



Klaus Spremann / Pascal Gantenbein

Finanztiefe und Wirtschaftswachstum

Wirtschaftswachstum und der Ausbau des Geld- und Finanzwesens begünstigen sich gegenseitig. Während die Entwicklung des Finanzbereichs Investitionen und Wirtschaftswachstum nach sich zieht, sind mit der Steigerung der Wirtschaftsleistung eines Landes häufig überproportionale Schritte beim Ausbau des Finanzbereichs assoziiert. Gerade die jüngste Geschichte zeigt, dass selbst eine starke Ausweitung der Finanzwirtschaft zuweilen nur geringe Impulse für Investitionen und Wirtschaftswachstum generiert. Der quantitative Ausbau des Finanzsystems ist dabei jedoch nur ein Aspekt. Gleichmaßen wichtig sind durch Kapitalmärkte bewirkte Effizienz der Risikoallokation sowie die durch sie erreichte Güte der Intermediation. Nur wenn beim Ausbau der Finanzmärkte diese qualitativen Aspekte beachtet werden, können nachhaltig positive Wirkungen für Investitionen und Wirtschaftswachstum erwartet werden. Andernfalls ist zu befürchten, dass soziale Kosten und Fehlallokationen vergrößert werden, die als Nebenwirkung mit einem rein auf Quantität (ohne Beachtung der Qualität) ausgerichteten Ausbau des Finanzsystems in den Vordergrund rücken.

Definition der Finanztiefe

Im Quervergleich der Länder und Währungsgebiete ist das jeweils anzutreffende Geldwesen höchst unterschiedlich ausgestaltet. An manchen Orten ist die Verfügbarkeit von Geld für die Bevölkerung eine Selbstverständlichkeit. Alle Gegenstände haben einen Preis, zu dem sie im Prinzip käuflich erworben werden können. Die

Monetarisierung ist demnach hoch;¹⁾ so die Situation in der Schweiz oder in England. An anderen Orten wiederum sind Zahlungsmittel knapp und Transaktionen selten. Wo diese dennoch stattfinden, wird versucht, Leistungen durch Gegengeschäfte abzurechnen (Netting). Für Gegengeschäfte muss die kaufende Partei weder über Bargeld noch Bankguthaben verfügen. Bei geringer Monetarisierung ist es müßig zu fragen, was das eine oder andere

Stück Land oder ein Vermögensgegenstand kosten würde. Ohnehin sind Interessenten nie solvent. Ein geringer Grad an Monetarisierung findet sich heute noch in Indonesien ebenso wie beim italienischen Campanilismus in der Dorfgemeinschaft.

Länderunterschiede bestehen sodann bei der Frage, ob Kredite eine Selbstverständlichkeit darstellen oder ob solche eher ungewöhnlich sind, wie leicht die Menschen Ersparnis bei Banken, Versicherungen oder in Kapitalmärkten anlegen können, wie einfach es ist, Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen. Dabei spielt hinein, wie viele heimische Unternehmen Aktien ausgegeben haben und wie liquide und resilient der zugängliche Kapitalmarkt ist. Hier liegen Zentren mit etablierten Finanzplätzen vorn: New York, London, Hongkong, Singapur, San Francisco, Tokyo, Zürich. Auch bedeutende Investmentbanken haben vor diesem Hintergrund ihren Sitz in den USA. Hingegen wird eine mexikanische oder ägyptische Familie bereits Schwierigkeiten haben, Ersparnis sicher anzulegen. Und einer kleinen oder mittelgroßen Unternehmung in Mexiko oder Ägypten dürfte es schwerfallen, Kredite zu erhalten oder neue Kapitalgeber zu finden.

Indikatoren für Finanztiefe

Der Ausbaugrad des Geld- und Finanzwesens eines Landes wird als Finanztiefe (financial depth) bezeichnet. Verschiedene Indikatoren eignen sich, die Finanztiefe zu erfassen. Dazu gehören: die in Umlauf befindliche Geldmenge (M2), der Gesamtbeitrag privater Kreditvergabe, plus der totale

Prof. Dr. Klaus Spremann, Emeritus, Universität St. Gallen, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, und Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Professor für Finanzmanagement, Universität Basel

Günstige Bedingungen für Wirtschaftswachstum zu schaffen, steht derzeit weltweit auf der politischen Agenda. Eng mit guten Wachstumsbedingungen verbunden und oft durch Wechselwirkungen geprägt ist der Ausbau des Geld- und Finanzwesens. Messen lässt sich der Entwicklungsstand des Geldwesens durch die sogenannte Finanztiefe. Dass Deutschland an dieser Größe gemessen zwar über dem weltweiten Durchschnittswert liegt, aber nicht zur absoluten Spitze gehört, muss aus Sicht der Autoren kein Nachteil sein. Denn nach ihrer Analyse wird die Entwicklung zu noch größerer Finanztiefe in Ländern mit bereits hoher Finanztiefe zuweilen mit Risiken erkaufte, die am Ende die Allgemeinheit belasten. Ihre Botschaft: Um wirklich Wirtschaftswachstum zu fördern, muss in einer entwickelten Wirtschaft die Intermediationsqualität als nicht quantitative Dimension der Finanztiefe in den Vordergrund gerückt werden. (Red.)

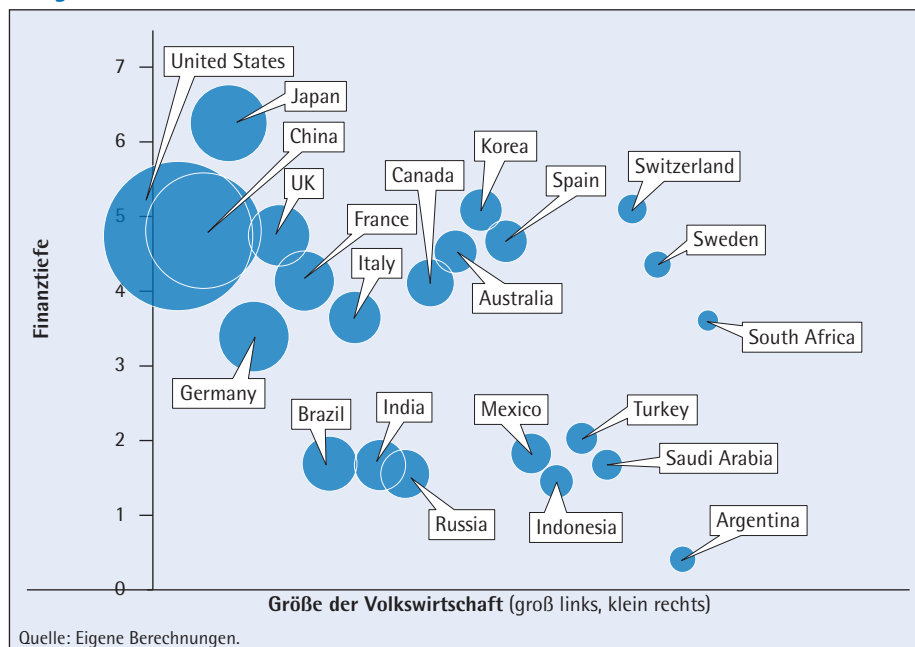
Wert gehandelter Anleihen, des Weiteren der Wert handelbarer Unternehmensbeteiligungen und die Marktkapitalisierung aller Aktien.

Diese Größen von Geld, Banken, Kapital werden in Relation zur Größe der Realwirtschaft des Landes gesetzt. Diese wird durch das Bruttoinlandprodukt (BIP) ausgedrückt. In früheren Studien wurden bei der Definition der Finanztiefe Kredite ausgeklammert. Man könnte argumentieren, dass ein Teil von M2 auch in die Kredite fließt. Doch dies gilt genauso auch für die Anleihen. Die heute verwendete Definition der Finanztiefe folgt der Sicht, sämtliche Finanzkontrakte zu erfassen, auch dann wenn es im Zuge der (mehrstufigen) Intermediation eine Vervielfachung der einen zugrunde liegenden Geldeinheit gibt.

Die Variation dieser Relativgrößen über die Länder hinweg ist beachtenswert. So ist die Monetarisierung, definiert als M2 in Relation zum BIP, in Japan mit einem Wert von 1,9 rund zehnfach so groß wie in Indien. Und der Gesamtwert der Aktien lokal ansässiger Unternehmen in Relation zum BIP ist in der Schweiz mit einem Wert von 1,6 fast fünfmal so groß wie in China. Dabei sind die Indikatoren der Finanztiefe korreliert: Jeder Einzelindikator sagt einiges über die anderen aus und könnte folglich allein die Finanztiefe ausdrücken.

Gleichwohl gibt es recht große Unterschiede in den länderspezifischen Komponenten der Finanztiefe, weshalb diese trotz der Korrelation meist durch eine zusammengefasste Kennzahl erfasst wird. Sie ist definiert als der Gesamtbetrag von Finanzkontrakten in Privathand geteilt durch die Jahreswirtschaftsleistung des Landes. Nachfolgend wird die Kennzahl als Summe aus M2, Bankkrediten, Anleihen und Aktienkapital errechnet. Diese aggregierte Finanztiefe variiert heute im Regelfall zwischen 1 und 5, also zwischen 100 Prozent und 500 Prozent. Sie liegt bei 100 bis 200 Prozent in Indonesien, Russland, Indien oder Brasilien, sie beträgt etwa 200 Prozent in Mexiko und der Türkei. Die Finanztiefe ist über 300 Prozent in Deutschland, Italien und Südafrika. Die höchste Finanztiefe von 400 Prozent und darüber findet sich in den USA, in Großbritannien, in Singapur, Hongkong, Japan und der Schweiz – allesamt Länder mit großen Finanzplätzen. Für die Welt als Ganzes liegt die Summe aller offenen Kredite, Anleihen plus Marktwerte aller

Abbildung 1: Finanztiefe und Größe verschiedener Volkswirtschaften 2015/2016 (ausgedrückt durch die Größe der Kreise)



Aktien bei geschätzten 290000 Milliarden US-Dollar. Das globale BIP beträgt zurzeit rund 75000 Milliarden US-Dollar. Die weltweite Finanztiefe (ohne Berücksichtigung von Bargeldumlauf und Spargeldern) ist demnach rund 250 Prozent.

Größe und Entwicklungsstand als Einflussfaktoren

Die Abbildung 1 macht deutlich, dass die Finanztiefe nicht nur mit der Größe der Volkswirtschaft zusammenhängt, sondern auch mit deren Entwicklungsstand. Anders ausgedrückt: Entwickelte Volkswirtschaften weisen im Schnitt unabhängig von ihrer Größe eine größere Finanztiefe auf.

Neben dem rein quantitativen Maß sollten weitere Kriterien für den Reife- und Ausbaugrad des Geld- und Finanzwesens betrachtet werden, welche ebenfalls relevant sind für die Nützlichkeit und die Leistungskraft des Finanzsystems. Welche qualitativen Indikatoren sind wichtig? Zunächst sollte der Zugang zu Geld und Kredit in einem Land nicht nur wenigen Reichen oder großen Unternehmen offen stehen. Die breite Öffentlichkeitsnähe muss Bankverbindungen haben und ein bevölkerungsnahes Angebot von Banken und Versicherungen sollte bestehen. Sodann ist die Effizienz der im Finanzsektor erreichten Allokation ein wichtiger qualitativer Aspekt. Hier ist

Kosteneffizienz der Finanzinstitutionen verlangt. Zur Qualität und Güte der Intermediation gehört auch der Schutz von Spareinlagen. Weitere qualitative Aspekte für Reife und Ausbaugrad eines Finanzsystems sind die Effektivität des Privatrechts, die Qualität der medialen Berichterstattung und die Allgemeinbildung in Finanzfragen.

Diese qualitativen Kriterien sind ebenso wichtig, um den Reifegrad, die Nützlichkeit und Leistungskraft des Geld- und Finanzwesens zu beurteilen. Die Intermediationsqualität und Performance von Banken und Versicherungen erweisen sich in der empirischen Forschung als kraftvoller Treiber für Wirtschaftswachstum.²⁾ Immer wieder wurde zudem die Gewichtung von Banken gegenüber Kapitalmärkten als Faktor der Leistungskraft des Finanzsystems thematisiert. Doch das System von Geld, Banken und Kapital passt sich in seiner Struktur an, sodass die Relation von Banken zu Kapitalmärkten eher eine nachrangige Bedeutung hat.³⁾

Die Struktur der Finanztiefe ist denn auch unterschiedlich von Land zu Land und weitgehend unabhängig von Finanztiefe, Größe und Entwicklung des Finanzmarktes (Abbildung 2). Mitunter spiegelt sich darin aber der Umstand, dass in Europa Immobilienkredite in der Nachkriegszeit wichtiger

geworden und mit einem Anstieg der Häuserpreise einhergegangen sind. Heute liegt das ausstehende Hypothekarkreditvolumen bei 50 bis 100 Prozent des jeweiligen Länder-BIP. Und die Verschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen in Industrienationen beträgt inzwischen etwa 120 Prozent des BIP, in Deutschland sind es fast 140 Prozent. Ein weiteres Beispiel ist der Fondsstandort Luxemburg, an dem mittlerweile ein Nettoanlagevermögen von über drei Billionen Euro verwaltet wird. Wichtig ist indessen zu sehen, dass sich die Position der Länder ebenso wie die Struktur der Finanztiefe laufend ändern und sich die Finanztiefe etwa in Zeiten der Verschuldung und der Entstehung von Preisblasen erhöht.

Einfluss auf Wirtschaft und Gesellschaft

Die Formen wirtschaftlicher Zusammenarbeit, die gesellschaftlichen Normen und die tatsächlichen Verhaltensweisen der Menschen werden davon geprägt, wie das Geld- und Finanzwesen in ihrem Land ausgebildet ist.⁴⁾ Finanztiefe und Gesellschaft hängen ebenso zusammen, wie der wirtschaftliche Entwicklungsstand und die Gesellschaft miteinander verknüpft sind. Wie sich das soziale Leben und die Denkweisen der vorindustriellen Wirtschaft von denen der postindustriellen unterscheiden, so gestaltet sich das Sozialleben in Ländern mit geringer Finanztiefe anders als in solchen mit hoher Finanztiefe. Dazu werden hierzu nachfolgend drei Fälle betrachtet, nämlich tiefe, mittlere und hohe Finanztiefe.

1. Bei einer (geringen) Finanztiefe von 100 Prozent – Kredite und Beteiligungstitel haben einen Gesamtwert in Höhe der Jahresleistung der Wirtschaft – hat das Geld- und Finanzwesen die ausschließliche Funktion, der Realwirtschaft zu dienen. Etwas plakativ ausgedrückt: Investitionsentscheidungen werden eher von Ingenieuren und Planern getroffen, weniger von Kapitaleigentümern: Die Finanzierung als Verwaltungsvorgang, nahe beim Rechnungswesen angesiedelt, vollzieht die Vorgaben der Realwirtschaft. Akzeptiert ist, dass Kapital etwas kostet: Forderungen und angemessene Ansprüche sind zu erfüllen und Kapitalkosten erscheinen in der Kalkulation. Bei einer Finanztiefe von 100 Prozent werden keine Finanzverträge um ihrer selbst willen geschlossen.

2. In Ländern und Phasen mit einer (mittleren) Finanztiefe um die 200 Prozent hat

die Finanzwirtschaft ein gewisses Eigenleben entfaltet. Zwar sind auch in diesem Fall die den Finanzkontrakten zugrunde liegenden Vorgänge in der Realwirtschaft verankert. Doch zunehmend finden Finanztransaktionen statt, die nur indirekt mit der Realwirtschaft zu tun haben. Es gibt Intermediäre, die finanzielle Ressourcen transformieren. Somit finden Vorgänge statt, die zu einer Multiplikation der Finanzvolumina führen. Dies ist etwa der Fall, wenn Bankeinlagen für die Vergabe von Krediten verwendet werden, die wiederum Grundlage von Investitionen sowohl in der Real- wie in der Finanzwirtschaft sind. Zudem wollen sich Produzenten und Investoren möglicherweise gegen Risiken absichern und Banker und andere Intermediäre sehen Verdienstmöglichkeiten in Finanzpositionen und Finanzkonstruktionen, die sie auf eigenen Antrieb und auf eigene Rechnung eingehen.

Neben den traditionellen Grundtypen des Kapitals kommen Derivate auf, das Financial Engineering führt vom Hedging zur Spekulation. Finanzgeschäfte werden nicht nur von Anlegern, von Unternehmen und vom Staat getätigt, sondern von Tradern, Arbitrageuren und Spekulanten. Bei einer Finanztiefe von 200 Prozent wird das Geschehen an den Kapital- und Vermögensmärkten zunehmend unabhängig von der realen Wirtschaftsentwicklung, auch unabhängig vom Wirtschaftswachstum. Es kommt zu Phänomenen wie etwa dem Overshooting, das schon früh durch Rüdiger Dornbusch beobachtet und erklärt wurde. Bei einer Finanztiefe von 200 Prozent sieht die Realwirtschaft den Geld- und Finanzbereich noch nicht als Einengung eigener Möglichkeiten oder als Bedrohung. Auch die von ihm ausgehende Krisengefahr und die Notwendigkeit zur Rettung von Unternehmen sind kaum gegeben. Finanz- und Realwirtschaft sind zwar nicht eng und zeitgleich miteinander verbunden, doch sie hängen lose und langfristige zusammen. Das Gleichnis von Herr und Hund (nach Joseph Schumpeter) gewinnt an Kraft. Die Gesellschaft anerkennt, dass jene, die Finanzwissen haben, zu Wohlfahrt und Wachstum des Landes beitragen.

3. Bei einer (hohen) Finanztiefe von 400 Prozent oder mehr dominiert das Geld- und Finanzwesen die Realwirtschaft. Kapitalmärkte führen ihr Eigenleben und die Wirtschaft hängt am Zügel der Finanz-

wirtschaft. Analysten zeigen den Unternehmen, was der Finanzmarkt erlauben wird und was nicht. Hedgefonds nehmen Einfluss auf Strategie und Personalentscheidungen der Unternehmen. Das kapitalmarktorientierte Denken setzt sich in einer Vielzahl unternehmerischer Entscheidungen durch, auch bei nicht börsennotierten Unternehmen.

Nebenwirkungen hoher Finanztiefe

Wie so oft treten Nebenwirkungen auf: Hier und da werden die bei einer hohen Finanztiefe starken Kapitalmärkte mit Rücksichtslosigkeit und Geldgier in der Gesellschaft in Verbindung gebracht. Anhaltspunkte für Kritik sind Gehälter für Spitzenmanager, Boni für Investmentbanker und Honorare für Services bei Übernahmen. Große Akteure an den Finanzmärkten gehen offenkundig unkontrolliert Risiken ein. Später sollen Positionen ohne Perspektive in eine Bad Bank ausgegliedert werden, wo sie der Allgemeinheit zur Abwicklung aufgeladen werden.

Der Staat, über alle Maßen verschuldet und dadurch selbst ein Treiber der großen Finanztiefe, wird Einengungen seiner Autonomie gewährt. Denn das Banken- und Finanzsystem begrenzt, und Rettungen könnten erforderlich werden. Umgekehrt spielen Banken als Käufer von Staatsanleihen und Finanziers des Staates eine wichtige Rolle, stimuliert durch regulatorische Vorgaben, die solche Anlagen begünstigen (zum Beispiel in Bezug auf die Unterlegung mit Eigenmitteln). Gleichzeitig reagiert der Staat mit kraftvoller Einflussnahme, etwa über die Zentralbank, und er lässt sich immer mehr in die Wertbeurteilung der Finanzwelt hineinziehen.

In der Reaktion darauf versuchen manche Länder den Finanzmärkten durch Regulierung Einhalt zu gebieten oder es wird eine Tobin-Steuer diskutiert. Dabei stellt sich die Frage, mit welcher Legitimation solche Schritte gefordert werden, solange die Staaten selbst verzerrend auf das Geschehen an den Finanzmärkten einwirken. Außerdem würden Regulierung und Tobin-Steuer ein global gemeinsames Vorgehen voraussetzen. Politische Gemeinsamkeit entsteht jedoch kaum, denn die bei Finanzgeschäften erfolgreichen Länder möchten keine Chancen verlieren. Vor allem aber wirken zunehmend die mit freiem Kapitalverkehr verbundenen Trilemmata.

Der globale Finanzmarkt schränkt nationale Selbstständigkeit ein.⁵⁾

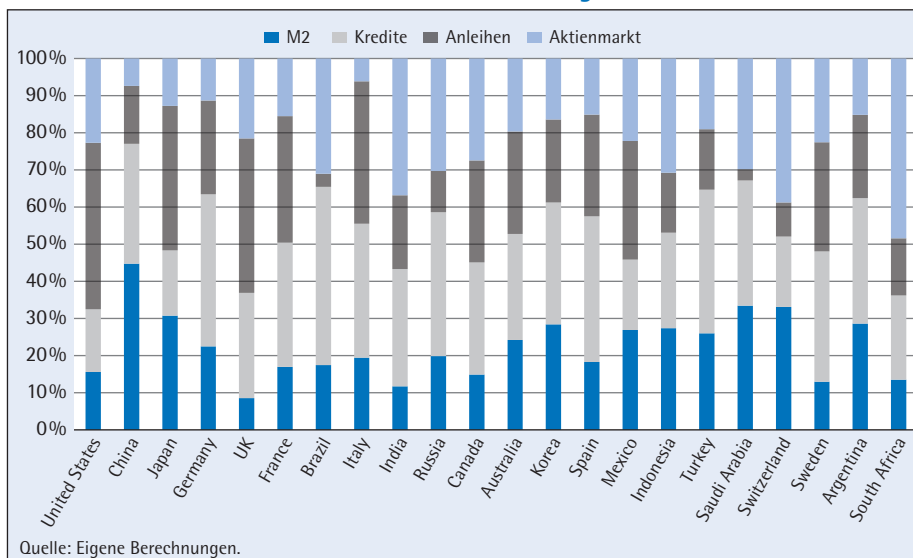
Überproportionale Entfaltung von Geld- und Finanzwesen

Empirische Ländervergleiche belegen, dass Investitionen und Wirtschaftsentwicklung korrelativ mit der Entfaltung des Finanzbereichs zusammenhängen.⁶⁾ Doch was ist Ursache, was Wirkung? Wechselwirkungen bestehen in beide Richtungen. Investitionen und Wirtschaftsentwicklung entfalten Nachfrage nach Finanzierungen und ziehen einen Ausbau des Finanzsystems nach sich. Die Nachfrage kann dabei das Geld- und Finanzwesen im eigenen Land oder in Nachbarländern begünstigen. Letzteres ist der Fall, wenn ausländische Währungen, Banken und Kapitalmärkte durch Effizienz, Leichtigkeit und Stabilität attraktiver sind. Dann sind es die Finanzsysteme dieser Nachbarländer, die begünstigt werden.

Indes sprechen einige Gründe dafür, die korrelative Wirkung in der anderen Richtung zu betonen: Ein Ausbau bei Geld, Banken und Kapital fördert die Wirtschaft, die Investitionen und das Wachstum. Schumpeter führte 1911 aus, dass ein Ausbau der Finanzwelt, damit verbunden eine Ausweitung des Finanzierungsangebots, unternehmerische Investitionen und Wirtschaftswachstum ursächlich fördert. Denn Banken und Kapitalmärkte lenken die Ersparnisse der Volkswirtschaft auf die Erfolg versprechenden Unternehmen.⁷⁾ Diese Wirkungsrichtung wird von einer makroökonomischen Argumentation gestützt: Erleichtere die Kreditrahmen, begünstige Aktienemissionen und die unternehmerischen Investitionen werden aufblühen.⁸⁾ Das entsprechende wirtschaftspolitische Rezept lautet: Erweitere das heimische Geld- und Finanzwesen, um mit dieser Triebkraft Investitionen zu fördern und Wirtschaftswachstum zu erzeugen.

Allerdings haben sich in vielen Ländern das Finanzwesen und die Wirtschaftsleistung nicht im Gleichschritt, gleichsam proportional, entwickelt. Es ist nicht so, dass unabhängig von der Höhe des BIP der Finanzsektor immer denselben Anteil an der Wirtschaft hätte und behielte (Würde in Abbildung 1 die Regressionsgerade gezogen werden, so wäre sie nicht flach). Vielmehr ist mit wirtschaftlicher Entwicklung eines Landes eine überproportionale Entfaltung ihres Finanzwesens korreliert (Die

Abbildung 2: Komponenten der Finanztiefe ausgewählter Volkswirtschaften (nach abnehmender Größe der Volkswirtschaften angeordnet)



eben angesprochene Regressionsgerade fällt). Mit der wirtschaftlichen Entwicklung (in Abbildung 1: Von rechts nach links) geht nicht nur eine Vergrößerung des Finanzsektors einher, sondern sogar eine Vergrößerung der Finanztiefe, also der Relation zwischen Größe des Finanzsektors und Wirtschaftsleistung. Mit der Entwicklung der Wirtschaftsleistung nimmt nicht nur das Geld- und Finanzwesen zu, sondern es steigt die Finanztiefe.⁹⁾

Abnehmender Grenzertrag einer Weiterentwicklung des Finanzbereichs

Um diese Überproportionalität für die schumpetersche Argumentationsrichtung – eine Vergrößerung des Geld- und Finanzwesens regt Investitionen in den Unternehmen und somit Wirtschaftswachstum an – zu formulieren: Eine weitere Entfaltung von Geld und Finanzen in einem Land zieht dort in einem immer geringeren Umfang Wirtschaftswachstum nach sich. Die marginale Leistungskraft und Nützlichkeit des Finanzbereichs für die Realwirtschaft sinkt, der Grenzertrag einer Weiterentwicklung des Finanzbereichs nimmt ab.

Evidenz für diese Hypothese findet sich darin, dass selbst geringe positive Effekte beim Wirtschaftswachstum heute eine deutliche Förderung des Geld- und Finanzwesens verlangen. In der Tat wird beim „Quantitative Easing“ (QE) beklagt, die Erleichterungen bei der Aufnahme von Geld

und Kredit würden im Finanzsektor oder in anderen Vermögensmärkten hängen bleiben. Besser mit Geld versorgt, würden die Banken lediglich ihre Bilanzen sanieren. Zudem würde QE die Entstehung von Preisblasen begünstigen. Unternehmerische Investitionen und das Wirtschaftswachstum würden hingegen zurückbleiben. Die Vermögensbildung in entwickelten Ländern trägt vergleichsweise wenig zum Wirtschaftswachstum bei; wichtiger für das Wachstum wären Produktivitätssteigerungen. Im Falle des QE hängt der geringe Impuls zudem mit dem Ausbleiben struktureller Reformen und der durch die expansive Geldpolitik selbst verursachten Verunsicherung der Marktteilnehmer zusammen.

Gleichwohl hat die Überproportionalität des Zusammenhangs zwischen Wirtschaft und Finanzen Folgen für die Machtverhältnisse. Wenn zwei Märkte zusammenhängen, etwa aufgrund von Arbitrage oder anderer makro- und mikroökonomischer Beziehungen, dann steuert natürlich das Geschehen auf dem dickeren und liquideren Markt das Geschehen auf dem dünneren und weniger liquiden Markt. Die Finanzwelt ist heute im Vergleich zur Realwirtschaft klar der Stärkere. Das Kapital bewegt die Welt nach seinen Kriterien. Je wohlhabender ein Land durch Produktion und Distribution von Gütern und Diensten wird, desto stärkeres Gewicht wird das Geld- und Finanzwesen in diesem Land erhalten: Mit der Finanztiefe steigt die Einflussnahme, die vom Finanzbereich aus-

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 70 03 62, 60553 Frankfurt.
Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser (Mo),
Philipp Otto (P.O.)

Redaktion: Swantje Benkelberg (sb), Barbara Hummel
(hm), Daniel Rohrig (dro), Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat und Layout: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlags- und Anzeigenleitung: Uwe Cappel

Anzeigenverkauf: Hans-Peter Schmitt,
Tel. (0 69) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:

Stefanie Mitsch, Tel. (0 69) 97 08 33-24,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 58 vom 1.1.2016 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise inkl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 582,80, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 299,44, 1/4-jährlich € 152,64. Ausland: jährlich € 605,12. Preis des Einzelheftes € 24,00 (zuzügl. Versandkosten).

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 884,72, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 465,02, 1/4-jährlich € 243,59. Ausland: jährlich € 912,08.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Probeheftanforderungen bitte unter
Tel.: (0 69) 97 08 33-25.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main, IBAN: DE73 5005 0000 0010 5550 01, BIC: HELADEF3333

Druck: Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG, Sontraer Straße 6, 60386 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019



geht.¹⁰⁾ So beflügelt die Verschuldung das Wachstum im Boom, doch die Schuldenlast vergrößert auch die negativen realwirtschaftlichen Effekte in der Korrektur.

Denn Kapital bedeutet nicht allein die Überlassung oder Anlage von Geld in der Zeit, verbunden mit der Bereitschaft zur Risikoübernahme, und die rechtliche oder faktische Möglichkeit, zu kontrollieren und zu überwachen. Mit dem Kapital entsteht eine deutliche Zielrichtung, denn der Berechtigte strebt Rentabilität an und damit auch die Mehrung seines Kapitals. Mit den Finanzmärkten wird dieses Streben nach Rentabilität einem starken Wettbewerb ausgesetzt und zeigt sich noch deutlicher und schärfer: Was nur geringe Rentabilität erwarten lässt, wird in der Konkurrenz um das Kapital verdrängt. Sobald die Finanzmärkte mit der Realwirtschaft zusammenkommen und gleichsam eine Verbindung eingehen, überträgt sich der Wettbewerb um Rentabilität in den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft. Diese macht einen qualitativen Sprung zu deutlicher Ausrichtung an Zielen. Mit dem Kapital verschwinden daher frühere und weniger stringent auf Ergebnisse ausgerichtete Formen des realen Wirtschaftens. Die Realwirtschaft ist nicht mehr frei und unabhängig.

Soziale Kosten

Eigentlich wäre der für Wirtschaftswachstum verlangte überproportionale Ausbau des Geld- und Finanzwesens nicht von Nachteil, sofern es dort stets „effizient“ und „rational“ zugeht. Doch mit einer Vertiefung des Finanzwesens sind nicht in jedem Fall eine Spezialisierung der Finanzkontrakte und eine Verfeinerung von Absicherungs- und Beteiligungsmöglichkeiten verbunden. Je nachdem wodurch das Wachstum an Finanzkontrakten getrieben ist, geht leider oftmals auch Effizienz verloren: Die Allokation über Finanzmärkte funktioniert in der Wirklichkeit nicht so gut, wie es Lehrbücher mit ihrer Notwendigkeit zur Vereinfachung vorgeben. Die weitere Expansion des Geld- und Finanzwesens ist nicht selten mit Fehlallokationen verbunden und generiert mithin soziale Kosten. Solche Ineffizienzen ergeben sich aus dem Verhalten der Akteure, aus Monopolen und insbesondere in jüngster Zeit aus einem zunehmenden Staatskapitalismus:

1. Der Handel mit Finanztiteln ist an Intermediäre delegiert, die sich dann klug und

vernünftig verhalten, sofern sie Trends folgen und somit verstärken, selbst wenn hinter den Trends keine fundamentale Wirtschaftsentwicklung, sondern bloßer Wahn steht. Der schon von Voltaire beklagte vernünftige Irrsinn, für die Finanzwelt in der Behavioral Finance und in der Motivationsforschung analysiert, wird nicht zuletzt auch durch institutionelle Anlagevorschriften und Sicherheitsvorgaben verstärkt.

2. Innerhalb der Finanzwelt gibt es Akteure, die in monopolistischer Konkurrenz strategisch am Markt agieren können. Von den offenen Finanztiteln der Welt etwa werden allein 6 Prozent von einer einzigen Gesellschaft verwaltet, dem Fondsmanager Black Rock. Ebenso lässt sich aufseiten der Emittenten eine Konzentration beobachten. So ist im Zuge der Bonitätsverschlechterungen von Staatsschuldnern die Anzahl erstklassiger Emittenten deutlich zurückgegangen, bei gleichzeitig steigender Nachfrage nach solchen Papieren infolge des (durch Regulation mitverursachten) Anlagedrucks institutioneller Anleger. In solch unausgeglichenen Angebots- und Nachfragesituationen können die Preise solcher Anlagen nicht als effizient angesehen werden.

3. Staatskapitalismus: Das Geschehen im Geld- und Finanzwesen wird zunehmend von staatlichen Stellen beeinflusst. Hier ist die direkte Einflussnahme des öffentlichen Bereiches durch seine hohe Verschuldung zu sehen. In gleicher Richtung wirkt die unkonventionelle Geldpolitik der Zentralbanken, welche mit gigantischen Aufkaufprogrammen an den Anleihemärkten verzerrend auf das Preisgefüge der Kapitalmärkte wirken und Preisblasen begünstigen.¹¹⁾ Dies ist insbesondere dann problematisch, wenn trotz lockerer Geldpolitik die Impulse im Wirtschaftswachstum ausbleiben so wie in Japan seit 1990 und in Europa seit 2008.

4. Eine weitere Fehlallokation geht von der durch das Geld- und Finanzwesen gegebenen Möglichkeit aus, Gewinne zu privatisieren und Kosten zu sozialisieren. Diese Gefahr existiert bei Intransparenz über die Qualität von Finanztransaktionen sowie bei Verhaltensrisiken der involvierten Akteure. Letzteres ist die Gefahr des moralischen Wagnisses (Moral Hazard): Die Entwicklung zu noch größerer Finanztiefe in Ländern mit bereits hoher Finanztiefe wur-

de zuweilen erkauf mit Risiken, die am Ende die Allgemeinheit belasten:¹²⁾

Jene, die über Risiken entscheiden, müssen diese als Intermediäre nur zu einem Teil selbst bewältigen. Feine Konstruktionen, wie die Verbriefung von Subprime-Debt seit 1999 und der globale Vertrieb der mit Rating-Gütesiegeln versehenen Pakete sind ein Beispiel dafür, wie in der durch die US-Regierung geförderten Hypothekenvergabe durch den Bankensektor die damit einhergehenden Risiken letztlich über den Finanzmarkt völlig neu verteilt wurden. Im gleichen Zuge hat auch die Finanzindustrie vielerorts Profite privatisiert und Verluste global verstaatlicht. Leichtere Geldverfügbarkeit und intransparente finanzielle Konstruktionen begünstigen Transaktionen, bei denen am Ende andere die Risiken tragen oder rettend eintreten müssen.

Qualität der Finanzintermediation

Die Fakten also sind: Positive Impulse für das Wirtschaftswachstum verlangen in entwickelten Ländern nach überproportionalen Anstrengungen betreffend den Ausbau des Geld- und Finanzwesens. Zugleich geht mit einem Ausbau des Finanzwesens auch die Gefahr höherer sozialer Kosten einher – zumindest dann, wenn infolge verzerrter Preissignale und vermeintliche Sicherheit vermittelnder regulatorischer Vorgaben eine Fehlallokation der Ressourcen stattfindet, langfristige Wertschöpfung zugunsten kurzfristiger Finanzgewinne unterbleibt und Intransparenz am Markt durch besser informierte Marktteilnehmer zulasten der anderen ausgenutzt werden kann. In diesen Fällen werden immer geringere Impulse für das erhoffte Wirtschaftswachstum mit stets höheren sozialen Kosten bezahlt.

Welche Schlussfolgerung ist daraus zu ziehen? Zwar muss für Wirtschaftswachstum der Bereich von Geld, Banken und Kapital entwickelt und erweitert werden. Dabei würde es aber sozial zu teuer, einfach die Quantität von Geld und die Volumina von Transaktionen anschwellen zu lassen. Stattdessen müssen andere Indikatoren der Finanztiefe betont werden. Wichtig ist, die Qualität, die Effizienz und die Leistungsfähigkeit des Finanzbereichs zu verbessern und dabei soziale Kosten zu verringern. Die nicht quantitative Dimension der Finanztiefe ist die Intermediationsqualität. Sie

muss in einer entwickelten Wirtschaft in den Vordergrund gerückt werden, um Wirtschaftswachstum zu fördern.

Zur Intermediationsqualität gehören (1) die Performance von Banken und Versicherungen, (2) die Allgemeinbildung in Themen des Geld- und Finanzwesens sowie (3) die moralische Haltung der Händler und Berater angesichts der enormen Delegation von Risikoentscheidungen im Finanzwesen. Auf dem qualitativen Weg der Entwicklung von Geld und Finanzen haben (4) die Schulen und Medien eine zentrale Rolle. Ohne allgemeine Bildung in Finanzfragen kommt es immer wieder zu überstiegenen Aufwärts- und weltuntergangsartigen Korrekturbewegungen zum Nachteil für die Realwirtschaft, so wie kürzlich an der Börse in China.

Ein anderes wichtiges Merkmal der Intermediationsqualität ist die Governance: Wie können Kapitalgeber sicher sein, dass Manager sich ihnen gegenüber fair verhalten und dabei das Wohl aller Anspruchsgruppen ausgeglichen befriedigen? Auch in diesem Zusammenhang ist die Transparenz relevant. Einer hinreichend allgemein in Finanzfragen gebildeten Bevölkerung dürfen keine finanziellen Sachverhalte und Vorgänge verschwiegen werden. Die Forderung betrifft zum einen Unternehmen und Institutionen etwa bei der Frage, wo ein undurchsichtiges Kreditportfolio gehalten wird. Die Forderung nach mehr Transparenz richtet sich zum anderen aber genauso an staatliche Teile eines Wirtschaftsraumes mit gemeinsamer Währung. Etwa in Europa, wenn es um die schrittweise doch vielfach heute noch der Bevölkerung verschleierte Angleichung über Wert- und Haftungstransfers geht: bei der Akkumulation des Rettungsschirms, bei der Harmonisierung des Einlagenschutzes oder bei der Bankenrichtlinie.

Weiteres Wirtschaftswachstum verlangt finanzielle Transparenz und Zustimmung, während Verschleierung Investitionen hemmt. Um dem erhofften Wirtschaftswachstum Impulse zu geben, müssen die qualitativen Merkmale eines großen Bereichs der finanziell orientierten Wirtschaft verbessert werden.

Fußnoten

1) Monetarisierung bezeichnet den Vorgang, einem Gegenstand oder einer Arbeitsleistung einen Geldwert zuzumessen, weiters die Zuordnung von Geldbeträgen zu beliebigen Vorgän-

gen und Begebenheiten sowie die Erfüllung von Ansprüchen und Erwartungen durch Geldzahlungen. Zentralbanken bezeichnen als Monetarisierung die Geldschöpfung beim Kauf von Schuldtiteln.

- 2) Vgl. Iftekhar Hasan, Michael Koetter, Robert Lensink, Aljar Meesters (2009): Bank Efficiency, Financial Depth, and Economic Growth. Working Paper, ResearchGate.
- 3) Vgl. Thorsten Beck, Christoph Kaserer, Marc Steffen Rapp (2015): Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven. Abschlussbericht zum Dienstleistungsprojekt I C 4 – 27/14 des Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, S. 28.
- 4) Vgl. Harry Garretsen, Robert Lensink, Elmer Sterken (2004): Growth, financial development, societal norms and legal institutions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 14, No. 2, 165–183.
- 5) John Marcus Fleming und Robert A. Mundell haben den (1) Wunsch fester Wechselkurse, (2) das weitere Bestehen nationaler Freiheiten wie eine autonome Geldpolitik und (3) die Möglichkeit freier Kapitalbewegungen untersucht (Fleming-Mundell-Trilemma): Ein Land kann nur zwei der drei Ziele verwirklichen. Vgl. Robert Mundell (1962): Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, Vol. 29, 475–485.
- 6) 1. Raymond W. Goldsmith (1969): *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven. 2. Ross Levine (1997): *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXV, pp. 688–726.
- 7) Joseph A. Schumpeter (1911): *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, Cambridge. Die heutige, umfangreiche Forschung zu dieser Wirkungsrichtung hat sich aus weiteren, grundlegenden Arbeiten entwickelt, darunter: Ronald I. McKinnon (1973): *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, D.C.
- 8) Robert G. King und Ross Levine (1993): *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, 717–737.
- 9) Zum Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Entwicklung des Finanzbereichs besteht eine umfangreiche Literatur, darunter: Thorsten Beck und Ross Levine (2002): *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank Based System Matter?* *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, 147–180.
- 10) Wolfgang Schäuble meint, „dass der Finanzmarkt sich nur noch um sich selbst dreht.“ ... „Der Finanzsektor ist selbstreferentiell geworden“ (Interview in der FAZ vom 23. Mai 2010).
- 11) Eine Zahl: Die Devisenreserven der VR China betragen 12 000 Milliarden US-Dollar. Allein daraus resultiert eine Einflussmöglichkeit auf 16 Prozent der globalen Wirtschaftsleistung.
- 12) Auch die wirtschaftliche Entwicklung in Ländern, die am Anfang stehen, und mit ihr die größere Finanztiefe, sind von sozialen Kosten begleitet. Denn mehr Geld und leichtere Finanzierungen verhelfen bei geringer Wirtschaftsentwicklung und entsprechend schwach ausgebautem Staatswesen zu Investitionen, die Raubbau an der Umwelt und fragwürdige Arbeitsbedingungen in Kauf nehmen. ■■■■■