

Zu den Grundlagen  
einer effizienten und  
sozialen Marktwirtschaft

## Vom Segen der Finanzmärkte

Norbert Walter

Als die globalen Kollateralschäden der Finanzkrise, die von den USA im Sommer 2007 ausgingen, sichtbar wurden, sind Finanzmärkte per se als Totengräber der Sozialen Marktwirtschaft in Verruf geraten. Diese Sicht ist nicht nur in der Sache falsch, sondern wäre, wenn sich dieser Gedanke festsetzte, von großem langfristigen Schaden für die Weltwirtschaft und das Konzept der Sozialen Marktwirtschaft. Denn es gilt: Effiziente Finanzmärkte sind Grundlage einer leistungsfähigen Volkswirtschaft, die ihrerseits Grundlage eines sozialen Ausgleichs ist. Darüber hinaus haben Finanzmärkte auch eine Wächterfunktion bezüglich der Wirtschaftspolitik, die wichtig ist, um der Lenkung und der Umverteilung vernünftige Grenzen zu setzen.

### Beiträge zur Volkswirtschaft

Finanzmärkte leisten über verschiedene Kanäle einen Beitrag zu Wachstum und Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Dabei ist als Erstes der direkte Wachstumsbeitrag der Finanzmärkte zu nennen. Dieser ist, relativ zu den unten diskutierten indirekten Wachstumsbeiträgen, zwar gering, aber keineswegs trivial. Tatsächlich trägt die Finanzwirtschaft – Banken, Versicherungen und andere Finanzdienstleister wie Börsen – immerhin rund 4,5 Prozent zur jährlichen Bruttowertschöpfung in Deutschland bei. Das ist, was noch immer weitgehend unbekannt ist, mehr, als renommierte Vorzeigebanken dieses Landes wie die Elektro- und chemische Industrie auf die Waage bringen.

Auch hinsichtlich der Beschäftigung zählt die Finanzbranche zu den wichtigen Branchen, arbeiten doch nicht weniger als 670 000 Personen in den Banken und 1,3 Millionen im Kredit- und Versicherungsgewerbe insgesamt. Dieser direkte Wachstumsbeitrag der Finanzbranche ist auch keineswegs, wie mancher vermuten mag, Reflexion einer unangemessenen Aufblähung des Finanzsektors im Zuge der unlängst zum Platzen gekommenen weltweiten Finanzmarktblase; tatsächlich liegt der Beitrag des Finanzsektors in Deutschland im internationalen Vergleich noch immer auf eher niedrigem Niveau. Zum Vergleich: In den USA liegt der Beitrag zur Bruttowertschöpfung bei rund acht Prozent, in Großbritannien und der Schweiz gar bei 8,5 Prozent beziehungsweise 10,5 Prozent.

Ungleich wichtiger und quantitativ bedeutender ist aber natürlich der indirekte oder eigentliche Beitrag der Finanzmärkte, nämlich jener der Finanzierung wirtschaftlicher Aktivität und der Zuweisung knapper Mittel auf alternative Zwecke, damit inhärent verbunden die Übernahme und Verteilung von Risiken sowie spiegelbildlich zur Finanzierung die Anlage von Ersparnissen zum Zwecke des Konsumausgleichs zwischen den verschiedenen Lebensphasen. Was die Finanzierungsfunktion angeht, so sorgt der dezentrale Marktmechanismus der Finanzmärkte dafür, dass die zur Verfügung stehende Ersparnis der aussichtsreichsten Verwendung zugeführt wird. Die Allokationsfunktion kann dabei umso besser

wahrgenommen werden, je leistungsfähiger das Finanzsystem ist. In mehreren Studien ist mittlerweile empirisch belegt worden, dass Volkswirtschaften, die über ein leistungsfähigeres, entwickeltes Finanzsystem verfügen, rascher wachsen als solche, bei denen diese Voraussetzung nicht gegeben ist. Die Leistungsfähigkeit eines Finanzsystems misst sich dabei einerseits an der Tiefe des Finanzsystems (gemessen etwa an dem Verhältnis von Krediten und anderen Finanzaktiva wie Aktien und Anleihen zum BIP), andererseits an der Vollständigkeit des Finanzmarkts, das heißt der Breite des Spektrums der angebotenen Finanzierungsinstrumente. Letztere ist enorm wichtig, da das insgesamt zur Verfügung stehende Kapitalangebot umso besser genutzt wird, je mehr die verfügbaren Finanzierungsinstrumente den individuellen Risikoneigungen der Kapitalgeber entsprechen.

## Verfügbare Finanzinstrumente

Die Relevanz der Vollständigkeit (oder Breite) von Finanzmärkten wird gegenüber dem Aspekt der Tiefe von Finanzmärkten häufig unterschätzt – zu Unrecht. Dabei sollte es offenkundig sein, dass unterschiedliche Finanzierungsprojekte ganz unterschiedliche Instrumente erfordern. Besonders deutlich wird dies im direkten Vergleich von Investitionsprojekten mit unterschiedlichen Charakteristika: Verglichen seien zum Zwecke der Illustration eine Erweiterungsinvestition eines Unternehmens in einer etablierten Branche mit der Finanzierung der Entwicklung einer humankapitalintensiven Innovation in einer jungen Branche. In ersterem Fall können auf der Basis historischer Erfahrungswerte der Strom und das Profil zukünftiger Einnahmen aus der Investition einigermaßen verlässlich vorhergesagt werden; zudem stehen dem Unternehmen aufgrund seiner langjährigen Existenz vermutlich Sicherheiten zur Verfügung. In einer solchen Konstellation

kann die Finanzierung der Investition weitgehend auf Fremdkapital mit einem fixen Zinsanspruch abstellen, da einerseits die Finanzierungslast (relativ zu den Ertragsströmen) durch den Investor verlässlich abzuschätzen ist, andererseits das potenzielle Risiko für Kapitalgeber aufgrund der Historie und der Verfügbarkeit von Sicherheiten gering ist. Umgekehrt bedarf es im zweiten Fall einer Finanzierungskonstruktion, die einerseits der Tatsache Rechnung trägt, dass der zukünftige Ertragsstrom der Investition unsicher und nicht prognostizierbar ist (was einen fixen, regelmäßigen Zinsanspruch der Kapitalgeber ausschließt), und andererseits den Kapitalgebern Einflussrechte garantiert, um ihre Ansprüche angemessen zu sichern. In diesem Fall bieten sich eigenkapitalnahe Finanzierungsinstrumente an, die den Kapitalgebern Mitsprache gewähren und ihnen im Erfolgsfall eine dem Risiko angemessen hohe Rendite auf das von ihnen bereitgestellte Kapital einräumen.

Es sind gerade die so oft gescholtenen Produkte des Investmentbanking, die ein differenziertes Spektrum von Finanzierungsinstrumenten bereitstellen, welche den Anforderungen der vielfältigen Finanzierungsprojekte gerecht werden können und so helfen, die jeweiligen Präferenzen von Kapitalgebern und -nehmern gleichermaßen zu bedienen. Dies belegt, dass es töricht wäre, dieses Segment der Finanzmärkte zugunsten vermeintlich eher den Interessen der Realwirtschaft dienender, einfacher Finanzierungsformen wie des traditionellen Bankkredits auszutrocknen.

Der Vollständigkeit halber (und nicht zuletzt wegen der laufenden politischen Diskussion) sei erwähnt, dass der Zusammenhang zwischen Differenziertheit des Finanzsystems und Wachstumsbeitrag nicht nur für die Unternehmensfinanzierung, sondern auch für die Finanzierungsbedürfnisse privater Haushalte

gilt. So hat beispielsweise eine unlängst von der EU-Kommission vorgelegte Studie gezeigt, dass Volkswirtschaften, in denen es ein breiteres Spektrum von Instrumenten der privaten Immobilienfinanzierung gibt, schneller wachsen als jene, bei denen nur eine begrenzte Anzahl von Finanzinstrumenten zur Verfügung steht. Insofern wäre es auch in diesem Marktsegment kontraproduktiv, das Spektrum der verfügbaren Finanzierungsinstrumente durch strangulierende Regulierung auszudünnen. Dies gilt im Übrigen nicht nur mit Blick auf den potenziellen Beitrag zum Wachstum einer Volkswirtschaft, sondern auch mit Blick auf die sozialpolitische Dimension: Flexiblere Finanzierungsmodelle – zum Beispiel solche mit variabler Tilgung oder längerer Tilgungsperiode – erlauben es auch solchen Bevölkerungsschichten mit anfangs geringerem Einkommen und Vermögen, Wohneigentum zu erwerben.

## Risiken vermeiden

Die wichtige Funktion der Finanzmärkte, Risiken zu verteilen, gilt auch jenseits der einfachen Finanzierung von Investitionen der Unternehmen und privaten Haushalte. Anschaulich wird die darüber hinausgehende Bedeutung am Beispiel der Absicherung von Wechselkursrisiken. Unternehmen, die ihre Produkte in andere Währungsräume exportieren oder von dort Waren beziehen, wollen in der Regel Risiken, die aus dem Schwanken von Wechselkursen resultieren, vermeiden. Mithilfe von Währungsderivaten und Termingeschäften ist es möglich, solche Risiken abzusichern. Auch hier leistet die Verfügbarkeit solcher Finanzierungsinstrumente einen eindeutigen Wachstumsbeitrag: Es ist bekannt, dass offene Volkswirtschaften schneller wachsen als geschlossene. Wenn und soweit die Verfügbarkeit von Instrumenten zur Absicherung von Wechselkursrisiken die Bereitschaft von Unternehmen erhöht, sich in

die internationale Arbeitsteilung einzubinden, hat dies einen direkten Wachstumsbeitrag.

Weniger bekannt ist, dass mithilfe von anderen Derivaten auch weitere Risikoformen beherrscht werden können. Dies gilt für Rohstoffderivate, mit denen sich Unternehmen gegen Risiken aus Preischwankungen bei Rohstoffen absichern können; dies gilt ebenso für Zinsderivate, mit denen sich nicht nur Banken, sondern auch Unternehmen gegen das Risiko von unerwünschten Schwankungen in ihren Finanzierungskosten absichern können; dies gilt neuerdings auch für Wetterderivate, mit denen sich zum Beispiel Energieversorgungsunternehmen und andere Branchen, deren Produktion wettersensitiv ist, gegen wetterbedingte Schwankungen ihrer Produktion und damit ihrer Zahlungsströme absichern können.

## Weitergehende Absicherung

Die Nutzung von Finanzmärkten zur Absicherung geht freilich noch weiter: Ebenso wie den Unternehmen dienen Finanzinstrumente auch privaten Haushalten und Individuen der Absicherung von Risiken. Dies ist offenkundig bei der Absicherung von Krankheits-, Unfall- und Vermögensrisiken mithilfe von Versicherungsprodukten. Weniger offensichtlich ist, dass es hinsichtlich der Fähigkeit eines Finanzsektors, solche Risiken abzudecken, eine zunehmend enge Verflechtung zwischen dem Versicherungssektor im traditionellen Sinn und den Kapitalmärkten gibt: Die Fähigkeit von Versicherungen, Risiken zu übernehmen, ist bekanntlich durch die Schadenswahrscheinlichkeit, die potenzielle Schadenshöhe sowie die Korrelation zwischen den individuellen Risiken bestimmt. Während diese Parameter für traditionelle Risiken wie das Sterberisiko gut kalkulierbar sind, gibt es im Bereich der Vermögensschäden in einigen Bereichen zunehmende Unsicherheit über Schadenswahrscheinlichkeiten

und -höhen. Offenkundig ist dies bei Katastrophenrisiken, die auf extremen Wetterereignissen (Hurrikane, Überflutungen) oder Terrorismus beruhen. Hier drohte eine Unkalkulierbarkeit der Risiken, die entweder zu unbezahlbaren Versicherungsprämiens oder schlimmstenfalls zur Nicht-Versicherbarkeit von Risiken führen, welche ihrerseits ökonomische Aktivität einzuschränken droht. Einer breiteren Öffentlichkeit bewusst wurde dies nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001, als die Fortsetzung des zivilen Flugverkehrs an der Verfügbarkeit von Versicherungsschutz für Verkehrsmaschinen zu scheitern drohte. Weniger dramatisch, aber aufgrund des globalen Klimawandels von wachsender Bedeutung ist die Sorge der Versicherungsunternehmen angesichts übermäßiger Belastungen aus klimabedingten Schäden. Hier nutzen Versicherungsunternehmen in jüngster Zeit verstärkt die Möglichkeit, solche Risiken mithilfe sogenannter *Insurance-Linked Securities* an den Kapitalmarkt – und damit an Kapitalmarktakteure jenseits der Versicherungsbranche – weiterzureichen. Dieses Beispiel zeigt, wie die Innovationskraft der Finanzmärkte und -branche dafür genutzt werden kann, neuen wirtschaftspolitischen Herausforderungen gerecht zu werden.

## Sparen als Konsumverschiebung

Das Komplement der Finanzierungsfunktion ist die Anlage von Ersparnissen. Aus Sicht der Sparer handelt es sich dabei um eine zeitliche Verschiebung ihres Konsums. Von besonderer Bedeutung ist hierbei – angesichts der im Zuge des demografischen Wandels deutlich werdenden Grenzen des staatlich finanzierten Umlagesystems der Rente – die Absicherung des Lebensstandards für das Alter. Aus Sicht der Sparer gilt es hierbei, die richtige Balance zwischen den komplementären Zielen einer als hinreichend empfundenen Rendite der Anlage (je höher diese

ist, umso eher verzichtet man heute auf den Konsum) und der Sicherheit der Anlage (sodass die Mittel im Alter auch verlässlich in der angestrebten Höhe zur Verfügung stehen) zu finden. Besonders wichtig ist in diesem Zusammenhang die Internationalität der Kapitalmärkte: Die demografische Schrumpfung traditioneller Industriestaaten wie Deutschland wird ja mit einem Rückgang der Potenzialrate des Wachstums dieser Volkswirtschaften verbunden sein. Eine angemessene Rendite der Ersparnisse wird daher nur durch eine internationale Diversifizierung des angelegten Vermögens zu erzielen sein – wobei diese Diversifizierung unter dem Aspekt der Sicherheit der Anlage wiederum durch geeignete Absicherungsmaßnahmen gegen Wechselkurs- und andere Risiken begleitet sein muss. Auch hier zeigt sich wieder: Je entwickelter, je tiefer und je differenzierter die Finanzmärkte sind, desto eher wird es gelingen, die angestrebten Ziele der Altersvorsorge zu erreichen.

## Nachhaltiges Wachstum

Damit kein Missverständnis entsteht: Finanzmärkte schaffen, abgesehen von ihrem direkten Wachstumsbeitrag, nicht per se Wachstum; effiziente Finanzmärkte sind aber unverzichtbar für die effiziente Nutzung knapper Ressourcen in einer Volkswirtschaft und erhöhen deren Wachstumswirkung. Nachhaltiges Wachstum ist nicht nur Grundlage und Ausdruck des steigenden Wohlstands eines Landes. Es ist auch die beste Voraussetzung dafür, dass breite Teile der Bevölkerung an der Wirtschaft und damit am Wohlstand partizipieren beziehungsweise – in dem Fall, dass sie aus welchen Gründen auch immer daran gehindert sind – finanziell kompensiert werden können, etwa durch Transferzahlungen. Wer immer davon träumt, Verteilungskonflikte in einer schrumpfenden oder stagnierenden Wirtschaft elegant lösen zu

können, nährt Illusionen. Solche Konflikte sind am besten zu lösen, wenn große Verteilungsspielräume vorhanden sind.

## Indikator- und Kontrollfunktion

Sozialpolitische Bedeutung hat auch eine andere, in der Regel weniger beachtete Funktion der Finanzmärkte. Es mag, zugegeben, im gegenwärtigen Umfeld wiederum vermessen erscheinen, darauf hinzuweisen, aber der Sachverhalt bleibt auch nach der Finanzkrise im Grundsatz richtig: Offene Finanzmärkte haben eine wichtige Indikatorfunktion bezüglich der Qualität der Wirtschaftspolitik eines Landes. Finanzmärkte sanktionieren zum Beispiel eine relativ zu anderen Staaten zu inflationäre Geldpolitik beziehungsweise eine zu sorglose Verschuldungspolitik eines Landes mit dem Verlangen nach höheren Zinsen beziehungsweise dem Abzug (der Reduzierung des Zuflusses) von Kapital. Diese Wächterfunktion mag im gegenwärtigen Umfeld, in dem sich zumindest einige Staaten für Zinsen nahe null finanzieren können, nicht plausibel erscheinen, sie ist gleichwohl Realität und wird mit der Normalisierung der Märkte wieder deutlich sichtbar werden.

In vergleichbarer Weise können Aktienmärkte ein Indikator für die Standortqualität eines Landes sein. Natürlich kann und sollte nicht jeder Ausschlag des Aktienmarktes als Urteil über den Standort überinterpretiert werden – gerade die Kursausschläge der jüngeren Vergangenheit sollten eine Warnung davor sein, dies zu tun. Ebenso aber gilt: Wenn der Aktienmarkt eines Landes in seiner Bewertung und Kapitalisierung systematisch hinter denen anderer Staaten zurück-

bleibt, muss und sollte dies durchaus als ein Misstrauensvotum in die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die ökonomische Performance eines Landes interpretiert werden.

Nota bene: Dies ist kein Diktat der Finanzmärkte zugunsten eines bestimmten Wirtschaftsmodells – es steht jedem Land frei, seine Wirtschaftspolitik gemäß den Mehrheitspräferenzen der Bevölkerung zu wählen; die Finanzmärkte haben in diesem Sinne lediglich eine Indikatorfunktion, mit der die ökonomischen Folgen der Wahl einer bestimmten Politik klarer offengelegt werden. Anders als bei Wahlen findet diese Bewertung nicht nur in längeren Abständen zu Wahlzeiten statt, sondern als quasi kontinuierlicher Prozess – was aus Sicht eines politischen Meinungsbildungsprozesses durchaus positiv zu bewerten ist, aus Sicht handelnder (Politik-)Akteure aber nicht immer willkommen sein mag. Von dieser Indikator- und Kontrollfunktion profitieren wiederum insbesondere die schwächeren Teile der Gesellschaft: Es sind die Kleinverdiener, die Rentner, die Immobilien, die Menschen mit kleinem Vermögen, die beispielsweise in besonderem Maße von der Geldwertstabilität profitieren. Reiche, mobile Bürger können ihr Vermögen leichter diversifizieren beziehungsweise nötigenfalls außer Landes bringen, um sich vor den negativen Folgen der Geldentwertung zu schützen.

Effiziente Finanzmärkte tragen nicht nur dazu bei, Investitionen zu finanzieren, Risiken zu abzusichern, den Konsum zu verteilen und die Potenzialwachstumsrate einer Volkswirtschaft zu erhöhen; sie haben darüber hinaus auch wichtige sozialpolitische Funktion.