bisherigen Erfahrungen eher unwahrscheinlich. Jedoch zeigt sich, dass die Finanzmärkte in den vergangenen Dekaden – getrieben durch die Liberalisierung der Finanzmärkte seit den 1980er Jahren – auch in den kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften an Bedeutung gewonnen haben. Dieser Trend könnte daher zu einer stärker hybriden Struktur europäischer Finanzsysteme führen. Dies müsste aber nicht unmittelbar zu einem Bedeutungsverlust der Banken beitragen, da sie in diesem hybriden System verstärkt Einkommen aus Finanzmarktaktivitäten schöpfen könnten. Dies hieße aber auch nicht, dass eine partielle Transformation einem „Weiter so“ für die Banken gleichkäme.

Title: Capital Market Union – Resistance to Change in Financial Market Systems

Abstract: In 2015, the European Commission announced that it would push to create a Europeanwide capital market union to support economic growth and financial stability in Europe. The agenda of the EU Commission is ambitious, because the success of such a plan would transform the European financial systems, most of which are still much more reliant on banks than on financial markets, as opposed to the US, for example. A cluster analysis shows, however, that national financial systems are resistant to change, which can only be implemented in the long run. Nevertheless, the past 20 years have seen financial markets gaining more importance for all economies.

JEL Classification: E44, E61, O16