

Finanzmärkte, die der Realwirtschaft dienen: Wirkungskanäle und Indikatoren

Einreichung für Momentum 2011

Sonja Schneeweiss
Mai 2011

1	EINLEITUNG	1
2	FRAGESTELLUNG	1
3	MÖGLICHE WIRKUNGSKANÄLE UND THEORETISCHE ÜBERLEGUNGEN	2
3.1	STANDARDFUNKTIONEN DER FINANZMÄRKTE.....	2
3.1	TRANSMISSIONSKANÄLE.....	2
3.2	MÖGLICHE STÖRUNGEN IM FINANZSYSTEM - NRIFTIONS.....	3
4	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG, INDIKATOREN	4
5	LITERATURVERZEICHNIS	5

1 Einleitung

„Die Finanzmärkte sollen wieder der Realwirtschaft dienen!“

Diese weit verbreitete – und auch nach meiner persönlichen Meinung absolut notwendige – Forderung ist Ausgangspunkt für das eingereichte Paper: Was sind die Aspekte der Finanzmärkte, die einen „positiven, funktionierenden, der Realwirtschaft dienenden“ Finanzmarkt ausmachen, bzw. was sind die Faktoren, die der Realwirtschaft schaden?

2 Fragestellung

Es herrscht weitgehend Konsens, dass gut funktionierende Finanzmärkte für eine positive Entwicklung der Realwirtschaft notwendig sind. Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten können aber großen Schaden in der Realwirtschaft anrichten. Welche Faktoren und Eigenschaften der Finanzmärkte schaden dem realen Sektor, über welche Wirkungskanäle entstehen die Auswertungen und gibt es ein „Zuviel“ an manchen Ausprägungsformen der Finanzmärkte wie z.B. Liberalisierung und Transaktionsvolumen und über welche Wirkungskanäle nehmen?

Diese Fragen sollen anhand der jüngeren wissenschaftlichen Literatur und anhand einer empirischen Untersuchung der Auswirkung ausgewählter Finanzmarktindikatoren auf das reale Wachstum behandelt werden. Damit könnten Indikatoren gefunden werden, die anzeigen, ob der Finanzmarkt „dem Realsektor“ dient oder nicht.

3 Mögliche Wirkungskanäle und theoretische Überlegungen

3.1 Standardfunktionen der Finanzmärkte

Stark vereinfacht übernehmen funktionierende Finanzmärkte die Vermittlungsfunktion zwischen Sparen/Investoren und Investitionsprojekten von Unternehmen/Privaten oder dem Staat, wobei dadurch Transaktionskosten und Monitoringkosten gesenkt werden.

Somit spielen Finanzmärkte – wenn sie „gut funktionieren“ – eine wichtige Rolle für die Realwirtschaft, Störungen können sich demnach auch fatal auf die Realwirtschaft auswirken.

In der Literatur sind folgende folgende Hauptfunktionen von Finanzmärkten beschrieben¹:

Kapitalallokation und Informationsfunktion

Finanzmärkte produzieren ex ante Information über mögliche Investitionen und ermöglichen die Ausstattung dieser Investitionen mit Kapital. Wenn diese produzierten Informationen richtig sind, erfolgt dadurch theoretisch eine optimale Kapitalallokation, so dass die besten Investitionen das meiste Kapital erhalten.

Monitoring der Investitionen

Funktionierende Finanzmärkte – seien es Finanzintermediäre in bank based economies oder Aktienmärkte in market based economies – überwachen die Investitionen und Unternehmen, die finanziert werden.

Handel, Diversifikation und Management von Risiko

Erleichterung des Austausches von Gütern und Dienstleistungen

3.1 Transmissionskanäle

Eine aktuelle Studie² der Bank für internationalen Zahlungsaustausch gibt einen Überblick über die jüngere wissenschaftliche Literatur über die theoretischen Transmissionskanäle – wie der Finanzsektor auf den realen Sektor wirkt – und über die Evidenz dieser Kanäle. Neben den klassischen Kanälen wie der „borrower balance sheet channel“ und der „bank lending channel“ wird in der jüngeren Literatur auch der „liquidity channel“ untersucht. Theorien zu „liquidity channel“ wurden erst in jüngerer Zeit entwickelt. Wesentliche Faktoren sind dabei hohe Leveragegraden, große Maturity Mismatches und mark to market accounting, die dazu beitragen, dass sich funding liquidity shocks auf die Realwirtschaft verstärkt auswirken.³

¹ vgl. Levine (2003), S 5

² vgl. Basel Committee (2011)

³ vgl. Basel Committee (2011) S10

3.2 Mögliche Störungen im Finanzsystem - Frictions

In diesem Abschnitt wird ein Überblick über Störungen des Finanzsystems gegeben. Unter anderem wird folgendes behandelt werden:

Störung der Informationsfunktion und damit nicht mehr optimale Kapitalallokation, z.B. durch Herdenverhalten von InvestorInnen, „Pyramidenspiele“, Bubbles, boom-bust-cycles durch technical trading, Asset Inflation, negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft durch Instabilität, Unsicherheit, hohe Volatilität, „vorgetäuschte“ Sicherheit durch wahrscheinlichkeitsorientierte, meist vergangenheitsbasierte Risikomodelle, die sehr unwahrscheinliche Ereignisse nicht berücksichtigen (Stichworte: Black Swan, local thinking⁴,...)

Weiters wird auf unrealistische, erhöhte Renditeerwartungen eingegangen und der Frage nachgegangen, ob Investitionen in Finanzspekulationen dem realen Sektor „Kapital für Investitionen entzieht“.

Dieses Argument bringt unter anderem Stephan Schulmeister:

„Gewinnstreben und Vermögensbildung von Unternehmen und Haushalten haben sich in den vergangenen 25 Jahren zunehmend auf Finanzveranlagung und –spekulation konzentriert. [...] „Paradekonzerne“ wie Siemens stoßen immer mehr teile ihrer industriellen Produktion ab und weiten gleichzeitig ihre „treasuries“ aus. Diese erzielen auf den Finanzmärkten hohe Renditen. Solche „opportunity profits“ beschränken das Volumen realwirtschaftlicher Investitionen, da realwirtschaftlich Anlegende ähnlich hohe Renditen wie auf den Finanzmärkten fordern.“⁵

Langfristige Renditen können nur in der Realwirtschaft/durch Wachstum entstehen. Finanzspekulationen müssen theoretisch (weltweit betrachtet) ein Nullsummenspiel sein, temporär sind „fiktive“ Gewinne aus den Finanzspekulationen nur auf Basis folgender Mechanismen möglich:

- Kursgewinne durch Bubbles, erhöhte Erwartungen, Herdenverhalten der Investoren
- Buchungsgewinne, z.B. durch Fair Value Accounting

Weitere mögliche Störungen oder Ursachen dafür sind

- asymmetrische Information
- Moral Hazard
- Fair Value Accounting
- Eigenkapitalquoten, Basel II, Risikogewichtung bei Eigenmitteln und deren prozyklische Wirkung, Kreditklemmen
- intransparente Finanzinnovationen

⁴ vgl. Gennaioli, Shleifer (2010)

⁵ Schulmeister (2007), S 73

4 Empirische Untersuchung, Indikatoren

Im empirischen Teil des Papers sollen Indikatoren identifiziert werden, die signifikanten Einfluss auf die Realwirtschaft – als Messgröße wird das BIP-Wachstum herangezogen – haben müssten. Der Fokus wird dabei auf die letzten Jahre gelegt, d.h. die Zeit unmittelbar vor der Krise, während und nach der Finanzkrise.

Voraussichtlich wird ein Subset der folgenden Aspekte Indikatoren untersucht:

- Maß für Liberalisierung und Deregulierung⁶
z.B. Economic Freedom of the World Index,
- internationale Verflechtung
korreliert sicher stark mit dem Liberalisierungsindex
z.B. z.B. Foreign Assets and liabilities as a share of GDP
- Stabilitätsindikatoren
z.B. z-score als Indikator für Bankenstabilität (Weltbank: Beck, Demirgüç-Kunt (2009))
- Leverage/Kapitalisierung
z.B. für Banken die Eigenkapitalkratio oder für die gesamte Volkswirtschaft
Domestic credit/domestic deposits (leverage)⁷
- Bubble Indikator
- Transaktionsvolumen (hier sind viele Indikatoren möglich, schwierig ist hier die Zuordnung zu Ländern, daz.B. das Gesamttransaktionsvolumen inkl. Derivate, das von der BIZ geschätzt wird, nur auf große Wirtschaftsräume aufgeteilt ist und nicht auf Länderebene zur Verfügung steht)
- Größe des Finanzsektors
z.B. Liquid Liabilities to GDP, wie laut Weltbank als breiter Indikator für die “financial Depth” angesehen.
- Liquiditätskennzahlen
z.B. Liquid assets/total assets bei Banken
- (Re-) Finanzierungsart
z.B. Reliance on Deposits for Funding: desposits/total assets

Mögliche Dummy Variablen

- Basel II ja/nein
- Krise ja/nein (zur Unterscheidung “im Aufschwung”/”im Abschwung”)

⁶ siehe z.B. Schindler, M. (2009), “Measuring Financial Integration: A New Data Set” IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, pp. 222–238.

⁷ vgl. Berkmen et al. (2009), S17

5 Literaturverzeichnis

(nur eine erste Auswahl:)

Levine, Ross. (2003) *Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms* University of Minnesota and NBER

Schulmeister, Stephan (2007) *Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung, Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung (Financial Speculation, Unemployment and Public Debt)* Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies, Metropolis, vol. 4(1), pages 73-97.

Gennaioli, Nicola, Andrei Shleifer und Robert Vishny (2010) *Financial Innovation and Financial Fragility* Fondazione Eni Enrico Mattei Working Papers. Working Paper 503.
<http://www.bepress.com/feem/paper503>

Gennaioli, Nicola, and Andrei Shleifer. (2010) *What Comes to Mind*. The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 125(4), pages 1399-1433, November
<http://www.nber.org/papers/w15084>

Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache und Ouadra Merrouche (2010) *Bank Capital: Lessons from the Financial Crises* IMF Working Paper WP/10/286,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10286.pdf>

Berkmen, Pelin, Gaston Gelos, Robert Rennhack und James P. Walsh (2009) *The Global financial Crises: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact* IMF Working Paper WP/09/280

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt (2009) *Financial Institutions and Markets across countries and over Time – Data and Analysis* World Bank Policy Research Working Paper, forthcoming, May 2009

Minsky, Hyman P., The Financial Instability Hypothesis (May 1992). The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74. Available at SSRN:
<http://ssrn.com/abstract=161024>

Basel Committee on Banking Supervision (2011) *The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature* Bank for International Settlements, Working Paper No. 18 http://www.bis.org/publ/bcbs_wp18.pdf

Hahn, Franz (2008) *A Primer on Financial System Meltdown – The Economists' View* WIFO Working Paper 333/2008