

Mink, Reimund; Voy, Klaus-Dieter

Article

Die Finanzkrise 2008/2009 und die Aktualität der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Mink, Reimund; Voy, Klaus-Dieter (2017) : Die Finanzkrise 2008/2009 und die Aktualität der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 97, Iss. 6, pp. 432-439, <https://doi.org/10.1007/s10273-017-2156-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/206442>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Reimund Mink, Klaus Voy

Die Finanzkrise 2008/2009 und die Aktualität der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung

Finanzkrisen hatten immer beträchtliche wirtschaftliche Einbußen und hohe soziale Kosten zur Folge. So war es bei der Weltwirtschaftskrise 1929, aber auch bei der jüngsten Finanzkrise 2008/2009. Damit verbunden waren nicht nur tiefe Einschnitte für die Finanz- und die Realwirtschaft, sie entfachten auch Diskussionen über die theoretische Behandlung des Verhältnisses beider Teilbereiche und die adäquate statistische Erfassung und Darstellung finanzieller Transaktionen in gesamtwirtschaftlichen Zusammenhängen.

Die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (FinR), in der die Finanzsphäre von Volkswirtschaften dargestellt wird, ist zwar in den letzten Jahrzehnten jeweils als Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (VGR) mit revidiert worden, es gab aber von der Geldpolitik kaum Impulse zu ihrem weiteren Ausbau.¹ Denn der Blick auf die gesamte Finanzsphäre hatte wenig Bedeutung, solange sich die Zentralbankpolitiken an der Entwicklung der Geldmenge oder direkt an der des Preisniveaus orientierten. Erst der Ausbruch der jüngsten Finanzkrise zeigte deutlich den hohen Grad an gegenseitiger finanzieller Abhängigkeit und weltweiter Integration der Volkswirtschaften und Märkte. Entsprechend rückten Fragen der zunehmenden Komplexität und Globalisierung der Finanzmärkte sowie ihrer Stabilisierung ins Zentrum der Geldpolitik. Denn die Zentralbanken spielten bei der Bereitstellung der Liquidität und bei der Überwindung von Engpässen auf den globalen Geld- und Finanzmärkten eine Schlüsselrolle.²

- 1 R. Mink, K. Voy: Die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung – Revision und Anwendung in ökonomischen Analysen, Marburg 2017. Dieser Beitrag stützt sich wesentlich auf diesen Band. Auf die Diskussion über das Verhältnis von Finanz- und Realwirtschaft wird nicht weiter eingegangen. Vgl. K. Voy: Realwirtschaft und Finanzwirtschaft in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, in: R. Mink, K. Voy, a.a.O.
- 2 P. Bull, J. M. Israel, R. Mink: Impact of the financial crisis, in: UNECE: The Impact of Globalization on National Accounts, Basel 2011.

Die FinR gewinnt in der gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Diskussion zunehmend an Bedeutung. Doch dies war nicht immer so: Nach einem verheißungsvollen Start und dem schrittweisen Ausbau in den 1960er Jahren verlor sie in den darauffolgenden Jahren an Bedeutung. Wichtigste Ursache hierfür war der Übergang von der Kredit- zur Geldmengenpolitik in den 1970er Jahren. Erst die Finanzkrise 2008/2009 führte zu einer Wiederentdeckung der Finanzsphäre, und die FinR wurde parallel zur bzw. im Rahmen der letzten VGR-Revision ausgebaut. Dabei ging es in erster Linie um drei Erweiterungen: Die tiefere Untergliederung des Finanzsektors, die verfeinerte Aufschlüsselung der Finanzinstrumente sowie die Darstellung sektoraler Verflechtungen nach Art der Finanzierung unter Einbeziehung von Gläubiger- und Schuldnerbeziehungen. Die relativ schnelle Umsetzung dieser erweiterten Konzepte wurde durch die intensive Zusammenarbeit internationaler Organisationen auf dem Gebiet der Wirtschaftsstatistik und der VGR und durch rechtliche Vorgaben auf europäischer Ebene, harmonisierte Daten bereitzustellen, begünstigt. Diese Entwicklung wurde zudem durch den Einsatz von Wertpapier- und Kreditdatenbanken forciert.

Konzeption und Aufbau der Finanzierungsrechnung

Die FinR ist in den 1960er Jahren für Zwecke der damaligen Geld- und Kreditpolitik nationaler Zentralbanken aufgebaut worden, die seit der Devisenbewirtschaftung in den 1930er Jahren die nationalen Grenzen der jeweiligen Finanzsphären verwaltet haben, soweit dies nach den ersten Liberalisierungen in den 1950er und frühen 1960er Jahren, die in der Bundesrepublik Deutschland besonders weit gingen, noch notwendig und möglich war. Ausgehend von statistischen Zusammenstellungen über die verschiedenen Teilspektoren der Kreditinstitute in den nationalen Volkswirtschaften, die seit der Weltwirtschaftskrise durch die Finanzaufsicht nach und nach ausgebaut wurden, stellten die Zentralbanken erste Formen von gesamtwirtschaftlichen

Dr. Reimund Mink ist Wirtschaftsberater der Europäischen Zentralbank und des Internationalen Währungsfonds.

Dr. Klaus Voy war Mitarbeiter des Statistischen Landesamtes Berlin und des Amtes für Statistik Berlin-Brandenburg.

Finanzierungsrechnungen auf, die in der Bundesrepublik Deutschland seit Mitte der 1950er Jahre durch die Bank deutscher Länder und später durch die Deutsche Bundesbank veröffentlicht wurden.³

Die Arbeiten in den 1960er Jahren mit dem Ziel, eine mit der VGR kompatible bzw. in deren zwischenzeitlich erweiterten Konzepte integrierte FinR aufzubauen, kamen um 1970 zu einem ersten Abschluss.⁴ Sie waren nunmehr ein Instrument für die Geld- und Kreditpolitik der Zentralbanken, die angesichts der damaligen weiteren Deregulierungen in der Finanzsphäre die Kreditvergabe nicht nur sektoral, sondern gesamtwirtschaftlich beobachtete und zu regulieren versuchte. Diese Entwicklungsphase war von einer regen Konzept- und Methodendiskussion auch außerhalb der unmittelbar beteiligten Notenbanken begleitet, die auf den geldtheoretischen Entwicklungen der 1940er und 1950er Jahre aufbauen konnte.⁵

Geldpolitische Wende und Stagnation der Finanzierungsrechnung

Anfang der 1970er Jahre haben sich in einer Kette von Währungskrisen und politischen Umbrüchen die außenwirtschaftlichen Bedingungen der Geldpolitik durch die Aufkündigung der Golddeckung des US-Dollar (1972) und durch den faktischen Übergang zu flexiblen Wechselkursen völlig verändert. Die anderen Industrieländer, deren Zentralbanken ihre Währungen bis dahin am US-Dollar orientiert hatten, wurden dadurch gezwungen, eigene, mehr oder minder autonome geldpolitische Paradigmen aufzubauen. In der Bundesrepublik Deutschland wurde die weitgehend offene Außenwirtschaft beibehalten. Nachdem eine Rückkehr zu festen Wechselkursen nicht mehr zu erreichen war, wurde die offene Außenwirtschaft mit einer Geldpolitik kombiniert, die sich als Monetarismus auf Geldmengenaggregate als neue Steuerungsgrößen bezog. Diese wurden in der Bankenstatistik als wichtige Zielvariablen integriert und zum Kreditvolumen sowie zu anderen Finanzgrößen in Beziehung gesetzt. Letztlich wurde so die FinR nicht mehr gebraucht und galt eher als Relikt einer überholten Politik-

konzeption. Zwar war sie durch den Ansatz einer integrierten Sektorenrechnung der nur partiell auf einen Teilsektor ausgerichteten Bankenstatistik konzeptionell überlegen, aber sie fristete über lange Zeit in vielen Ländern nur ein Schattendasein.

Aufgrund institutioneller Beharrungskraft und als integraler Bestandteil der internationalen und nationalen VGR-Systeme wurde die FinR durch die Deutsche Bundesbank über die Jahre fortgeführt, allerdings auf eher kleiner Flamme weiterentwickelt. Denn die damals herrschende Sicht war, dass die Finanzsphäre im freien Spiel ihrer Kräfte am besten zum allgemeinen Wohl beiträgt und ihre statistische Beobachtung – meist nur im Kontext von politischen und rechtlichen Regulierungen überhaupt möglich – eigentlich überflüssig sei. Diese Einstellung wurde seit den 1980er Jahren durch die Deregulierungen und die Schaffung effizienter und komplexer Finanzinstrumente auf den globalen Finanzmärkten verstärkt.

Finanzkrise und Wiederentdeckung der Finanzsphäre

Die Finanzkrise, die im September 2008 mit der Insolvenz der einstigen Investmentbank Lehman Brothers verheerende Ausmaße erreichte, erschütterte zuerst das Finanzsystem der Welt und ging dann nahtlos in eine Verschuldungskrise mit einem Epizentrum in Europa über. Der auslösende Funke, der im Herbst 2008 eine Kettenreaktion in Gang setzte, war jedoch das Platzen der Immobilienblase in den USA und auch in mehreren westeuropäischen Ländern wie Spanien und Irland. Die Intransparenz in den Bilanzen großer Banken und die undurchschaubaren Verflechtungen zwischen Institutionen, deren Zusammenbruch als un kalkulierbares Risiko galt, entfachten eine Panik, die zu einer Kreditklemme führte. Den Zentralbanken gelang es zwar, zur Überwindung der Paralyse auf den Geld- und Kapitalmärkten ausreichend Liquidität bereitzustellen. Allerdings war der private nichtfinanzielle Sektor bei der Kreditvergabe wegen höherer Kreditrisiken mit zunehmend schwierigeren Konditionen konfrontiert. Private Haushalte und institutionelle Investoren verloren das Vertrauen in Banken und hielten sich beim Verbrauch und den Investitionen zurück. Der Handel auf den Geld- und Kapitalmärkten kam zum Stillstand. Die Börsenkurse brachen ein und die Volkswirtschaften in den USA und in anderen westlichen Volkswirtschaften rutschten in eine schwere Rezession.

Finanzaufsicht, Wirtschaftspolitik und -akteure waren kaum darauf vorbereitet, sich mit dem Aufbau und den Einflussmöglichkeiten auf neue Finanzinstitute und -produkte auseinanderzusetzen. Denn deren Ausmaß und Wirkungsweise waren durch statistische Daten nur unzureichend erfasst. Allerdings erkannten Finanzaufseher und Wirtschaftspolitiker sehr rasch, dass bestehende Informationslücken oft mit

3 E. Stöß: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank, 2009, in: K. Voy (Hrsg.): Kategorien der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, Bd. 4, S. 375-402.

4 Methodische Basis hierfür waren das System of National Accounts 1968 (SNA 1968) und das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1970 (ESVG 1970).

5 W. Stützel: Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie, Tübingen 1958; H. Leutner: Geldstrom- und Liquiditätstheorie. Geldströme im Wirtschaftskreislauf, Frankfurt a.M. 1962; M. Murtfeld: Grundsätze und Methoden finanzieller Gesamtrechnungen, Frankfurt a.M. 1963; R. Wagenführ, E. Stalf: Finanzierungsrechnung und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung – gezeigt am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland, in: Statistische Hefte, 9. Jg. (1968), S. 274-295; U. Baßeler: Finanzierungsrechnung und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Tübingen 1971.

dem Fehlen länderübergreifender vergleichbarer Daten verbunden waren. Insbesondere gab es kaum Informationen zu den Risiken beim Einsatz komplexer Finanzinstrumente sowie bei grenzüberschreitenden Finanzgeschäften zwischen eng verflochtenen Finanzinstituten, zumal sie meist nicht den Bilanzierungsvorschriften unterlagen. Schließlich waren viele Marktteilnehmer und Investoren durch Unsicherheiten und fehlende Informationen betroffen – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Stabilität von Geld- und Kapitalmärkten.

Mit der Finanzkrise 2008/2009 kam es so zu einer Wende, wie grundlegend und nachhaltig, wird sich erst noch zeigen, nicht nur im Hinblick auf die Bankenaufsicht – bezogen auf einzelne (systemrelevante) Finanzinstitute und -bereiche –, sondern auch im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Stellung und die Risiken der Banken und der Finanzsphäre insgesamt. Diese Systemrisiken für die nationalen Volkswirtschaften und die Weltwirtschaft waren zuvor ausgeblendet worden. Die Finanzsphäre wurde nunmehr – stärker in der breiten Öffentlichkeit als im Bankensystem und der Politik – nicht mehr als wundersame Maschine der Vermehrung von Reichtum wahrgenommen, sondern als Ausgangspunkt, womöglich sogar Ursache einer Finanzkrise, die durchaus das Potenzial für eine Systemkrise hatte, vergleichbar mit der Weltwirtschaftskrise 1929. Eine vergleichbare Katastrophe ist bislang durch die mehr oder minder konzertierten Aktionen der großen Zentralbanken abgewendet worden, welche die Lehren aus der ersten großen Weltwirtschaftskrise für ihr Handeln zugrundegelegt hatten.

Ausbau der Finanzierungsrechnung

Schon bei der letzten Revision des System of National Accounts (SNA) 2008 gab es Bestrebungen, die FinR weiter auszubauen. So ging es um die Frage, ob sich die parallel zu der weitgehend schon abgeschlossenen Revision des 2008 SNA zu beobachtenden finanz- und geldpolitischen Initiativen zur Eindämmung der Finanzkrise in den Konten entsprechend widerspiegeln. Die Antwort darauf fiel überwiegend positiv aus, mit dem Ergebnis, dass die bei der Revision vorgenommenen Erweiterungen und Anpassungen, z.B. bei der Abgrenzung institutioneller Einheiten, der Klassifikation von Finanzinstrumenten oder der expliziten sektoralen Zuordnung von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen, vollkommen ausreichend seien.⁶ Überlegungen, das vorhergehende SNA 93 zu erneuern, reichen bis 2002 zurück. Dabei wurde für die Überarbeitung eine Liste von 44 Diskussionspunkten und von 39 Punkten zur Klärung zusammengestellt. Verschiedene Punkte bezogen sich auf Neuerungen im finanziellen Bereich – vor allem auf die methodische Behandlung von Fi-

⁶ Advisory Expert Group on National Accounts: The 2008 SNA and the financial crisis, Washington DC, November 2008.

Tabelle 1
Sektoren des Europäischen VGR-Systems und des System of National Accounts

Sektor und Teilsektor	Kode	
Inländische Sektoren	S1	
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschließlich nichtfinanzielle Hauptverwaltungen (Head Offices))	S11	
Finanzielle Kapitalgesellschaften	S12	
Monetäre Zentralbank	S121	
Finanzinstitute (MFI)	Sonstige monetäre Kreditinstitute (ohne Geldmarktfonds)	S122
	Finanzinstitute Geldmarktfonds ¹	S123
	Finanzielle Kapitalgesellschaften ohne monetäre Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen	S124
Finanzielle Kapitalgesellschaften ohne monetäre Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen	Sonstige Finanzinstitute (ohne Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen wie: Finanzleasing-, Verbriefungs-, Venture-Kapitalgesellschaften, Wertpapierhändler, Clearinghäuser etc.)	S125
	Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten (einschließlich finanzielle Hauptverwaltungen (Head Offices))	S126
	Firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber wie: Beteiligungsgesellschaften, Privatstiftungen, Zweckgesellschaften (Special Purpose Entities SPEs aus grenzüberschreitenden Direktinvestitionen etc.)	S127
Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen	Versicherungsgesellschaften	S128
	Altersvorsorgeeinrichtungen	S129
Staat (öffentliche Haushalte)	S13	
Zentralstaat (Bund) (ohne Sozialversicherung)	S1311	
Länder (ohne Sozialversicherung)	S1312	
Gemeinden (ohne Sozialversicherung)	S1313	
Sozialversicherung	S1314	
Private Haushalte	S14	
Private Organisationen ohne Erwerbscharakter	S15	
Übrige Welt	S2	

¹ Geldmarktfonds sind monetäre Finanzinstitute, wenn deren Passiva als Teil der Geldmenge definiert sind.

Quelle: Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010, System of National Accounts 2008.

nanzoperationen wie der Verbriefung von Wertpapieren oder der von Wertpapierpensionsgeschäften und Leerverkäufen. Zu deren Analyse wurde in den letzten Jahren das Konzept der Darstellung von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen im Rahmen der Sektorenrechnung stärker beachtet.

Ein Schwerpunkt der Revision war die verfeinerte Aufgliederung des Sektors Finanzielle Kapitalgesellschaften in neun Teilsektoren. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die verschiedenen Teilsektoren. Für wirtschaftspolitische oder analytische Zwecke werden einzelne Teilsektoren oft zusammengefügt. So umfassen die monetären Finanzinstitu-

te (MFIs) die Teilsektoren Zentralbank, Kreditinstitute, und Geldmarktfonds. Gleiches gilt für die jetzt getrennt ausgewiesenen Teilsektoren Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen. In dem Schema wurde berücksichtigt, dass Finanzinstitute in den letzten Jahrzehnten neue Formen der Finanzintermediation entwickelten. Besondere Bedeutung kommt hierbei den Transaktionen zwischen den in- und ausländischen Finanzinstituten zu. Hierbei spielen Zweckgesellschaften, Hauptverwaltungen und Holdinggesellschaften von Konzernen eine besondere Rolle.

Die neue Gliederung der Finanzinstrumente,⁷ die in der Tabelle 2 beschrieben wird, enthält mehrere Verbesserungen und Erweiterungen.⁸ So gibt es nunmehr acht Kategorien. Seit Ende der 1980er Jahre gewannen Anleihen mit Optionsrechten (indexierte Anleihen) und Optionsscheine an Bedeutung, mit denen derivative Finanzinstrumente verbrieft wurden, sowie forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities, ABS), Null-Kupon-Anleihen und gestrippte Anleihen. Als neue Finanzinstrumente wurden Mitarbeiteraktienoptionen, komplexe Versicherungsprodukte, Kreditderivate und standardisierte Garantien integriert. Das Konzept der Eventualforderungen und -verbindlichkeiten wurde präzisiert, insbesondere im Zusammenhang mit Garantien⁹ und Ansprüchen aus Alterssicherungssystemen. Andere Neuerungen beziehen sich auf die Klärung der methodischen Behandlung von Wertpapierpensionsgeschäften (Repos) sowie von Lombardgeschäften,¹⁰ von Goldswaps und von Krediten und Einlagen in Gold. Neu ist auch die detaillierte Erfassung von Versicherungs-, Alterssicherungs- und Standardgarantie-Systemen. Dabei werden Ansprüche aus standardisierten Garantien als eine Form der Kreditversicherung interpretiert. Die Beziehungen zwischen Direktversicherer und Rückversicherer werden unkonsolidiert dargestellt.¹¹

Die neuen statistischen Standards ermöglichen die integrierte Darstellung von Strömen und Beständen auf der Basis von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen. So wurde im Handbuch für Wertpapierstatistik der im Kapitel 27 des 2008 SNA vorgegebene konzeptionelle Rahmen für die Berechnung und Darstellung von Strömen und Beständen um den Gläubiger-Schuldner-Ansatz erweitert. Er präsentiert die Beziehungen – unterteilt nach Finanzinstrument – zwischen den inländischen institutionellen Einheiten als Gläubiger und den inländischen und ausländischen institutionellen Einheiten als Schuldner und vice versa.

7 Wegen der Symmetrie der Forderungen und Verbindlichkeiten wird der Begriff Instrument so benutzt, dass er sich sowohl auf den Forderungs- als auch auf den Verbindlichkeitsaspekt von finanziellen Transaktionen und Beständen bezieht.

8 Vgl. Tabelle 5.3 des ESVG 2010.

9 Der Begriff Bürgschaft ist im Deutschen zutreffender als Garantie.

10 Die Unterschiede zwischen Wertpapierpensionsgeschäften und Lombardkrediten beschreibt Tabelle 5.2 des ESVG 2010.

11 Direktversicherer sind Lebens- und Nichtlebensversicherer.

Tabelle 2
Gliederung der Finanzinstrumente

Finanzielle Transaktion	Kode
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZR)	F1
Währungsgold	F11
Sonderziehungsrechte (SZR)	F12
Bargeld und Einlagen	F2
Bargeld	F21
Sichteinlagen	F22
Sonstige Einlagen	F29
Schuldverschreibungen	F3
Kurzfristige Schuldverschreibungen	F31
Langfristige Schuldverschreibungen	F32
Kredite	F4
Kurzfristige Kredite	F41
Langfristige Kredite	F42
Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds	F5
Anteilsrechte	F51
Börsennotierte Aktien	F511
Nichtbörsennotierte Aktien	F512
Sonstige Anteilsrechte	F519
Anteile an Investmentfonds	F52
Anteile an Geldmarktfonds	F521
Anteile an Investmentfonds ohne Geldmarktfonds	F522
Versicherungs-, Pensions- und Standardgarantie-Systeme	F6
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen	F61
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Nichtlebensversicherungen	F62
Pensionsansprüche	F63
Ansprüche von Alterssicherungssystemen an deren Träger	F64
Ansprüche auf andere Leistungen als Alterssicherungsleistungen	F65
Rückstellungen für Forderungen im Rahmen standardisierter Garantien	F66
Finanzderivate und Mitarbeiteraktienoptionen	F7
Finanzderivate ohne Mitarbeiteraktienoptionen	F71
Mitarbeiteraktienoptionen	F72
Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten	F8
Handelskredite und Anzahlungen	F81
Übrige Forderungen/Verbindlichkeiten (ohne Handelskredite und Anzahlungen)	F89

Quelle: Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010, System of National Accounts 2008.

Mittlerweile gibt es in mehreren Volkswirtschaften weitgehend integrierte vierteljährliche Sektorkonten zur Erfassung der wirtschaftlichen und finanziellen Ströme und Bestände im Rahmen einer makroökonomisch ausgerichteten Analyse. Hierzu gehört die in den USA vom Federal Reserve

Board für geldpolitische Entscheidungen herangezogene detaillierte Flow-of-Funds-Rechnung. Für die von der Europäischen Zentralbank (EZB) zusammen mit Eurostat entwickelten vierteljährlichen Sektorkonten der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) waren jahrelange Vorarbeiten notwendig. Seit 2007 verwendet die EZB diese Daten für ihre monetäre Analyse, um das Spar-, Finanzierungs- und Investitionsverhalten von Unternehmen und Haushalten im gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang besser erklären zu können. Der weitere Ausbau in den letzten Jahren unterstützte die Berechnung der Finanzierungskonten und Vermögensbilanzen auf Basis von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen. So dienen die Sektorkonten als ergänzende statistische Basis zur Analyse der Stabilität des Finanzsystems, der Finanzmarktintegration in der Europäischen Union sowie der zunehmenden Globalisierung der Geld- und Kapitalmärkte.¹² Zudem helfen sie bei der Vorbereitung und Durchführung von geld- oder fiskalpolitischen Maßnahmen sowie von Finanzstabilitätsanalysen auf der Ebene von Unternehmensgruppen.

Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Verschiedene Umstände begünstigten die relativ schnelle Umsetzung der Neuerungen: Durch die intensive Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und den internationalen Organisationen auf dem Gebiet der Wirtschaftsstatistik und der VGR, durch rechtliche Vorgaben der Europäischen Kommission und der EZB können für die EU und die Wirtschafts- und Währungsunion harmonisierte Daten bereitgestellt werden. Dies betrifft Statistiken für die Volkswirtschaften insgesamt, aber auch für einzelne Wirtschaftssektoren, wodurch es möglich wird, sektorale Verflechtungen innerhalb einer Volkswirtschaft sowie zwischen ihr und dem Ausland abzubilden. Von besonderer Bedeutung dafür waren der Bericht des Issing-Ausschusses vom April 2009 sowie der Bericht des IWF und des Finanzstabilitätsrates (FSB) vom Oktober 2009. Die Vorschläge in dem Bericht des Issing-Ausschusses zu den Datenlücken konzentrieren sich auf ein sogenanntes Risk-Map-Projekt.¹³ Dieses Projekt betont die Entwicklung neuer Statistiken für alle außerhalb einer Bilanz erfassten Tatbestände sowie für Finanzinstrumente, die zum Transfer von Risiken entwickelt wurden wie beispielsweise Collateralised Debt Obligations

(CDOs)¹⁴ oder Kreditausfall-Swaps (Credit Default Swaps, CDSs).¹⁵ Der Bericht stellt fest, dass die während der Finanzkrise verfügbaren Datenbanken nicht dafür geschaffen waren, statistische Informationen über die entsprechenden Finanzinstrumente oder über Konzernverflechtungen großer Banken und Versicherungsunternehmen bereitzustellen. Dementsprechend schlägt der Bericht vor, gemeinsame Anstrengungen zu unternehmen, um Indikatoren wie die Kapitaladäquanz¹⁶ oder die Liquiditätsreserve von Finanzinstituten in einer entsprechenden Datenbank für globale Finanzverflechtungen und Risikofaktoren zu erfassen. Zudem sieht er Defizite bei den Wertpapier- und Kreditstatistiken und empfiehlt den Ausbau supranationaler Datenbanken für die entsprechenden Finanzinstrumente. In diesem Zusammenhang schlägt er unter anderem ein standardisiertes Kreditregister vor, um inländische und grenzübergreifende Ausfallrisiken gleichzeitig beobachten zu können. Hierbei ist die Entwicklung eines globalen Wertpapierregisters eng mit der Risk-Map-Projekt-Idee verknüpft. Schließlich enthält der Bericht Vorschläge zur zukünftigen Regulierung und Beaufsichtigung von Hedgefonds und Rating-Agenturen sowie zur Rolle internationaler Organisationen und Foren.

Im Oktober 2009 bat die Gruppe der 20 größten Industrie- und Schwellenländer (G20) den IWF und den FSB, im Rahmen einer statistischen Initiative bestehende Informationslücken im Gefolge der globalen Finanzkrise zu identifizieren (Data Gaps Initiative, DGI). Hierzu sollten beide Institutionen Verbesserungsvorschläge erarbeiten, durch deren Implementierung in den Ländern die entsprechenden Datenlücken geschlossen werden könnten. In ihrem Bericht stellten der IWF und der FSB 20 Empfehlungen vor, die ein breites Feld wirtschafts- und finanzstatistischer Systeme umfassen.¹⁷ Bereits im November 2009 beschlossen die G20-Finanzminister und -Notenbankgouverneure die Umsetzung dieser Empfehlungen. Die in dem IWF-FSB-Bericht

12 Zu den Sektorkonten für die Wirtschafts- und Währungsunion vgl. H. Ahnert: Vierteljährliche Finanzierungsrechnungen für das Euro-Währungsgebiet, in: R. Mink, K. Voy, a.a.O.

13 O. Issing: New Financial Order – Recommendations by the Issing Committee, Preparing G-20, London, 2.4.2009.

14 CDOs sind strukturierte Anleihen und bestehen aus einem Portfolio festverzinslicher Wertpapiere, die in mehrere Tranchen aufgeteilt und in absteigender Reihenfolge ihrer Bonität üblicherweise als Senior, Mezzanine und Equity bezeichnet werden. Das Ausfallrisiko steigt – aufgrund der nachrangigen Bedienung bei einem Ausfall – mit sinkendem Rating. Daher bietet die Equity-Tranche als Ausgleich die höchste Verzinsung. CDOs sind z.B. Geldanlagen in Zweckgesellschaften und ein wichtiges Refinanzierungsmittel für Banken auf dem Kapitalmarkt. Im Zuge der Finanzkrise sind sie in die Kritik geraten, da mittels ihres Einsatzes in hohem Maße risikobehaftete Kreditforderungen als vermeintlich sichere Finanzinvestitionen auf dem Kapitalmarkt gehandelt wurden. Vgl. Bank for International Settlements, European Central Bank and International Monetary Fund: Handbook on Securities Statistics, Washington 2015.

15 CDSs sind Kreditderivate, wobei der Sicherungsnehmer (Risikoverkäufer) nur das isolierte Kreditausfallrisiko auf den Sicherungsgeber (Risikokäufer) überträgt.

16 Auch Kreditrisiko oder Adressatenausfallrisiko; das Risiko, dass ein Kreditnehmer seinen Verpflichtungen gegenüber dem Gläubiger nicht nachkommen kann.

17 Vgl. IWF, Finanzstabilitätsrat (FSB): The Financial Crisis and Information Gaps 2009, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>; und Berichte von 2009 bis 2015.

Tabelle 3

Die 20 Empfehlungen zur Verbesserung statistischer Daten aus dem IWF-FSB-Bericht im Detail¹

Fragestellungen	Entwicklung neuer statistischer Konzepte	Verbesserung bereits existierender statistischer Systeme
Risiken im Finanzsystem	R 3 Risiko extremer Verluste, Veränderungen von Verteilungen und Konzentrationen von Aktivitäten im Finanzsystem	R 2 Makroprudenzielle Indikatoren (Financial Soundness Indicators FSI) ²
	R 4 Aggregierte Hebel- und Fälligkeitsungleichgewichte	R 5 Kreditausfall-Swaps (Credit Default Swaps, CDSs)
	R 6 Strukturierte Finanzinstrumente	R 7 Wertpapierstatistik
Grenzüberschreitende Finanzverflechtungen	R 8 und R 9 Globale Verflechtungen und globale systemrelevante Finanzinstitute	R 10 und R 11 Internationale Bankenstatistik (IBS) und koordinierte Erhebung von Portfolioinvestitionen (Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS)
	R 13 und R 14 Grenzüberschreitende Risiken von finanziellen und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	R 12 Auslandsvermögensstatus (International Investment Position, IIP)
Störanfälligkeiten von Volkswirtschaften	R 16 Information über Verteilungen	R 15 Sektorkonten
		R 17 Statistik öffentlicher Finanzen
		R 18 Verschuldung des öffentlichen Sektors
		R 19 Vermögenspreise
Veröffentlichung statistischer Daten		R 20 Wichtige globale Indikatoren (Principal Global Indicators, PGI)

¹ Empfehlungen vom November 2009. Die Empfehlung R 1 bezieht sich auf die Implementierung eines bestimmten Aktionsplans. ² Der IWF hat Anfang 2000 das Projekt „Financial Soundness Indicators“ (FSI) in Reaktion auf die Finanzmarktkrisen der späten 1990er Jahre initiiert. Damit wurde der Versuch unternommen, makroprudenzielle Indikatoren zur Beurteilung nationaler Finanzsysteme in einer großen Zahl von Ländern nach einer möglichst einheitlichen Abgrenzung für die Öffentlichkeit bereitzustellen. Vgl. hierzu IMF: Financial Soundness Indicators: Compilation Guide, Washington DC 2006.

Quelle: IWF und FSB, 2009, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf> und Berichte von 2009 bis 2015.

enthaltenen 20 Vorschläge zur Verbesserung statistischer Daten weltweit befassen sich mit vier Fragestellungen: Der Messung von Risiken im Finanzsystem, der Analyse grenzüberschreitender Finanzverflechtungen, der Untersuchung von Störanfälligkeiten moderner Volkswirtschaften sowie der Verbesserung bei der Veröffentlichung statistischer Daten. Tabelle 3 gibt einen Überblick über die Empfehlungen.

Besonders bedeutend sind dabei die Sektorkonten (durch die Erfassung von Transaktionen, sonstigen wirtschaftlichen Veränderungen und Vermögensbilanzen) als übergreifender Rahmen der VGR (Empfehlung R 15) – unter anderem durch zahlreiche Bezüge zu anderen Empfehlungen. Die Umsetzung dieser Empfehlungen wurde in den letzten Jahren von der Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics (IAG) koordiniert und überwacht. Sie setzt sich aus Vertretern der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), der EZB, von Eurostat, des IWF (Vorsitz), der OECD, den Vereinten Nationen und der Weltbank zusammen. Die seit 2009 erreichten Fortschritte dabei wurden in einer Konferenz der G20-Staaten und der IAG im Juni 2015 generell als bedeutend bewertet. So wurde im Frühjahr 2012 erstmals ein aggregierter Wert für das vierteljährliche BIP-Wachstum der G20-Länder veröffentlicht; im Oktober 2013 folgten Monatsdaten für den entsprechend zusammengefassten Verbraucherpreisindex für die G20-Länder.

Die bereits vorliegenden Statistik-Handbücher wie das 2008 SNA, das ESGV 2010 oder die sechste Auflage des IWF-Handbuchs zu Zahlungsbilanz und zum Auslandsver-

mögensstatus wurden durch weitere Handbücher ergänzt. So erschienen in den letzten Jahren das Government Finance Statistics Manual (GFSM 2014) und das von der BIZ, der EZB und dem IWF herausgegebene Handbuch zur Wertpapierstatistik. Gemeinsam mit den Vereinten Nationen veröffentlichte die EZB zudem ein Handbuch zur VGR über Finanzdienstleistungen und die FinR.¹⁸ Es gibt noch verschiedene Statistikbereiche mit Datenlücken. So fehlen weiterhin international vergleichbare Daten zur Finanzstatistik öffentlicher Haushalte und Unternehmen. Die Konferenz vom Juni 2015 einigte sich auf eine zweite Phase dieser Initiative. Sie wurde im September 2015 beschlossen und enthält erneut 20 spezifische Empfehlungen – zum großen Teil die Fortführung der bisherigen Empfehlungen. Besondere Bedeutung für die Geldpolitik haben weiterhin die Fortentwicklung vierteljährlicher Sektorkonten sowie der Ausbau bereits bestehender Wertpapier- und Kreditdatenbanken.

¹⁸ Vgl. United Nations, European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Cooperation and Development, World Bank: System of National Accounts 2008, Series F, Nr. 2, Rev. 5, New York 2008; European Commission: Council Regulation (EU), Nr. 549/2013 of the European Parliament and of the Council of 21.5.2013 on the European System of National and Regional Accounts in the European Union, Official Journal of the European Union L174/1, Brüssel 2012; International Monetary Fund: Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6), Washington DC 2009; ders.: Government Finance Statistics Manual 2014 (GFSM 2014), Washington DC 2014; Bank for International Settlements, European Central Bank, International Monetary Fund: Handbook on Securities Statistics, Washington DC 2015; European Central Bank, United Nations: Handbook on National Accounting – Financial Production, Flows and Stocks in the System of Accounts, Frankfurt a.M., New York 2014.

Einsatz von Wertpapier- und Kreditdatenbanken

Der Gläubiger-Schuldner-Ansatz erlaubt eine detaillierte Präsentation von Finanzinvestitionen und der Finanzierung der verschiedenen Sektoren nach Finanzinstrumenten untergliedert. Dies ist die Basis für unterschiedliche Nutzungsmöglichkeiten innerhalb der Zentralbanken, insbesondere im Rahmen der Geldpolitik und der Analyse der Finanzmarktstabilität. Allerdings erfordert die Umsetzung dieses Konzepts die Verfügbarkeit und Verknüpfung von detaillierten Finanzdaten. Beispielsweise dienen Wertpapierdaten auf Basis von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen der Beobachtung, Analyse und Projektion von Finanztransaktionen und sonstigen Strömen zwischen den Sektoren, von Veränderungen der Finanzierungsstrukturen und Finanzierungsbedingungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte, von Einflüssen der Geldpolitik auf die Funktionsweise des monetären Transmissionsprozesses sowie von Finanzintermediation und Finanzinvestitionen.

Andererseits sind bestimmte Mikrodaten für Wertpapiere von Nutzen, um die Transmission von geldpolitischen Instrumenten in Hinblick auf deren Einfluss auf Finanzintermediäre zu beurteilen, aber auch auf das Zusammenwirken von Bankenaufsicht und geldpolitischen Maßnahmen. Hierzu werden Preis- und Mengendaten für einzelne Wertpapiere oder für Gruppen von Wertpapieren mit sonstigen Informationen wie beispielsweise das Rating, die Ausgestaltung der Kuponzahlungen oder die Emissions- und Rückgabepunkte von Wertpapieren verknüpft. Die Komplexität des Gläubiger-Schuldner-Ansatzes wird dementsprechend durch Details der Gliederungen nach Finanzinstrumenten sowie nach Gläubigern und Schuldern und nach deren Gebietsansässigkeit, Sektor und Untersektor bestimmt. Durch Kombination dieser Merkmale kommt es zu einer großen Zahl von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen.

Um dieser Komplexität in der Darstellung und Analyse Rechnung zu tragen, erhebt und veröffentlicht die EZB seit 2015 deutlich erweiterte monetäre und finanzielle Statistiken. Auslöser hierfür waren vor allem der zusätzliche Bedarf an Daten als Folge der Finanzkrise angesichts einer durch Innovationen veränderten Finanzwelt. Zudem ergaben sich durch die Implementierung des ESVG 2010 neue Anforderungen. Die erweiterten monetären und finanziellen Statistiken betreffen vor allem die MFI-Bilanzstatistik sowie Statistiken über Investmentfonds, finanzielle Mantelkapitalgesellschaften und Verbriefungszweckgesellschaften und Wertpapieremissionen.

Im Zusammenhang mit der globalen Finanzkrise war leicht zu erkennen, dass hochaggregierte Daten nicht ausreichen, um die Entwicklungen in wirtschaftlichen und finanziellen Daten zu erfassen, da sie sich auf den Durchschnitt

von Verteilungen beziehen. Diese Daten sollten durch Mikrodaten ergänzt werden, um die Heterogenität hinter den aggregierten Daten zu untersuchen. In den letzten Jahren wurde zunehmend das statistische Potenzial verschiedener zur Verfügung stehender Mikrodatenbanken analysiert. Um möglichst das Maximum dieser Datenbanken auszuschöpfen, ist es erforderlich, sie nicht voneinander isoliert zu betrachten, sondern sie in ein vollständig integriertes auf Einzeldaten basierendes Datensystem zusammenzuführen.

Die EZB arbeitet schon seit Jahren am Aufbau von Wertpapierdatenbanken auf der Basis von Individualdaten (Security-by-Security). Insbesondere zeigte die Finanzkrise, dass individuelle oder granulare Daten notwendig sind, um in geeigneter Weise verschiedene Arten von Risiken zu identifizieren. Zudem können die für unterschiedliche Zwecke bereitgestellten Daten flexibel genutzt werden. Andererseits wurde die Erhebung und Berechnung aggregierter Daten für Wertpapiere zunehmend aufwändiger. Schließlich besteht ein Trend, im Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) Infrastrukturen zu zentralisieren, um damit die Methodologie vollständig zu harmonisieren, die Kosten zu limitieren und von den unterschiedlichen Synergien zu profitieren. Wesentliches Ziel war es somit, die Qualität von Wertpapierdaten für wirtschaftspolitische Zwecke zu verbessern.

Die Arbeiten an Wertpapierdatenbanken begannen zunächst mit der Entwicklung einer zentralisierten Emissionsdatenbank (Centralised Securities Database, CSDB). Bei der CSDB handelt es sich um eine einheitliche IT-Infrastruktur, die vollständige, genaue, konsistente und zeitnahe statistische Informationen über alle individuellen Wertpapieremissionen von EU-Inländern sowie in Euro enthält. Die Mitglieder des ESZB betreiben sie gemeinsam, einschließlich der nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten, die der Währungsunion nicht angehören, sich aber freiwillig am Betrieb der CSDB beteiligen. Die CSDB enthält Emissionsdaten für Schuldverschreibungen, Aktien und Investmentfonds. Aktuell sind mehr als 7 Mio. handelbare Wertpapiere erfasst sowie etwa 9 Mio. bereits fällig gewordene oder nicht mehr handelbare Wertpapiere. Dies sind alle weltweit und von Gebietsansässigen der EU begebene Wertpapiere sowie die von Gebietsansässigen der EU gehaltenen Wertpapiere.

Informationen, die für den Emittenten und für das jeweilige Finanzinstrument gespeichert sind, werden nach Attributen untergliedert. Für den Emittenten sind dies dessen Identifikationsnummer, Name, Sektor und Land. Für das Finanzinstrument sind dies dessen Identifikationsnummer (üblicherweise die Internationale Wertpapieridentifikationsnummer, ISIN), Instrumenttyp, Emissionsvolumen und Preis. Im Regelfall sind zusätzliche Informationen über den Emitti-

onszeitpunkt, die Währung, den Emissions- und Rücknahmekurs, die Kuponzahlungen und die Zahlungstermine enthalten. Ein zusätzliches Modul enthält Informationen über Ratings der Instrumente und Institutionen.

Parallel zur Entwicklung der CSDB wurde in der EZB eine zentralisierte Halterdatenbank (SHSDB) aufgebaut, die Daten für Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Investmentfonds von nahezu allen EU-Ländern enthält. Informationen, die für den Halter und für das jeweilige Finanzinstrument gespeichert sind, werden ebenfalls nach Attributen untergliedert. Für den Halter sind dies der Name und das Land des Halters sowie gegebenenfalls der Name der Unternehmensgruppe. Für das Finanzinstrument sind dies der Investitionsbetrag, der Instrumenttyp und der Preis. Die verwendeten Berichtssysteme zur Erfassung von Halterinformationen basieren weitgehend auf zwei Gruppen von Berichterstattern, die Zugriff auf Informationen dieser Art haben: Zentrale Wertpapierdepots und direkte Berichterstatter. In den meisten Fällen werden die Daten von Wertpapierdepots auf Basis individueller Wertpapiere ermittelt. Dies bezieht sich auch auf die Erhebung von Wertpapierdaten für Wertpapierinvestitionen von Inländern in ausländischen Depots, um eine Unterscheidung der Investitionen nach Gebietsansässigkeit der Emittenten vornehmen zu können. Direkte Berichterstatter stellen individuelle Datensätze über ihre Investitionen zur Verfügung mit Unterteilungen nach Typ des Finanzinstruments, dessen Fälligkeit und Gebietsansässigkeit.

Der EZB-Rat beschloss am 18. Mai 2016 eine Verordnung zur Implementierung des granularen statistischen Kreditmeldewesens AnaCredit (ECB Regulation on the Collection of Granular Credit and Credit Risk Data – AnaCredit). AnaCredit steht für „Analytical Credit Datasets“. Sie wird zum 31. Dezember 2017 in Kraft treten. Bereits im Februar 2014 hatte der EZB-Rat Rechtsakte verabschiedet, die sich auf die Vorbereitungsarbeiten für die schrittweise Umsetzung eines langfristigen Rahmens zur Erhebung von individuellen Daten zu Krediten bezogen, d.h. von Informationen über

Kreditforderungen von Kreditinstituten oder sonstigen kreditgewährenden Finanzinstituten gegenüber Kreditnehmern auf der Grundlage harmonisierter statistischer Berichtsanforderungen der EZB. Bislang ist das Berichtssystem in Europa ausgesprochen fragmentiert; die Anforderungen und der Informationsgehalt der nationalen Kreditregister (sofern vorhanden) unterscheiden sich erheblich. In einigen Bereichen, z.B. bei der Höhe der Kreditmeldeschwelle, gehen Berichtssysteme anderer Länder deutlich über die in Deutschland verfügbaren Informationen hinaus.

Die AnaCredit-Verordnung umfasst alle Kreditarten (ohne Derivate und außerbilanzielle Geschäfte) an Kreditnehmer, die keine natürlichen Personen sind, über einer Meldeschwelle von 25 000 Euro je Kreditnehmer bei einem Institut. Vorgesehen sind mehrere Implementierungsphasen, wobei lediglich der Umfang der ersten Phase in der nun verabschiedeten Verordnung definiert ist. Für die erste Phase ist als fester Startzeitpunkt der September 2018 vorgegeben, d.h. die nationalen Zentralbanken müssen erstmals Daten mit diesem Referenzzeitpunkt an die EZB melden. Ob und wann es weitere Phasen mit mehr Meldepflichtigen, Instrumenten und Kreditnehmern geben wird, legt der EZB-Rat später fest. Sichergestellt ist aber auch für mögliche weitere Phasen eine Umsetzungsfrist von mindestens zwei Jahren.

Mit AnaCredit werden Daten auf der Ebene einzelner Kredite und Kreditnehmer erhoben. AnaCredit ermöglicht so eine hohe Auswertungsflexibilität. Zudem können die einmal erhobenen Daten für zahlreiche nutzungs- und institutionenübergreifende Zwecke im Sinne eines Datenhubs verwendet werden. Aufgrund der harmonisierten Inhalte und Methoden werden über Länder hinweg vergleichbare Informationen über die Bedingungen auf den Kreditmärkten zur Verfügung stehen. Die flexibel auswertbaren Datenbestände sollen innerhalb des ESZB statistischen und bankenaufsichtlichen Zwecken, aber auch der Finanzstabilität und Geldpolitik dienen. Mikro- und makroprudenzielle Analysen können auf Basis dieser Daten dazu beitragen, Risiken innerhalb des Finanzsystems frühzeitig zu identifizieren.

Title: *The Financial Crisis 2008/2009 and the Actuality of Macroeconomic Sectoral Financial Accounts*

Abstract: *The paper describes the reasons why macroeconomic sectoral financial accounts (SFA) are gaining importance in current discussions of economic. This was not always the case: after a promising start and gradual expansion in the 1960s, the SFA lost political impact. The main reason for that was the transition from credit to money supply policy in the 1970s. However, the financial crisis of 2008/2009 led to a rediscovery of the financial sphere, which was accompanied by the revision of the System of National Accounts in 2008. Its focus in terms of financial issues was threefold: a deeper subdivision of the financial sector, a refined breakdown of the financial instruments, and the presentation of sectoral links by “fromwhomtowhom” relationships. The intensive cooperation between international organisations, central banks and statistical offices in the area of economic statistics and national accounts, as well as the legal requirements at the European level to provide harmonised data, supported its rapid implementation afterwards. This was also driven by the design and use of securities and credit databases.*

JEL Classification: E01, E44, G20