

Engerer, Hella; Schrooten, Mechthild

**Working Paper**

## Institutionen, Finanzsysteme und Transformation

DIW Discussion Papers, No. 264

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Engerer, Hella; Schrooten, Mechthild (2001) : Institutionen, Finanzsysteme und Transformation, DIW Discussion Papers, No. 264, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/18248>

**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.*

**DIW** **Diskussionspapiere**  
**Discussion Papers**

Diskussionspapier Nr. 264

**Institutionen, Finanzsysteme  
und Transformation**

von

Hella Engerer und Mechthild Schrooten

Berlin, Oktober 2001

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin  
Königin-Luise-Str. 5, 14195 Berlin  
Phone: +49-30-89789- 0  
Fax: +49-30-89789- 200  
Internet: <http://www.diw.de>  
ISSN 1433-0210

# **Institutionen, Finanzsysteme und Transformation**

**von**

**Hella Engerer und  
Mechthild Schrooten<sup>1</sup>**

Oktober 2001

*The responsibility for the contents of the discussion papers rests with the authors, not the Institute. Since working discussion papers are of a preliminary nature, it may be useful to contact the authors of a particular discussion paper about results or caveats before referring to, or quoting, a paper. Any comments on discussion papers should be sent directly to the authors.*

---

<sup>1</sup> Mit unermüdlicher und geduldiger Unterstützung von Till Engerer.

## **Inhaltsverzeichnis**

1. Einleitung
2. Institutionenökonomik: einige Grundlagen
3. Von der Finanzmarkttheorie zum Finanzsystem
4. Institutionen und Finanzsysteme in Transformationsländern
5. Zu guter Letzt

# Institutionen, Finanzsysteme und Transformation

## 1. Einleitung

Transformation erfordert die Veränderungen von Institutionen und die Öffnung von Finanzmärkten. Allerdings gelten zehn Jahre nach Beginn der Transformation Institutionen und die Funktionsweise der Finanzmärkte noch immer als Problemfelder der Reformen in Mittel- und Osteuropa. Damit werden Defizite – auch für entwickelte Marktwirtschaften – in zwei zentralen Bereichen festgestellt. Zur Behebung derselben wurden zwar Vorschläge gemacht, jedoch haben Institutionentheoretiker lediglich die Verbesserung allgemeiner Institutionen im Auge, während Finanzmarkttheoretiker nur die Finanzmärkte unter ihre Lupe nehmen. Dabei wurde bereits früh erkannt, dass ein enger Zusammenhang von Institutionen und Finanzsystem besteht (Levine 1997, 690): "Moreover, 'third factors', such as a country's legal system and political institutions certainly drive both financial and economic development at critical junctures during the growth process." Institutionen, als Faktoren der "dritten Art", liefern offenbar den übergeordneten Rahmen, ohne den sich positive Effekte des Finanzsystems nicht entfalten können.

In jüngerer Zeit wurde versucht, Bedeutung und Zusammenhang von Institutionen und Finanzmärkten zu analysieren. Ökonometrische Schätzungen (vgl. Pistor/Raiser/Gelfer 2000), die auch Transformationsländer berücksichtigen, zeigen dabei, dass das institutionelle Umfeld für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und allgemein für die wirtschaftliche Entwicklung wichtig ist. Jedoch sind die Kausalitäten und Wirkungen keineswegs eindeutig. Aron (2000, 99) kommt nach kritischer Durchsicht der bislang vorliegenden Studien daher zu dem Schluss: "The evidence suggests a link between the quality of institutions and investment and growth, but the evidence is by no means robust." Ein Grund, warum weiterhin Ungereimtheiten bestehen, dürfte darin zu sehen sein, dass den Studien sehr unterschiedliche Begriffe von dem, was eigentlich eine Institution, ein Finanzmarkt oder auch ein Finanzsystem ist, zugrunde liegen. Dies ist offenbar darauf zurückzuführen, dass die Institutionenökonomik und Finanzmarkttheorie weithin getrennte Forschungsgebiete darstellen.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ein weiterer Grund, weshalb der Zusammenhang von Institutionen und Finanzmarkt noch unzureichend geklärt ist, sind Probleme einer quantitativen Erfassung und Bewertung von Institutionen. Da ein *institutional accounting* noch in seinen Anfängen steckt, werden die von Aron konstatierten Mängel wohl auch in absehbarer Zeit fortbestehen. Daher erscheint es derzeit wenig sinnvoll, einen weiteren Versuch zu unternehmen, den Zusammenhang von Institutionen, Finanzmärkten und wirtschaftliche Entwicklung quantitativ zu erfassen.

Im Folgenden wird zunächst eine Rückblende in das theoretische Gerüst gewagt, d. h., es werden wichtige Verbindungslinien zwischen Institutionentheorie und Finanzmarkttheorie aufgezeigt und Begrifflichkeiten geklärt. Des Weiteren werden (implizite) Hypothesen über den Zusammenhang von Institutionen und Finanzsystem im Hinblick auf Transformationsländer aufgedeckt und hinterfragt: Gibt es in Transformationsländern die für westliche Länder angenommene institutionelle Hierarchie? Oder: Sind in Transformationsländern vom Finanzsystem entscheidende Einflüsse auf die Gestaltung des institutionellen Umfelds ausgegangen? Und schließlich: Verhält sich der Staat, wie in der Theorie häufig angenommen, tatsächlich neutral in seiner Doppelrolle als Gestalter von Institutionen sowie Akteur auf Finanzmärkten?

## **2. Institutionenökonomik: einige Grundlagen**

Als noch junger Forschungszweig hat die Institutionenökonomik in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. Ihre Aussagen haben mittlerweile Eingang in andere Forschungsgebiete gefunden. Obwohl nunmehr weithin bekannt, sollen im Folgenden dennoch ihre wichtigsten Grundlagen kurz rekapituliert werden, bevor auf den Zusammenhang von Institutionen und Finanzsystem näher eingegangen wird.

*Institution: Was ist das?*

Gerade mit Blick auf die wirtschaftlichen Probleme von Transformationsländern wird in Diskussionen immer wieder festgestellt: "institutions matter". Dabei wurde und wird unter dem Begriff der Institution noch immer ein Sammelsurium verstanden, das staatliche Gesetze und Einrichtungen, private Organisationen sowie individuelle Verhaltensweisen umfasst. Selbst in wissenschaftlichen Betrachtungen, darunter auch der Institutionenökonomik, besteht noch keine Übereinkunft über den Begriff der Institution.

Grob lässt sich Institution entweder als Ergebnis eines Spiels oder als Regel eines Spiels interpretieren (Engerer/Voigt 2000). Während im ersten Fall eine Institution die zwischen Akteuren durch Übereinkunft festgelegten sozialen Verhaltensweisen als Spielresultat darstellt, wird im zweiten Fall unter Institution eine Spielregel verstanden, oder in Worten von Douglass North (1990, 3): "Institutions are the rules of the game in a society or, more fundamentally, are the humanly devised constraints that shape human interaction". Unter der Berücksichtigung der von Ostrom (1986) vorgeschlagenen Definition lässt sich die Institution weiter in (mindestens) eine Regel- und eine Sanktionskomponente zerlegen. Letztere bietet erst die Grundlage dafür, Regelverstöße zu ahnden und somit der Institution Gültigkeit zu

verschaffen. Die Betrachtung der Sanktionskomponente ist gerade in Transformationsländern, in denen Gesetze häufig nur auf dem Papier bestehen, von zentraler Bedeutung.

Eine wichtiger Punkt ist, Institution von Organisation zu trennen. North (1990, 5) versteht im Unterschied zur Institution als Spielregel unter einer Organisation die Spieler oder - bildlich ausgedrückt - die Mannschaft von Spielern. Die Spieler versuchen, einen gemeinsamen Zweck zu verfolgen bzw. ein Ziel zu erreichen (z. B. zu gewinnen). Hierzu entwickeln sie bestimmte Strategien und Fähigkeiten. Aus institutionentheoretischer Sicht kann dann zum Einen gefragt werden, wie die Spieler bei gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen ihre Fähigkeiten und Strategien (weiter)entwickeln und einsetzen, welche Kontrollstrukturen innerhalb von Organisationen existieren und wie diese wirken. Zum Anderen kann analysiert werden, welche Wirkung alternative Spielregeln auf das Verhalten der Spieler haben. Es ist also zwischen der Analyse exogen gegebener Institutionen und deren Wirkung auf bestehende Organisationen einerseits und den Effekten alternativer Spielregeln bzw. institutioneller Arrangements andererseits zu unterscheiden.

Während sich Untersuchungen für westliche Industrieländer häufig auf die erste Betrachtungsweise konzentrieren, ist für Transformationsländer, in denen viele Institutionen grundlegend zu verändern waren, die Analyse von Wirkungen alternativer Spielregeln interessant. Darüber hinaus geht es in Transformationsländer auch um die grundsätzlichen Fragen, warum und wie Institutionen überhaupt entstehen. Während das "Wie" der Entstehung (u. a. spieltheoretisch) als eine Interaktion zwischen Individuen modelliert werden kann, führt das "Warum" ihrer Existenz zur Funktion von Institutionen.

#### *Institutionen: Warum existieren sie?*

Institutionen haben den Zweck Unsicherheit zu reduzieren. Unsicherheit (im Unterschied zu Risiko) besteht, wenn Individuen eine nur unvollständige Vorstellung über den Zustand der Welt sowie deren Veränderung haben und den Nutzen alternativer Handlungsoptionen nicht kalkulieren können. Bei Unsicherheit kann die Annahme vollständiger Rationalität, damit u. a. auch kostenloser Informiertheit der Individuen sowie Abwesenheit von Transaktionskosten, nicht aufrechterhalten werden. Nach Simon (1955) besteht auf Seiten der Akteure vielmehr beschränkte Rationalität. Heiner (1983) spricht von einer Lücke (*C-D gap*) zwischen der Kompetenz eines Individuums (*agent's competence*), eine Situation zu erfassen, und dem Entscheidungsproblem (*decision problem*), die für ihn beste Alternative herauszufinden. Je größer diese Lücke und damit die Unsicherheit ist, um so höher ist auch der Anreiz Spielregeln

zu etablieren, die dem Individuum eine Richtschnur dafür bieten, wie es sich verhalten soll und welches Verhalten es von anderen erwarten kann.

In anderen Worten: Unsicherheit begründet die Entstehung und Existenz von Institutionen. In einer Umbruchphase, wie sie Mittel- und Osteuropa Ende der 80er/Anfang der 90er Jahre erlebte, müsste demnach die Motivation, Institutionen zu schaffen, besonders hoch gewesen sein. Allerdings lässt sich durchaus beobachten, dass gerade in Zeiten hoher Unsicherheit risikofreudige Individuen versuchen, ihre eigenen Vorteile zu erhöhen, indem sie die Entstehung von allgemeingültigen Institutionen behindern. Es kann also nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass alle Bevölkerungsschichten gleichermaßen Institutionen nachfragen.

### *Institutionen: Welche Typen gibt es?*

Mitunter werden unter Institutionen nur jene Regeln und Sanktionsmechanismen gefasst, die staatlicherseits gesetzt und durchgesetzt werden. Zusätzlich zu diesen externen Institutionen, die letztlich auf dem staatlichen Gewaltmonopol beruhen und in westlichen Ländern eine bedeutende Rolle spielen, gibt es so genannte interne Institutionen, zu denen ethische Regeln, tradierte Verhaltensweisen und Konventionen gezählt werden. Anhand des Sanktionsmechanismus können einerseits externe von internen Institutionen unterschieden werden (staatliches Gewaltmonopol vs. gesellschaftliche Selbstregulierungsmechanismen). Andererseits ist es möglich, mittels des Sanktionsmechanismus interne Institutionen näher zu typisieren: 1) Konventionen, die selbstdurchsetzend sind; 2) ethische Regeln, die mit einer Selbstverpflichtung des Individuums verbunden sind; 3) Traditionen, die durch informelle Kontrolle von Seiten Dritter sanktioniert werden; 4) Regeln, deren Durchsetzung privat organisiert ist (z. B. Schiedsgerichte). Aufgrund des Vorhandenseins interner Institutionen kann aus der Nichtexistenz externer Institutionen also kein "institutionelles Vakuum" (Koop/Nunnenkamp 1994, 69) abgeleitet werden. Hinsichtlich Mittel- und Osteuropas ist vielmehr davon auszugehen, dass die Bedeutung interner Institutionen zumindest zu Beginn der Transformation relativ hoch war, da sich damals der Staat in einer Legitimationskrise befunden hatte und daher nur eingeschränkt als Bereitsteller und Durchsetzer externer Institutionen fungieren konnte. Dabei ist zu berücksichtigen, dass theoretisch interne Institutionen Mängel externer Institutionen zwar ausgleichen, d. h. substitutiven Charakter haben können. Das Verhältnis zwischen externen und internen Institutionen kann aber auch neutral oder sogar konfliktierend sein.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Auch innerhalb interner Institutionen ist Konfliktfreiheit nicht zwangsläufig gegeben. Franzen/Haarland/Niessen (2000, 132) beobachten statt eines "Wertevakuums" einen "Werteüberschuss" bzw.

**Tabelle 1: Institutionentypen**

Regelart	Durchsetzungsart	Institutionentyp
1. Konvention	Selbstdurchsetzend	Typ-1 intern
2. Ethische Regel	Selbstverpflichtung des Akteurs	Typ-2 intern
3. Gewohnheit	Informelle gesellschaftliche Durchsetzung	Typ-3 intern
4. Private Regel	Organisierte private Durchsetzung	Typ-4 intern
5. Staatlich gesetztes Recht	Organisierte staatliche Durchsetzung	Extern

Die Unterscheidung externer und interner Institutionen bietet einen Ansatzpunkt, um der Frage nachzugehen, warum ineffiziente Institutionen in einer globalisierten Welt fortbestehen. Eine Annahme ist, dass sich interne Institutionen relativ langsam verändern und sich (zumindest teilweise) einem intentionalen Wandel entziehen. Die Zählebigkeit interner Institutionen begründet auch die so genannte Pfadabhängigkeit institutionellen Wandels. Diese bedingt wiederum, dass bei einer bewusst angestrebten Veränderung externer Institutionen auf Kompatibilität zwischen externen und den bestehenden, sich nicht rasch anpassenden internen Institutionen zu achten ist. Bei einem Transfer externer Institutionen aus fortgeschrittenen Ländern in solche mit institutionellen Defiziten ist also Vorsicht geboten. Gerade das Beispiel der Transformationsländer zeigt Grenzen eines solchen Institutionenimports. Über die Problematik eines langsamen Wandels und eingeschränkten Transfers von Institutionen hinaus kann anhand der Zählebigkeit interner Institutionen die *institutional diversity* erklärt werden. Institutionelle Vielfalt ist selbst in westeuropäischen Ländern, in denen externe Institutionen gewisse Ähnlichkeiten aufweisen, zu beobachten.

---

"Wertedschungel", der dazu führt, dass verschiedene (häufig alte und neue) informelle Institutionen bestehen, die prinzipiell den gleichen Zweck erfüllen. Solange alte und neue Werte nebeneinander existieren, müssen die Individuen in einer gewissen Ambivalenz leben.

*Institutionen: Welche Bedeutung haben sie?*

*Institutions matter* ist weithin anerkannt. Um die Bedeutung von Institutionen abschätzen zu können, müssten die Institutionen möglichst vollständig erfasst, gemessen und bewertet werden (*institutional accounting*). Hierzu reicht es nicht aus, lediglich die externen Institutionen zu betrachten. Vielmehr wären auch die internen Institutionen einzubeziehen. Diese sind aber, u. a. weil sie meist nicht kodifiziert sind, schwer zu identifizieren. Zudem ist ihre Ausprägung und Bedeutung in Ländern unterschiedlicher Kulturkreise offenbar nicht identisch. Aufgrund dieser Identifikations- und Bewertungsprobleme steht ein *institutional accounting* derzeit noch in seinen Anfängen. Dies gilt übrigens nicht nur für die Betrachtung eines Landes, sondern insbesondere auch für *cross-country*-Vergleiche, bei denen meist nur externe Institutionen berücksichtigt werden. Ein Beispiel hierfür ist der von der EBRD entwickelte *transition indicator*, der lediglich gesetzliche Regelungen berücksichtigt und daher nur erste Anhaltspunkte zur Qualität von Institutionen geben kann.<sup>4</sup> Insgesamt bleibt es also schwierig, die Relevanz von Institutionen auf direktem Weg zu ermitteln. Ein Ansatz, die Qualität von Institutionen indirekt zu bestimmen, wäre die Messung von Transaktionskosten.<sup>5</sup> Aber auch dieses Konzept birgt derzeit noch Probleme.<sup>6</sup>

### 3. Von der Finanzmarkttheorie zum Finanzsystem

Der Finanzmarkt ist ein besonderer Markt; wie kein zweiter wird er in der ökonomischen Theoriebildung mit Phänomen des Marktversagens in Verbindung gebracht. Als spezifische, dem Finanzmarkt a priori innewohnende Form des Marktversagens wird in den Standardlehrbüchern vor allem auf das Vorhandensein der asymmetrischen Informationsverteilung zwi-

---

<sup>4</sup> Einen groben Ländervergleich zum Wertewandel und teilweise zur Veränderung interner Institutionen in ausgewählten Transformationsländern bietet das Transformationsbarometer Osteuropa 2000 (Franzen/Haarland/Niessen 2000, 116 ff.).

<sup>5</sup> Nach Arrow sind Transaktionskosten die Betriebskosten eines Wirtschaftssystems. Nach Richter/Furubotn (1996,49) sind neben den laufenden Kosten auch die Kosten der Einrichtung, Erhaltung und Veränderung des Systems zu berücksichtigen (also fixe und variable Kosten). Laut Williamson (1990) können Transaktionskosten als ökonomisches Gegenstück zum Konzept der Reibung in der Physik aufgefasst werden, wobei es zweckmäßig ist, zwischen ex-ante (u. a. Entwurf, Verhandlung) und ex-post Kosten (u. a. Vertragskorrekturen, Durchsetzung) zu unterscheiden.

<sup>6</sup> Benham/Benham (1998, 1) nennen folgende Punkte: 1) Der Begriff der Transaktionskosten ist nicht einheitlich definiert. 2) Transaktionskosten können nicht immer von Transformationskosten, also den in der Produktion anfallenden Kosten, getrennt werden. 3) Wenn die Transaktionskosten prohibitiv hoch sind, werden Transaktionen unterlassen und fallen auch keine (messbaren) Kosten an. 4) Schließlich gilt das "Gesetz des einheitlichen Preises" nicht. Die einzelnen Individuen innerhalb einer Gesellschaft können mit unterschiedlichen Transaktionskosten konfrontiert sein. Aufgrund der genannten Messprobleme gibt es bislang nur wenig Ansätze, die Transaktionskosten einer gesamten Volkswirtschaft zu ermitteln (Wallis/North 1986). Meist wird ein Teilbereich der Wirtschaft herausgegriffen, für den sich die dort anfallenden Transaktionskosten besser identifizieren und abgrenzen lassen.

schen den Akteuren (z. B. Mishkin 1997) hingewiesen. Bereits daraus resultieren positive Transaktionskosten. Aus der Annahme unvollständiger und kostenpflichtiger Information für die Akteure folgt, dass die Analyse von Finanzmarkttransaktionen nicht im Rahmen der traditionellen neoklassischen Modellökonomik, die eben das Vorhandensein vollständiger, kostenloser Information für die Akteure voraussetzt, erfolgen kann.

### *Existenz und Entscheidungskalküle professioneller Finanzintermediäre*

Theoretisch wird die Existenz professioneller Finanzintermediäre mit der Senkung von Transaktionskosten begründet. Ein Finanzintermediär übernimmt nach Diamond (1984) nicht nur die Selektion potentiell erfolgreicher Unternehmer im Vorfeld der Kreditvergabe, sondern darüber hinaus - nach der Kreditvergabe - das Monitoring von Unternehmensaktivitäten; er ist damit maßgeblich an der Unternehmenskontrolle beteiligt. Dabei unterstehen die Finanzintermediäre ihrerseits wieder der Aufsicht der Einleger; die Bankenaufsicht ist in diesem Modell privat organisiert. Während Diamond die durch das Vorhandensein professioneller Fremdkapitalgeber möglichen Effizienzgewinne untersucht, analysieren andere Autoren (Greenwood/Smith 1993) jene Effizienzgewinne, die auf die Existenz von Börsen etc. zurückgehen.

In beiden Modelltypen wird betont, dass aus Sicht der Finanzintermediäre oder Aktionäre ein erhebliches Informationsdefizit gegenüber dem Agenten, dem Entscheidungsträger, bestehen bleibt. Grundsätzlich geht diese asymmetrische Informationsverteilung mit einer asymmetrischen Risikoverteilung einher. Stiglitz/Weiss (1981) haben herausgearbeitet, dass Finanzintermediäre als Fremdkapitalgeber im Vorfeld der Kreditvergabe nicht nur die mit dem potentiellen Kreditnehmer vertraglich vereinbarte Zinshöhe, sondern vor allem den erwarteten risiko- und kostenbereinigten Ertrag berücksichtigen, dessen Berechnung auch das Ausfallrisiko enthält. In das Gewinnmaximierungskalkül des Finanzintermediäres auf der Grundlage des erwarteten risiko- und kostenbereinigten Ertrages geht daher die Zinshöhe nur als ein Faktor unter mehreren ein. Die Bereitschaft des Kreditnehmers, einen hohen Zins zu zahlen, wird in dieser Argumentation als Indikator für ein Bündel vorhandener, dem Kreditgeber im Detail allerdings nicht bekannter Risiken begriffen. Während der gebotene Zins steigt, nimmt auch das Ausfallrisiko zu. In der Folge sinkt der erwartete risikobereinigte Ertrag aus dem Kreditgeschäft. Würde sich der Kreditgeber allein an der gebotenen Verzinsung orientieren, wäre er massiv mit dem Problem der adversen Selektion konfrontiert. Der Kreditgeber handelt demnach rational, wenn er bei der Kalkulation des erwarteten risikobereinigten Ertrages einen

grundsätzlichen Risikoabschlag berücksichtigt und sich nicht allein an dem gebotenen Zins orientiert. Aus der Sicht des Kreditnehmers ist das Kreditangebot demnach nur auf einem bestimmten Intervall zinselastisch. Dies wiederum wirkt wie eine Kreditrationierung.

### *Der Staat als Spieler auf dem Finanzmarkt*

Der Staat wirkt einerseits als Gestalter der Spielregeln für den Finanzmarkt. Er kann andererseits aber auch selbst als Spieler in Erscheinung treten. Denn staatliche Eingriffe in den Finanzmarkt stellen nicht nur einen Ansatzpunkt zur Regulierung, sondern auch zur Erweiterung des Handlungsspielraum für die wirtschaftspolitische Einflussnahme dar. Letztere werden unter den Begriff der "finanziellen Repression" gefasst. Ein Spezifikum derartiger staatlicher Aktivitäten ist es, dass sie eben nicht über die öffentlichen Haushalte abgewickelt werden; die Staatsquote wird von diesen Aktivitäten nicht berührt. Vielmehr kommt es zu indirekten und nicht gebuchten Einnahmesteigerungen bzw. Minderausgaben der öffentlichen Haushalte. Typische Symptome finanzieller Repression sind niedrige bzw. negative Realzinsen, die auf staatliche Eingriffe in den Finanzsektor zurückgehen, sowie schwankende, hohe Inflationsraten, welche die Möglichkeit zur Realisierung einer Inflationssteuer geben (McKinnon/Shaw 1973). Folgt man einer weiterreichenden Definition des Begriffes der finanziellen Repression, wie sie in neueren Arbeiten finanzieller Entwicklung vorgeschlagen werden (Schrooten 2000), so umfasst dieser Begriff auch Zentralbankkredite an die Regierung, die präferentielle Kreditvergabe an einzelne Branchen, Devisenregulierungen sowie den schwachen Schutz der Gläubigerrechte, die staatliche Tolerierung der Nichtzahlung und eine diskretionäre Steuerpolitik. Gerade im Hinblick auf die Transformationsökonomien, in denen sich ein fundamentaler Wandel des Staatsverständnisses vollziehen muss, ist es von herausragender Bedeutung, inwieweit der Staat durch Eingriffe in den Finanzmarkt weiterhin Einfluss auf die Ressourcenallokation nimmt.

In der Finanzmarkttheorie stehen die einzelnen Spieler bzw. Gruppen von Spielern im Vordergrund. So wird die Existenz und Verhaltensweise von Finanzintermediären eingehend untersucht. Der Staat tritt als ein durch eigene Interessen geleiteter Akteur auf dem Finanzmarkt auf. Grundsätzlich beschränkt sich also die Finanzmarkttheorie darauf, unter der Annahme exogen gegebener Institutionen die Verhaltensweisen der einzelnen Spieler auf dem Finanzmarkt zu betrachten. Hierbei wird durchaus auch institutionenökonomisch (z. B. im Rahmen der *principal agent*-Theorie) argumentiert.

### *Der Staat als Gestalter des Finanzsystems*

Bei der Analyse der Zusammenhänge zwischen Finanzmarkt, Finanzsystem und den allgemeinen institutionellen Rahmenbedingungen können die Spielregeln indes nicht länger als exogen und statisch gegeben angesehen werden. Der Staat ist in diesem Fall nicht nur Akteur auf dem Finanzmarkt. Seine vorrangige Aufgabe, zumindest in westlichen Ländern, besteht vielmehr darin, die "rules of the game" u. a. für den Finanzmarkt festzulegen. Ein staatlicher Regulierungsbedarf wird dabei in der Finanzmarkttheorie aus dem Vorhandensein asymmetrischer Informationsverteilung zwischen den Akteuren, aber auch aus der Zukunftsgerichtetheit der auf dem Finanzmarkt eingegangenen Zahlungsverpflichtungen und abgewickelten Transaktionen abgeleitet. (Stiglitz 1994).

Folgt man der Definition von Institution als Regel plus Sanktionsmechanismus, so kann das Finanzsystem als ein speziell für den Finanzmarkt geltendes Bündel von externen und internen Institutionen (Finanzinstitutionen) aufgefasst werden. Der Finanzmarkt ist sozusagen die Spielwiese für Akteure, während das Finanzsystem die Spielanweisung darstellt. Konkret werden auf dem Finanzmarkt von den Akteuren die Eigentumsrechte und die Konditionen der Fremdfinanzierung ausgehandelt. Das Finanzsystem definiert hierfür die speziellen Spielregeln für das Zustandekommen, Ausführen und Abwickeln von Transaktionen.

Die Finanzinstitutionen sind ein Subsystem des allgemeinen institutionellen Umfelds. North (1990, 66) weist darauf hin, dass der Finanzmarkt in einen komplizierten Rahmen von Beschränkungen eingebunden ist. Hierbei gibt es einen stufenförmigen Aufbau von den speziellen (u. a. den Finanzmarkt betreffenden) zu den allgemeinen Institutionen.<sup>7</sup> In westlichen Marktwirtschaften spielt dabei der Staat als Bereitsteller und Durchsetzer externer Institutionen eine herausragende Rolle. Dies kommt grundsätzlich auch dadurch zum Ausdruck, dass staatliche Instanzen als oberste Aufsichtsbehörden des Finanzmarkts fungieren.<sup>8</sup> In jüngerer Zeit wird – unter Effizienzgesichtspunkten – zwar diskutiert, inwieweit eine gewisse Dezentralisierung von bzw. eine Beteiligung privater Kreditinstitute an Aufsichtsfunktionen möglich und sinnvoll ist. Dabei wird jedoch mit dem Staat bzw. den staatlichen Aufsichtsorganen als

---

<sup>7</sup> North (1990, 66) listet auf: "The costs of capital, for example, was in part determined by an elaborate structure of financial intermediaries, whose interconnections among consumer credit and mortgage markets, stock markets, and bond markets were constrained by a complex structure of governmental constraints and regulatory agencies [...]. Moreover, behind the supply of and demand for capital are still other institutions and organizations such as title insurance and credit ration bureaus. Probing still more deeply into the institutional structure reveals political institutions that define formal constraints."

<sup>8</sup> Zu überlegen ist, wie die verschiedenen Kompetenzen auf die verschiedenen Aufsichtsbehörden verteilt werden sollen. In Deutschland wird derzeit beispielsweise überlegt, die Regulierung des Banken- und Versicherungswesens in einer Aufsichtsbehörde zusammenzufassen, um die Transparenz zu erhöhen.

Setzer externer Institutionen die "institutionelle Hierarchie" grundsätzlich nicht in Frage gestellt.<sup>9</sup>

### *Financial system diversity und Konvergenz*

Über die nationalen Formen der staatlichen Regulierung hinaus ist im Ländervergleich zu beobachten, dass die nationalen Finanzsysteme durchaus Unterschiede aufweisen. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass die Spieler (bzw. deren Bedeutung und Zielsetzungen) nicht auf allen nationalen Finanzmärkten identisch sind. So definiert der Staat – wie bereits erwähnt – seinen Handlungsspielraum für Eingriffe in die Finanztransaktionen bis zu einem gewissen Grad selbst; das Ausmaß kann national unterschiedlich sein. Ein weitere, damit in Zusammenhang stehende Ursache ist, dass die Zusammensetzung externer und interner Finanzinstitutionen variiert, was auf kulturelle Spezifika zurückführbar ist (aber bislang kaum untersucht wurde). Insgesamt lässt sich eine zumindest teilweise kulturell und historisch bedingte *financial system diversity* beobachten (z. B. Thakor 1996).

Auch aufgrund der Beobachtung einer *financial system diversity* wird in der Fachliteratur die Annahme einer institutionellen Hierarchie nicht in Frage gestellt. Vielmehr werden westliche Länder nach ihrer rechtsgeschichtlichen Tradition unterschieden, und damit in erster Linie entlang externer Institutionen. So gibt es einerseits Staaten mit englischer Rechtstraditionen (*common law*) und andererseits solche, die sich auf das römisch-germanische Recht (*civil law*) stützen. Während das *common law* im Wesentlichen ein auf Fallrecht (*case law*) beruhendes und ein sich über eine längere Zeit entwickelndes Gewohnheitsrecht meint, basiert das *civil law* auf in Gesetzen festschreibbaren und festgeschriebenen Rechtsgrundsätzen (*statute law*). Nach LaPorta, et al. (1998) gehören zu *common law*-Ländern neben England auch die USA; das skandinavische, deutsche und französische Rechtssystem können als spezielle Ausprägungen des *civil law* angesehen werden. Die Autoren vertreten die Ansicht, dass die jeweilige Rechtstradition maßgeblich (u. a. für den Schutz von Investoren) ist. Letztlich würde daher gelten: "[t]he legal family can therefore be treated as exogenous to a country's structure of corporate ownership and finance."<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Zu nennen ist hier u. a. die im Rahmen der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung geführte Diskussion über eine verstärkte Anwendung von *internal risk measurement models* durch die Banken. Die Anwendbarkeit der Verfahren und deren Überprüfung verbleiben dabei unter Kontrolle der Aufsichtsbehörden.

<sup>10</sup> In der Praxis ist zu beobachten, dass in *common-law*-Ländern meist ein börsenorientierten Finanzmarkt dominiert, der auf die Abwicklung von Transaktionen an Eigentumsrechten spezialisiert ist. So werden in den USA unternehmerische Aktivitäten vor allem durch handelbare Aktien, Bonds, Futures und Optionen finanziert (*market based-system*). In *civil-law*-Ländern, wie Deutschland aber auch in anderen zur Europäischen

Selbst innerhalb einer *legal family* gibt es erhebliche Unterschiede im Finanzsystem, z. B. hinsichtlich der Struktur, Aufgaben und Kompetenzen der verschiedenen nationalen Aufsichtsorgane. Die Aufsicht über den Bankensektor, Wertpapiermarkt und das Versicherungswesen kann in einer einzigen Aufsichtsbehörde gebündelt oder auf verschiedene Aufsichtsbehörden verteilt sein.<sup>11</sup> Weiterhin ist es möglich, die Bankenaufsicht unter dem Dach der Zentralbank zu organisieren oder einer unabhängigen Aufsichtsbehörde zu übertragen. So ist in der einen Hälfte der Länder Westeuropas die Zentralbank als oberste Aufsichtsinstanz zuständig, in der anderen Hälfte übernimmt diese Aufgabe eine unabhängige Aufsichtsbehörde.<sup>12</sup> Beide Lösungen haben dabei Vor- und Nachteile: Für die Zuständigkeit der Zentralbank spricht u. a., dass diese in erster Linie die finanzielle Stabilität ihres Landes im Auge hat und vor diesem Hintergrund auch die Lage im Bankensektor überwachen sollte. Dabei kann allerdings gleichzeitig ein *moral hazard* Problem entstehen, wenn die Zentralbank im Falle einer drohenden Finanzkrise Banken in einer prekären Finanzlage schützt. Letztlich kann hierdurch auch die Glaubwürdigkeit der Zentralbank in Frage gestellt sein. Demzufolge spricht umgekehrt für eine Funktionstrennung, dass Entscheidungen der Geld- und Währungspolitik nicht mit solchen der Bankenaufsicht vermischt werden. Hinzu kommt, dass eine unabhängige Behörde sich stärker auf ihre Aufsichtsfunktion spezialisieren und damit die komplexen Vorgänge im Bankensektor besser überwachen kann. Dies erhöht die Transparenz und trägt zur Stabilisierung von Erwartungen bei. Zwar war in der Vergangenheit zu beobachten, dass Länder mit Funktionstrennung häufiger Bankeninsolvenzen erlebten (European Parliament 1999, 27). Allerdings kann hieraus nicht abgeleitet werden, dass die Zentralbanklösung die bessere Alternative ist. Vielmehr spielen weitere Faktoren eine große Rolle, darunter die Wettbewerbssituation im Bankensektor sowie der Wille der nationalen Regierung, insolvente Banken zu schließen. Diese Faktoren dürften gerade in Transformationsländer von Bedeutung sein.

Die bestehenden Unterschiede zwischen den diversen *legal families*, aber auch innerhalb von ihnen stellen gerade die Länder der EU vor eine besondere Aufgabe. Nach der Schaffung eines Binnenmarktes für Güter und Dienstleistungen, geht es in der EU derzeit darum, die nationalen Finanzsysteme einander stärker anzugleichen und einen Finanzbinnenmarkt zu entwickeln. Dabei zeigt sich allerdings, dass die einzelnen Länder gewachsene Strukturen und Besonderheiten ihres Finanzsystems ungern zugunsten einer Vereinheitlichung aufgeben. Es besteht

---

Währungsunion zählenden Volkswirtschaften hat sich demgegenüber ein bankbasierter Finanzmarkt entwickelt, auf dem vor allem Kreditgeschäfte abgewickelt werden.

<sup>11</sup> Zu den Vor- und Nachteilen der beiden Ansätze vgl. European Parliament (1999, 30 ff.)

<sup>12</sup> Vgl. zu einem Überblick European Parliament (1999, 54 f.).

also nicht nur eine gewisse Zählebigkeit interner Finanzmarktregeln, sondern auch ein bewusstes Festhalten an den externen, nationalen Finanzinstitutionen. Daher ist davon auszugehen, dass der Prozess der Angleichung noch einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Dies bedeutet jedoch zugleich, dass Transformationsländer, insbesondere jene, die der EU beitreten wollen, derzeit einen nur schwachen Orientierungspunkt für die Entwicklung und Veränderung ihrer Finanzsysteme haben. Über die bereits heute festgelegten, meist groben Richtlinien hinaus besteht für sie also nicht die Möglichkeit eines umfangreichen Institutionenimport; dafür haben sie aber eventuell die Chance, künftig an der Entwicklung der Finanzbinnenmarkttrichtlinien mitwirken. Offen bleibt, ob hierdurch in ferner Zukunft eine Konvergenz der Finanzsysteme in Gesamteuropa zu beobachten sein wird.

#### **4. Institutionen und Finanzsysteme in Transformationsländern**

Die Annahme exogen gegebener institutioneller Rahmenbedingungen mag für westliche Länder zutreffend sein, in denen sich die jeweilige Rechtstradition über einen langen Zeitraum entwickelt hat, heutzutage gesellschaftlich verankert ist und daher einen relativ stabilen Bezugsrahmen bildet. Sie wird jedoch auch hier bereits dann in Frage gestellt, wenn es um die Überschreitung nationaler Grenzen und die Erschaffung von Wirtschaftsräumen geht. Noch weniger gilt sie in Bezug auf Transformationsländer.

In den mittel- und osteuropäischen Ländern sollte die formale Einführung des *civil law* und allgemein marktkonformer Institutionen zu Beginn der Transformation zunächst signalisieren, dass der Bruch mit der Vergangenheit und der möglichst rasche Übergang zu Demokratie und Marktwirtschaft gewollt waren. Dabei wurde dem Staat als Setzer und Durchsetzer externer Institutionen meist eine herausragende Rolle zugeschrieben. Der Staat befand sich indes in einer Legitimationskrise, so dass einer gesellschaftlichen Verankerung von neuem Recht sowie weiterer Institutionen "von oben" Grenzen gesetzt waren. Stabile institutionelle Rahmenbedingungen sind auch zehn Jahre nach Beginn der Transformation noch nicht in allen mittel- und osteuropäischen Ländern vorhanden.

Die Schwierigkeit in Transformationsländern besteht aber nicht nur darin, dass der Staat seine Aufgabe, allgemeine wie finanzmarktrelevante externe Spielregeln zu setzen und durchzusetzen, unzureichend erfüllt. Vielmehr versucht der Staat auf dem Finanzmarkt zu seinen Gunsten "mitzuspielen". Zugleich jedoch treten die übrigen Akteure (u. a. Banken) nicht nur in ihrer Funktion als Spieler auf dem Finanzmarkt auf, sondern nehmen auch aktiv Einfluss auf die Gestaltung externer Institutionen. Die einzelnen Akteure haben sich also noch nicht auf

eine Rollenverteilung von einerseits Spieler und andererseits Schiedsrichter beziehungsweise Setzer und Durchsetzer von Spielregeln geeinigt. Die für westliche Länder selbstverständliche institutionelle Hierarchie ist in Transformationsländern (noch) nicht gegeben.

Mit der Konfusion über die institutionelle Rollenverteilung geht einher, dass den auf dem Finanzmarkt tätigen Akteuren die Bedeutung wichtiger marktwirtschaftlicher Kategorien noch unklar ist. In der sozialistischen Planwirtschaft waren Geld, Banken und öffentliche Haushalte zwar nicht abgeschafft, aber ihrer traditionellen, marktwirtschaftlichen Funktionen enthoben. Geld hatte hier in erster Linie der Verrechnung gedient; Zahlung, Zahlungsverpflichtung, rückzahlbare Kredite, die strikte Trennung der Gläubiger- und Schuldnerposition waren in diesem System aufgehoben. Es gab ein Monobankensystem, in dem Rentabilitätskriterien keine Rolle spielten; vielmehr diente das Finanzsystem der Erfassung und Buchung realwirtschaftlicher Prozesse, die ihrerseits durch den aktuellen Plan festgelegt waren. Mit Beginn der Transformation musste folglich eine grundlegende Revision der Funktionen des Finanzsektors vollzogen werden. Hierzu wurde das Monobankensystem durch ein zweistufiges Bankensystem ersetzt. Indem die Tätigkeit der Zentralbank von jener der Geschäftsbanken getrennt wurde, sollten Voraussetzungen für den Übergang auf eine aktive Makropolitik geschaffen werden. Zugleich wurden *ad hoc* die Funktionen des vormals als sozialistisches Verrechnungsmittel dienenden Zloty, Rubel und Lei zwar formal um die Funktionen eines Zahlungs- und Tauschmittels erweitert. Allerdings bedeutete dies nicht, dass die Akteure tatsächlich dem heimischen Geld marktwirtschaftliche Funktionen beimaßen und Banken ihre Tätigkeit nach marktwirtschaftlichen Gesichtspunkten ausübten.

Zu Beginn der Transformation war der Finanzsektor mit Problemen konfrontiert, die sich aus der Kombination von Altem und Neuem ergaben. Die Problematik äußerte sich u. a. in hohen und volatilen Inflationsraten, die nicht nur auf den geerbten Geldüberhang, sondern auch auf die geerbten Kreditvergabemechanismen, welche die Kreditvergabe eben nicht an Effizienzkriterien banden, zurückzuführen waren. Auf der Makroebene kam dies einer akkommodierenden Geldpolitik gleich. Auf der mikroökonomischen Ebene resultierte aus dem Festhalten an der überkommenen Kreditvergabep Praxis, dass insbesondere die staatlichen Unternehmen weiterhin mit einer weichen Budgetrestriktion konfrontiert waren. In der Folge dieser nicht an Risiko- und Effizienzkriterien orientierten Kreditvergabep Praxis waren insbesondere in der ersten Transformationsphase die Bilanzen der Geschäftsbanken mit einem erheblichen Anteil an schlechten Krediten belastet. Vor diesem Hintergrund wurde in der Folgezeit vielfach eine staatlich finanzierte Bankenrekapitalisierung vorangetrieben; damit sollte das Problem der bestehenden schlechten Kredite in den Bankbilanzen beseitigt werden (*stock problem*). Die in

vielen Transformationsökonomien zeitgleich vorangetriebene Reform des Bankensektors zielte darauf, keine weiteren schlechten Kredite entstehen zu lassen (*flow problem*).

Vor diesem Hintergrund wurden bereits Anfang der 90er Jahre in den meisten Transformationsländern wichtige Bankgesetze formuliert, Insolvenzvorschriften entwickelt und entsprechende Aufsichtsbehörden geschaffen. Formal waren also externe Institutionen etabliert worden. Allerdings wurden in der Folgezeit die neuen Regelungen angesichts der nach wie vor bestehenden Probleme im Finanzsektor vielfach nur unzureichend umgesetzt oder teilweise sogar wieder außer Kraft gesetzt (z. B. das Insolvenzrecht). Diese erneuten Veränderungen, oder aber die Differenzen zwischen dem *de jure* und dem *de facto* bestehenden Recht deuten darauf hin, dass es nicht immer gelungen war, die formal implementierten externen Institutionen tatsächlich zu verankern.

Angesichts der weiterhin bestehenden Probleme im Bankensektor wurden gegen Ende der 90er Jahre nahezu in einer Welle zahlreiche Bankgesetze erlassen und bei einer Reorganisation der Aufsichtsbehörden eine Revision wichtiger Finanzmarktregelungen vorgenommen. Diese erneuten Revisionen erfolgten teilweise im Hinblick auf einen späteren Beitritt zur EU. Bislang ist allerdings offen, ob die formalen Neuerungen tatsächlich in der Praxis durchgesetzt werden, und ob sich – wie in westlichen Ländern – eine institutionelle Hierarchie herauskristallisieren kann und wird.

Im Folgenden werden die Entwicklungen im Finanzsektor im Ländervergleich dargestellt. Ausgewählt wurden Polen als relativ erfolgreiches Transformationsland und EU-Beitrittskandidat, des weiteren Rumänien als Transformationsökonomie mit erheblichen Schwierigkeiten, dem ein Beitritt zur Europäischen Union in der zweiten Erweiterungsrunde in Aussicht gestellt wurde, und schließlich Russland. Für diese Länder werden zunächst die Neuerungen im Finanzsystem vorgestellt und vor dem Hintergrund der institutionentheoretischen Grundlagen bewertet. Es geht u. a. darum, das jeweilige Finanzsystem im Hinblick auf eine institutionelle Hierarchie zu beleuchten. Dabei wird auch die Art der Zusammensetzung externer und interner Institutionen angesprochen bzw. von der Vielzahl denkbarer und auch beobachtbarer Fälle dieses Zusammenspiels die für das jeweilige Land auffällige Erscheinungsform vorgestellt. Im Anschluss daran wird die Funktions- und Leistungsfähigkeit des Finanzsystems anhand eines Indikatorensatzes untersucht, der den Monetisierungsgrad, die finanzielle Tiefe, die Kreditvergabepraxis des gesamten Bankensektors und die Zinsentwicklung fasst. Im Mittelpunkt stehen dabei Fragen wie: Haben sich die Geschäftsbanken tatsächlich nach Beginn der Transformation verstärkt der Finanzierung des aufstrebenden Privatsektors gewidmet, oder ist der Privatsektor von der Kreditrationierung betroffen? Wie hat sich die

Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den öffentlichen Sektor entwickelt; ist der Staat etwa vom größten Eigentümer an den Geschäftsbanken zum größten Schuldner der Banken geworden? Darüber hinaus wird die Leistungsfähigkeit des Finanzsektors anhand von Zinsdifferenzen zwischen der heimischen und der ausländischen Volkswirtschaft gemessen, die auch als Indikator für den Grad der Integration der mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften in die Weltfinanzmärkte gewertet werden können.

### Polen

In Polen, das früh die Transformation startete, waren bereits 1989 wichtige Gesetze zum Bankensektor erlassen worden, die in der Folgezeit zunächst geändert und ergänzt wurden. Mit dem Inkrafttreten des "Banking Act" und des "Act on the National Bank of Poland" zum 1.1.1998 wurde dann eine umfassende rechtliche Grundlage für den Finanzsektor geschaffen, die den Beitritt zur Europäischen Union berücksichtigt. Die Orientierung an europäischem Standard kommt dabei u. a. durch die Festlegung der Mindesteigenkapitalquote in Höhe von acht Prozent zum Ausdruck. In den neuen Gesetzen wird auch die Verfahrensweise der Insolvenz von Kreditinstituten sowie die staatliche Aufsicht des Bankensektors neu geregelt.

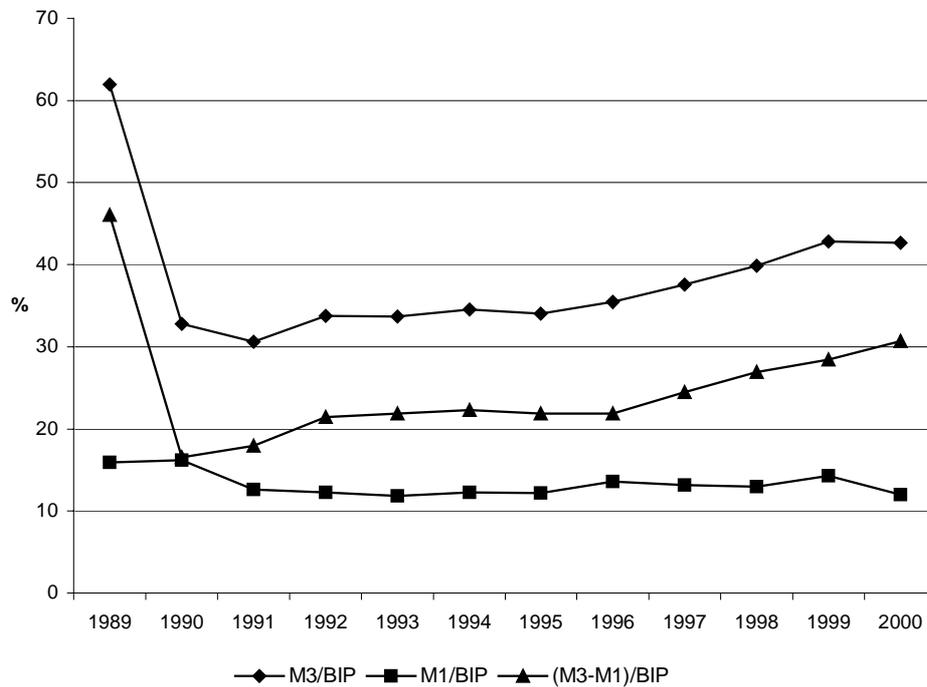
Mit der "Kommission für Bankenüberwachung" wurde 1998 eine unabhängige Aufsichtsbehörde geschaffen. Als Ausführungsorgan der Kommission fungiert die sogenannte "Generalinspektion für Bankenüberwachung", die gleichzeitig eine autonome Einheit der Nationalbank ist. Zu den Aufgaben der Inspektion gehören u. a., die Verfahrensweise zur Bankenüberwachung weiterzuentwickeln, die Tätigkeit der Geschäftsbanken zu evaluieren und zur Heranführung von polnischen Finanzmarktvorschriften an EU-Richtlinien beizutragen. Im Fortschrittsbericht der EU wird die Arbeit der Inspektion, trotz Kritik in jüngerer Zeit, als effizient und gut organisiert bewertet (EU 2000, 38). Dies begründet sich wahrscheinlich gerade auch in ihrer Zwitterstellung als Ausführungsorgan der Kommission für Bankenüberwachung und als autonome Einheit der Nationalbank. Als Ausführungsorgan gibt die Inspektion der Kommission wichtige Hinweise im Zusammenhang mit der Bankenaufsicht. Als autonome Einheit liefert sie der Nationalbank für deren geldpolitische Entscheidungen wichtige Informationen über die Bankentätigkeit. Insgesamt wird also von der Inspektion u. a. die Informationsbeschaffung gebündelt und damit Doppelarbeit vermieden, während gleichzeitig eine gewisse organisatorische und funktionale Trennung zwischen Geld- und Währungspolitik einerseits und Bankenaufsicht andererseits besteht.

Die Erfolge bei den Reformen des Bankensektors aufgrund von Liberalisierung und Privatisierung zeigen sich vordergründig an der zunehmenden Rolle ausländischer Kreditinstitute und der abnehmenden Bedeutung des Staates. So ist der Anteil ausländischer Institute an der Gesamtzahl der Banken zwischen 1993 und 1999 von 11,5 % auf über 50 % gestiegen (EBRD 2000, 196); auch der ausländische Anteil an den Bankaktiva erreicht über 50 %. Im gleichen Zeitraum ist der Anteil des Staates an den Aktiva von 86 % auf etwa ein Viertel gesunken. Damit übt der Staat als Anteilseigner einen deutlich geringeren direkten Einfluss auf die Kreditorganisationen als zu Beginn der Transformation aus. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass der Staat sich im Transformationsverlauf auf seine Rolle als Gestalter von Spielregeln zurückzieht.

In Transformationsökonomien kann jedoch der Fall eintreten, dass der Staat nicht nur als Gestalter von Spielregeln, sondern auch als Spieler auftritt. Der Finanzsektor bietet dabei einen herausragenden Ansatzpunkt, durch Regulierung, aber auch sonstige Eingriffe auf die Allokation der Ressourcen Einfluss zu nehmen. In Polen wurde gerade zu Beginn der Transformation die Geldmengenentwicklung maßgeblich durch die "angeordnete" Kreditvergabe an ausgewählte Unternehmen, Branchen, aber auch an den Staatssektor selbst, bestimmt. Im Folgenden wird dies beispielhaft vor allem anhand der Kreditvergabe und der Zinsbildung diskutiert.

Abbildung 1:

## Polen: Geldmengenentwicklung



Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Seit dem Beginn der Transformation verharret der Monetisierungsgrad (M1/Bruttoinlandsprodukt) etwa auf dem gleichen niedrigen Niveau; er befindet sich auch zehn Jahre nach dem Beginn der Transformation noch unter der 15-Prozentmarke. Dabei zeigt sich der Monetisierungsgrad sowohl gegenüber den geldpolitischen Kurswechseln als auch gegenüber der gesamtwirtschaftlichen Erholung, die bereits 1992 eingesetzt hat, resistent. Die Monetisierung einer Volkswirtschaft stellt in technischer Hinsicht die Basis für die Finanzintermediation dar. Während die Entwicklung der Geldmenge M1 relativ stark von der Zentralbank beeinflussbar ist, wird die Entwicklung der Geldmenge M3 auch von der Leistungsfähigkeit der Geschäftsbanken bestimmt. Tatsächlich ist die finanzielle Tiefe (M3/Bruttoinlandsprodukt) in Polen zu Transformationsbeginn hoch gewesen, dann aber mit Transformationsbeginn rasch gesunken (Abbildung 1). Zugleich spiegelte sich der schrittweise Übergang auf eine aktive Finanzintermediation in der abnehmenden Bedeutung der Zentralbankkredite an dem gesamten Kreditvolumen (Abbildung 2). Dieses Muster ist auch in an-

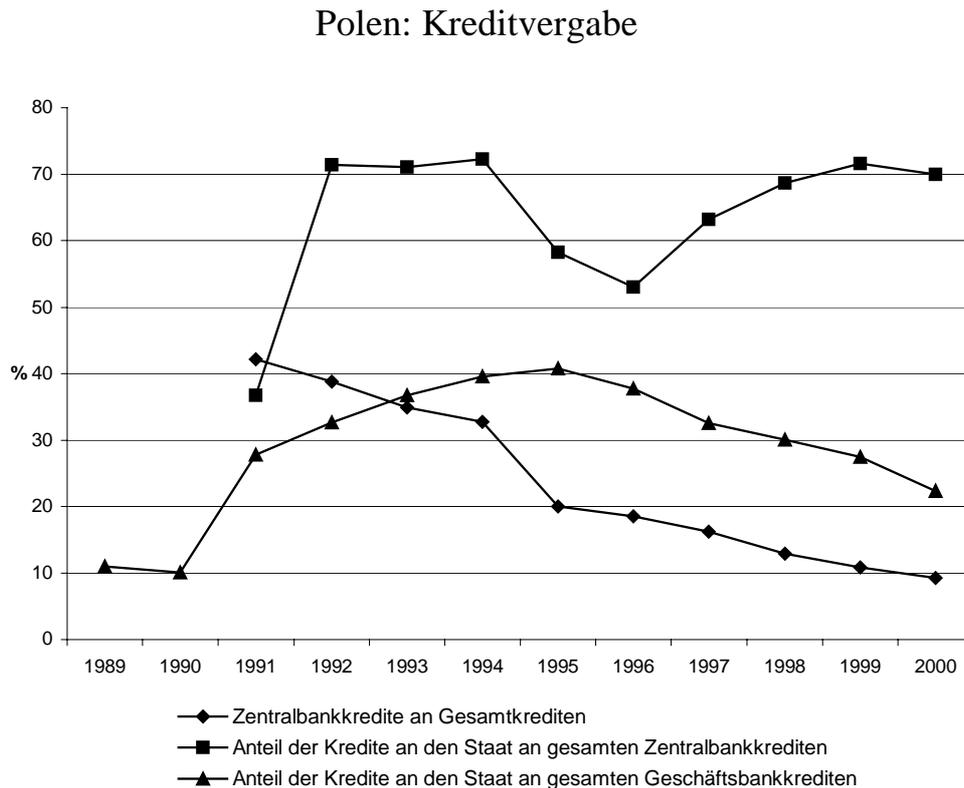
deren Transformationsökonomien anzutreffen; es ist typisch für den Übergang von einer Plan- auf eine Geldwirtschaft.<sup>13</sup>

Machten die Zentralbankkredite zu Beginn der Transformation noch mehr als 40 % des gesamten Kreditvolumens aus, so sank ihr Anteil im Zeitverlauf kontinuierlich. Dabei ist der Anteil der Kredite an den Staat an den gesamten Zentralbankkrediten in den folgenden Jahren wieder gestiegen; jedoch handelt es sich dabei – anders als in der Vergangenheit – um Bilanzpositionen, die sich vor allem aus Offenmarktoperationen der Zentralbank ergeben. Mit den Aufkäufen von Staatspapieren führt die Zentralbank auch dem Geschäftsbankensektor Liquidität zu. Der Geschäftsbankensektor selbst hält im Vergleich zur Zentralbank ein Mehrfaches an Staatspapieren. Dennoch hat der Anteil der Regierungskredite an den gesamten Geschäftsbankkrediten nach der Bankenreform 1993/94 deutlich abgenommen (Abbildung 2); parallel dazu sind die Geschäftsbankkredite an den Privatsektor nach der Bankenreform gestiegen. Im Rahmen dieser Reform war den Geschäftsbanken eine Lösung des *stock*-Problems an "schlechten" Krediten zugesagt worden. Die Entschlossenheit der Regierung, diese Rekapitalisierung zu einem einmaligen Akt zu machen, wurde dadurch unterstrichen, dass die Bankenreform mit der Privatisierung des Geschäftsbankensektors verbunden wurde.

---

<sup>13</sup> Denn während des Sozialismus und in der ersten Transformationsphase operierten die staatlichen Wirtschaftseinheiten, Unternehmen und öffentliche Haushalte, unter einer sogenannten "weichen Budgetrestriktion". D. h., ihnen wurden vom staatlichen Bankensektor die Mittel bereit gestellt, die zur Verrechnung und Durchführung der in der Regel ebenfalls staatlich induzierten Transaktionen "notwendig" waren. Faktisch setzte das Festhalten an dieser Kreditvergabepraxis in nahezu allen Transformationsökonomien eine Inflations-Kreditschöpfungsspirale in Gang, die die finanzielle Tiefe (M3/BIP) der Volkswirtschaften auf einem niedrigen Niveau fest schrieb. Denn anders als im Sozialismus, in dem die Preise staatlich festgesetzt wurden, zog die durch die Kreditschöpfung generierte Expansion der nominalen Geldmenge jetzt Preissteigerungen nach sich. In der Folge nahm nicht nur die nominale Geldmenge, sondern auch das Bruttoinlandsprodukt nominal deutlich zu.

Abbildung 2:

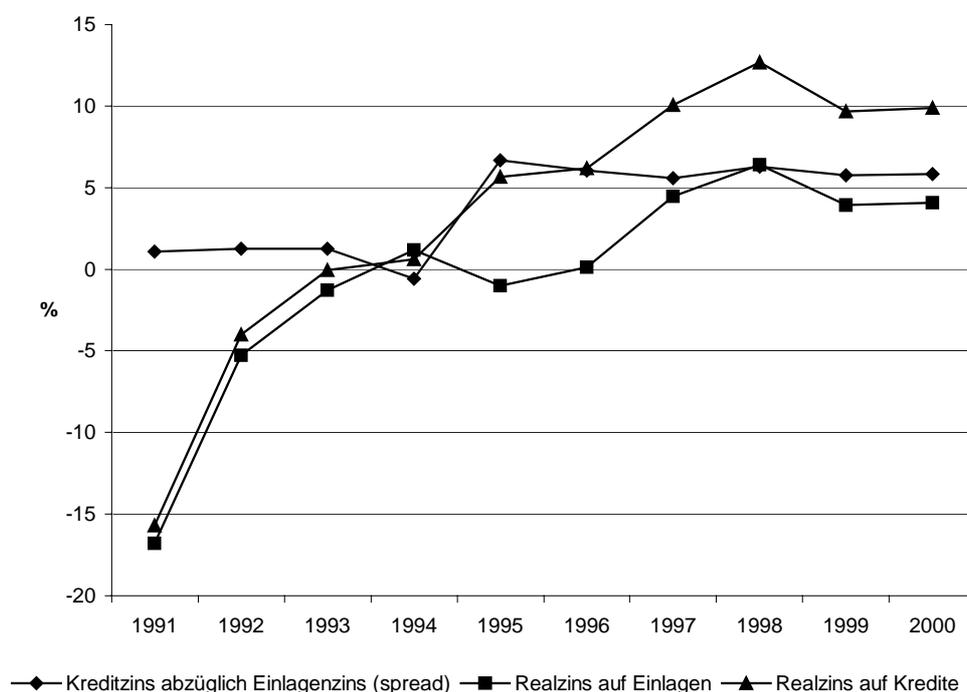


Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Insgesamt zeigt sich in Polen eine im Zeitverlauf moderate, aber stabile Entwicklung des Finanzsektors; Entwicklungssprünge kamen durch die Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen zustande. Dabei deutet einiges darauf hin, dass es dem polnischen Finanzsektor schrittweise gelungen ist, eine aktivere Rolle bei der Finanzintermediation zu übernehmen. Stetig nahm die Bedeutung der Intermediäre in Bezug auf die Entwicklung der Geldmenge M3 zu. In Polen wurden die mit der Ausweitung der Kreditvergabe verbundenen Finanzmarktrisiken nicht übersehen; der polnische Bankensektor kann gerade im Vergleich mit anderen Transformationsökonomien als relativ stabil gelten. Der Erfolg dieser gradualistischen Strategie wird unter anderem darin reflektiert, dass Polen im Gegensatz zu vielen anderen Transformationsökonomien nach der Rekapitalisierung der Banken 1993/94 nicht noch einmal mit Krisenerscheinungen im Finanzsektor konfrontiert war. Allerdings belief sich die Bilanzsumme des polnischen Bankensektors 1999 immer noch auf nur etwa 62 % des Bruttoinlandsprodukts, während der Vergleichswert im Durchschnitt der Europäischen Union bei 210 % lag

Abbildung 3:

## Polen: Zinssätze



Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Die Realzinsen für Kredite lagen im Jahr 2000 in der Größenordnung von 10 % und damit weit über der Verzinsung auf dem europäischen Finanzmarkt, wo in etwa 4 % zu veranschlagen waren (IFS 2000). Die "Polen-Prämie", die eine landesspezifische Risikoprämie ist, ist demnach noch immer beachtlich (Abbildung 3). Darin spiegelt sich der "institutionelle Entwicklungsabstand" zu westlichen Marktwirtschaften.

### Rumänien

In Rumänien wurden die Bankgesetze aus dem Jahr 1991 im Frühjahr 1998 durch den "National Bank of Romania Act", den "Banking Act" und den "Bank Insolvency Act" ersetzt. Die neuen Gesetze berücksichtigen - wie in Polen - teilweise EU-Recht.

Mit der Neufassung der Bankgesetze wurde die Unabhängigkeit und Autorität der rumänischen Nationalbank formell erhöht. Dies gilt auch in ihrer Funktion als oberste Aufsichtsbehörde. Die Nationalbank hat in den vergangenen Jahren tatsächlich versucht, die Kontrolle über den Bankensektor zu verstärken und effizienter zu gestalten. Es ist ihr aber offenbar nicht

gelingen, die bestehenden Probleme im Bankensektor zu lösen.<sup>14</sup> Einerseits ist dies ein Hinweis darauf, dass die auf dem Papier bestehenden Regelungen auch weiterhin nur unzureichend in die Praxis umgesetzt werden. Andererseits resultiert aus der Doppelrolle der Nationalbank als Währungshüterin und Aufsichtsbehörde ein spezielles Problem: Wenn sich die Schwierigkeiten im Finanzsektor über einen längeren Zeitraum hinziehen und mehrere Lösungsansätze fehlschlagen, so wird die Autorität der Zentralbank nicht nur in ihrer Funktion als oberste Aufsichtsbehörde und damit als Setzerin und Durchsetzerin von Regeln (also externen Finanzinstitutionen) angezweifelt. Vielmehr wird, wie die rumänische Nationalbank (2000, 82) selbst konstatiert, ihre Glaubwürdigkeit grundsätzlich in Frage gestellt.

Die rumänische Nationalbank hat im Rahmen ihrer Kontrolltätigkeit Unzulänglichkeiten beim internen Risikomanagement der Geschäftsbanken festgestellt. Insbesondere bestehen Schwierigkeiten bei der Selektion von Kreditnehmern. Dieses Problem ist neben den internen Managementproblemen auch - wie im theoretischen Teil dargestellt - auf Informationsdefizite der Banken gegenüber ihren Kunden, aber auch auf staatliche Eingriffen in die Kreditvergabe zurückzuführen. Um zukünftig Informationsdefizite zu verringern und den Banken eine Kreditvergabe nach Bonitätskriterien zu ermöglichen, wurde von der Nationalbank ein "Büro für Kreditinformation" gegründet und u. a. ein Register überfälliger Kredite eingerichtet (National Bank of Romania, 1999). Die privaten Geschäftsbanken sind verpflichtet, diesem Büro Auskunft über die Bonität ihrer Schuldner zu geben. Diese Verpflichtung sowie die Errichtung des Büros durch eine staatliche Instanz deuten darauf hin, dass in Rumänien die Anreize zur (privaten) Selbstorganisation von Kreditinstituten noch schwach sind. Die rumänischen Banken sind offenbar mit einem Problem von *collective action* konfrontiert, das die Schaffung interner Institutionen verhindert. Im Unterschied hierzu sind in westlichen Ländern private Ratingagenturen und Kreditschutzorganisationen verbreitet. Diese fungieren als Informations-, aber auch Sanktionsinstanz im Rahmen einer internen Institution des Typs 4 und stellen eine Ergänzung zu den bestehenden externen Finanzinstitutionen dar.

Wie in Polen, so ist auch in Rumänien die Liberalisierung und Privatisierung des Bankensektors mit einer wachsenden Bedeutung ausländischer Kreditinstitute einhergegangen. Zu einer Zunahme kam es insbesondere im Jahresverlauf 1999. Am Jahresende waren mehr als die

---

<sup>14</sup> Nach Angaben der rumänischen Nationalbank (National Bank of Romania 2000, 77) beliefen sich die als "doubtful" und "loss" klassifizierten Kredite Anfang 1999 auf über 58 % an den Gesamtkrediten des Bankensektors, die als "doubtful" und "overdue" klassifizierten Forderungen erreichten über 250 %. Die Probleme des Bankensektors wurden vor allem durch einige Großbanken verursacht. Nachdem es bereits in der Vergangenheit halbherzige und letztlich erfolglose Versuche gegeben hatte, die Probleme des Bankensektors in den Griff zu bekommen, wurde 1999 zur Lösung des Altschuldenproblems die "Bank Asset Recovery Agen-

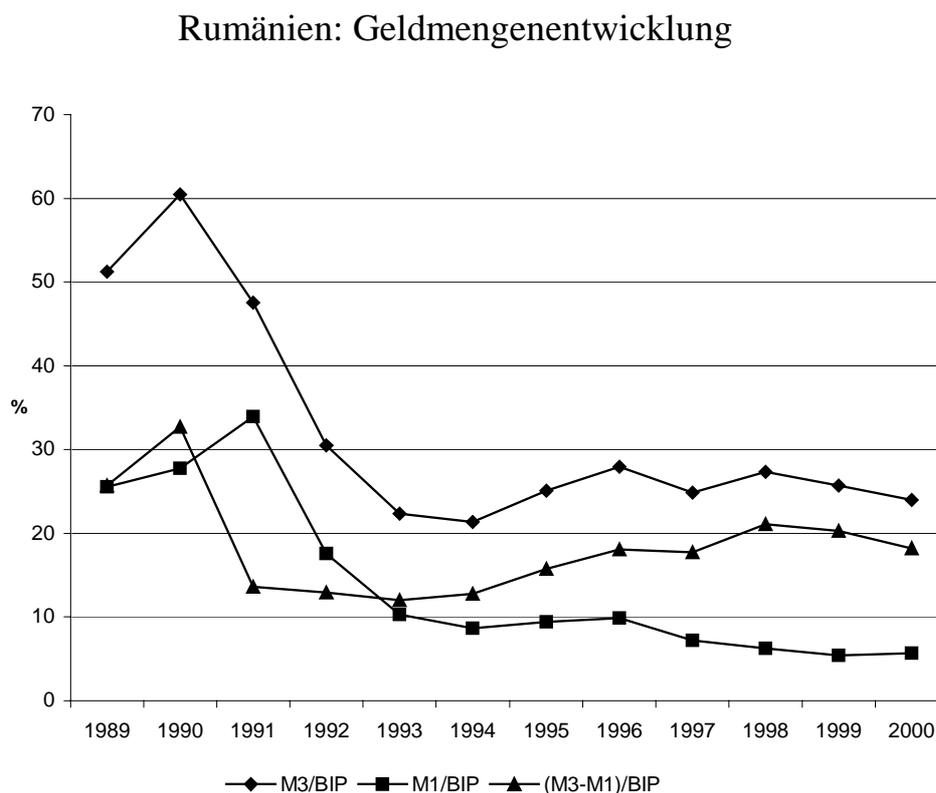
Hälfte der Geschäftsbanken (mehrheitlich) in Besitz von Ausländern. Der ausländische Anteil an den Nettoaktiva belief sich auf fast 44 % (National Bank of Romania 2000, 88). Offenbar haben also ausländische Investoren durchaus Vertrauen in die für sie relevanten institutionellen Rahmenbedingungen entwickelt. Dies obwohl der rumänische Staat während des Transformationsverlaufs immer wieder in die Geschäftstätigkeit von Banken eingegriffen hat.

Folglich ist die Entwicklung des rumänischen Finanzsektors stark vom wirtschaftspolitischen Zickzackkurs der letzten Jahre geprägt. Dabei wechselten sich Phasen einer teilweisen Liberalisierung des Finanzsektors mit solchen ab, in denen das Finanzsystem in erster Linie zur Finanzierung staatlicher Ansprüche genutzt wurde. Diese Kurswechsel schlugen sich nicht nur in Eingriffen des Staates in die Kreditvergabe, sondern auch in hohen Inflationsraten nieder, die ihrerseits dazu beitrugen, das Vertrauen in den Finanzsektor in Bezug auf seine Vermögensverwaltungs- und aufbewahrungsfunktion zu erschüttern. Vor diesem Hintergrund ist verständlich, dass in Rumänien der Monetisierungsgrad (M1/BIP) nicht nur im internationalen Vergleich gering ist und war, sondern im Transformationsverlauf sogar noch weiter sank (Abbildung 4).

---

cy" gegründet. In der Folgezeit wurden Schuldenregulierungen angegangen und Insolvenzverfahren eröffnet, aber nur langsam durchgeführt. Die Situation im Bankensektor blieb insgesamt instabil.

Abbildung 4:

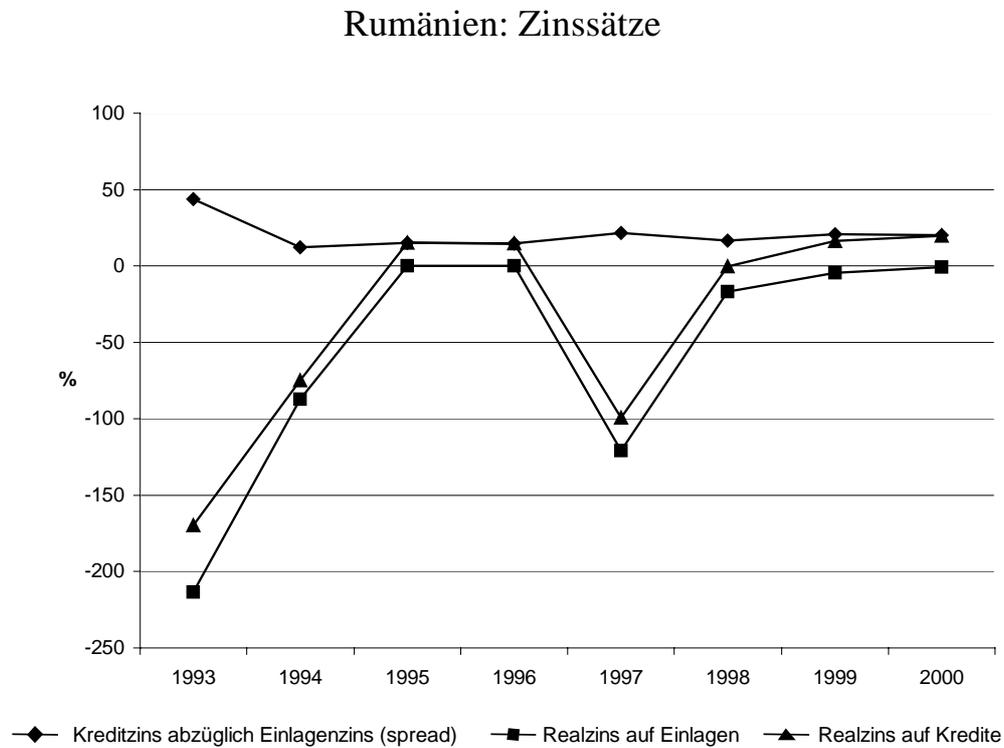


Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Die finanzielle Tiefe (M3/BIP) blieb stabil; der "Geldmengenmultiplikator" stieg offensichtlich im Zeitverlauf an. Was sind die Hintergründe für eine solche Entwicklung in einer Volkswirtschaft mit instabilen monetären Rahmenbedingungen? Ein wesentlicher Faktor waren die anhaltenden staatlichen Eingriffe in den Finanzsektor. So wurden (staatlichen) Unternehmen aufgrund von staatlichen Anordnungen durch den Bankensektor präferentielle Kredite gewährt. Bis 1996 prägten staatlich angewiesene präferentielle oder abgesicherte Kredite das Portfolio der Geschäftsbanken. Zwangsläufig erfolgte eine solche "Kreditvergabe" weder nach Effizienz- noch nach Risikokriterien. Der wirtschaftspolitische Zickzackkurs spiegelt sich auch in der Zinsentwicklung wider: Zunächst blieb die reale Verzinsung der Kredite über einen längeren Zeitraum im negativen Bereich. Mit dem stabilisierungspolitischen Kurswechsel der Jahre 1994/95 wurden auf Kredite positive Realzinsen erhoben (Abbildung 5). Bereits 1996 sanken die Kreditzinsen jedoch wieder in den real negativen Bereich. Erst mit den neuerlichen Stabilisierungsversuchen der folgenden Jahre verstärkten sich die Lasten für Kreditnehmer; die reale Einlagenverzinsung verharrte jedoch über den gesamten Zeitraum der Transformation auf einem niedrigen Niveau. Alles in allem legte diese Praxis den Grundstein für die späteren tiefgreifenden Krisen des rumänischen Finanzsektors. Tatsächlich machten

die überfälligen Kredite Ende 1998 etwa 32 % aller ausstehenden Kredite aus (ohne Kredite an den Staat).

Abbildung 5:

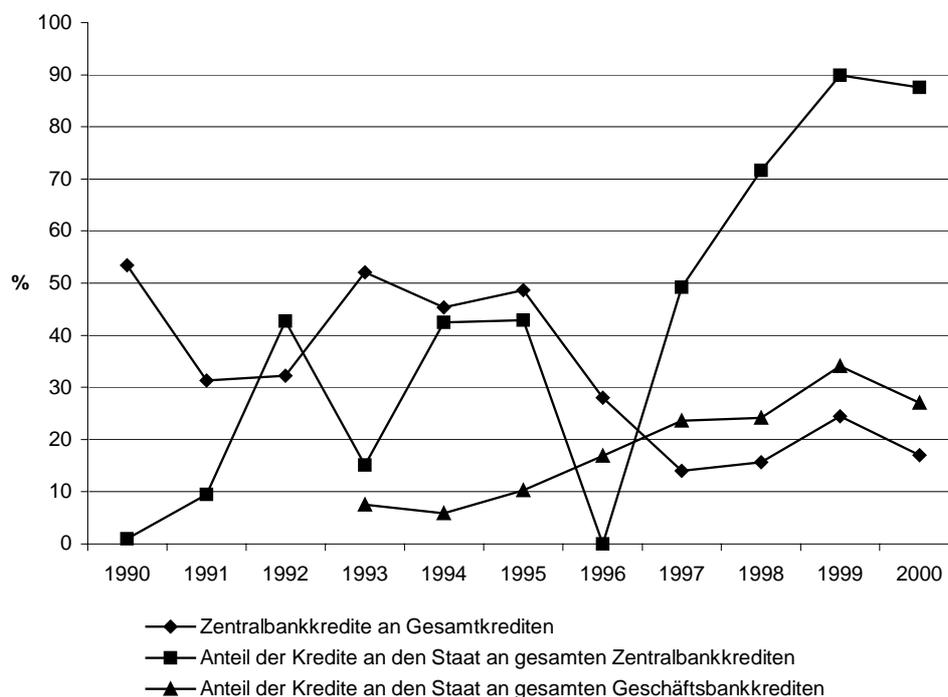


Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Um die staatlich gelenkte Kreditvergabepraxis über einen längeren Zeitraum aufrecht zu erhalten, musste die Zentralbank den Geschäftsbanken Liquidität zur Verfügung stellen. Im wesentlichen wurde mit dieser Praxis an der alten Verrechnungsfunktion des Bankensektors und an der weichen Budgetrestriktion für den Staatssektor festgehalten. Die Zentralbank stellte wie früher den Geschäftsbanken Kredite zur Verfügung, die diese an den Unternehmenssektor oder Staat weitergaben. Dabei wurde der Bankensektor zur Abwicklung quasi-fiskalischer Aktivitäten genutzt. Insgesamt war der Staat in der ersten Transformationsphase der größte Kreditnehmer (Abbildung 6).

Abbildung 6:

## Rumänien: Kreditvergabe



Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Der Übergang auf eine stärkere monetäre Stabilisierung erforderte die Durchsetzung einer härteren Budgetrestriktion – gerade für den Staatssektor. Mit dem wirtschaftspolitischen Kurswechsel etwa Ende 1997 wurde zwar auch die präferentielle bzw. staatlich induzierte Kreditvergabe zurückgefahren. Dessen ungeachtet nahm jedoch der Anteil der an den Staat ausgereichten Kredite zu. Ein entscheidender Faktor für diese Entwicklung ist, dass der rumänische Staat 1998 den Zugang zum internationalen Finanzmarkt verloren hat.

Bereits auf den ersten Blick lässt sich erkennen, dass die rumänische Zentralbank seit 1996 vor allem der Finanzierung staatlicher Ansprüche erst nachgeordnet der Refinanzierung von Geschäftsbanken dient. Der Anteil der Kredite an den Staat an den gesamten Zentralbankkrediten lag 1999 bei über 90% (Abbildung 6). Immer noch sind Staat und Finanzsektor auf das Engste miteinander verwoben. Der Anteil der staatlichen Kredite am Gesamtportfolio der Banken ist dabei nur ein Indikator. Hier spielen auch die verschleppte Privatisierung und die grundsätzliche staatliche Bereitschaft zu einem *bail out* im Falle einer Bankenkrise eine Rolle. Alles in allem ist es während der Transformation nicht zu einem klaren Rückzug des Staates aus dem Finanzsektor gekommen. Hierin liegt ein wichtiger Unterschied zwischen dem rumänischen und polnischen Transformationsverlauf.

## Russland

Als wichtigste rechtliche Grundlagen für den Bankensektor wurden in Russland 1990 das Gesetz zur Zentralbank und das Gesetz "Über die Banken und Bankentätigkeit" erlassen; das Bankengesetz wurde 1996 novelliert. Die Zentralbank ist laut Gesetz formal unabhängig. Sie fungiert als oberste Aufsichtsbehörde. Infolge der Finanzkrise 1998 wurden dann weitere gesetzliche Neuerungen vorgenommen, um die offensichtlich prekäre Lage im Bankensektor in den Griff zu bekommen. Noch im selben Jahr wurde eine Agentur zur Bankenrestrukturierung (ARKO) gegründet; 1999 traten ein Gesetz zur Insolvenz von Kreditinstituten und neue, speziell für den Finanzmarkt geltende, wettbewerbsrechtliche Regelungen in Kraft. Bei diesen Gesetzen handelt es sich vor allem um Ergänzungen bestehenden Rechts. Der im Jahr 2000 beschlossene Modernisierungsplan sieht in den nächsten Jahren weitere Verbesserungen der Bankenaufsicht, der Einlagensicherung sowie der Regelungen zum Konkurs von Kreditorganisationen vor. Im Unterschied zu Polen und Rumänien wurde in den letzten Jahren die russische Finanzmarktverfassung also nicht grundsätzlich überarbeitet. Dies zeigt sich auch daran, dass selbst in jüngerer Zeit eine Vielzahl weiterer Einzelverordnungen erlassen wurden.

Auch auf der Grundlage der ergänzenden rechtlichen Regelungen wurden die Probleme im Bankensektor seit 1998 nur zögerlich angegangen. So ist die Restrukturierung der Banken nicht wesentlich vorangekommen. Die Zahl der Insolvenzen von Banken ist nicht stark gestiegen (The Central Bank of the Russian Federation 2001, 65 f.). Dies dürfte u. a. daran liegen, dass die gesetzlichen Möglichkeiten zur Abwendung von Konkursen (Sanierung, temporäre Verwaltung, Reorganisation) einen hohen Stellenwert haben (DIW/IWH/IfW 1999, 359). Fraglich ist schließlich, ob das spezielle Wettbewerbsgesetz die Konkurrenz unter Banken erhöhen wird. So steht eine Konkretisierung der neuen wettbewerbsrechtlichen Regelungen noch immer aus. Hinzu kommt, dass der Zugang für ausländische Banken beschränkt ist. Nur 1,5 % der in Russland tätigen Kreditinstitute befand sich Ende 2000 mehrheitlich in ausländischer Hand.

Die nach wie vor bestehenden Probleme im Bankensektor spiegeln die nur unzureichende Aufgabenerfüllung der Zentralbank in ihrer Funktion als oberste Aufsichtsbehörde wider. Eine besondere Schwierigkeit ergibt sich dabei aus dem föderalen Aufbau Russlands, d. h. aus der Zusammenarbeit zwischen der Zentralbank und deren regionalen Geschäftstellen. Diese kommen ihrer Aufsichtstätigkeit noch nicht ausreichend nach. Sie haben sogar Geschäftsbanken in einer prekären Finanzlage erlaubt, weitere Zweigstellen zu eröffnen (The Central Bank of Russia 2000, 7). Darüber hinaus verstoßen Kreditinstitute häufig gegen bestehende gesetzliche Regelungen. Sanktionen werden, wenn überhaupt, nur mit zeitlicher Verzögerung ver-

hängt; die Strafhöhe ist gering. Ein weiterer wichtiger Grund, weshalb die Zentralbank ihre Aufgaben nicht angemessen wahrnehmen kann, besteht darin, dass ihre Autorität durch die Regierung immer wieder beschnitten wird. In Russland ist – im Unterschied zu Polen und selbst zu Rumänien – die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Praxis nicht vollständig gewährleistet.

Informationen über die Eigentumsstruktur russischer Geschäftsbanken sind rar. Ende 1998 belief sich der staatliche Anteil an den Bankaktiva auf rd. 42 % (EBRD 2000, 204). Da von umfangreichen Privatisierungen nichts bekannt ist und ausländische Kreditinstitute mit 11 % am Kapital eine geringe Rolle spielen, dürften etwa 47 % der Aktiva auf den inländischen Privatsektor entfallen. Allerdings sagt der relativ hohe Anteil wenig über das Geschäftsgebaren und die eigentliche Tätigkeit der privaten Banken aus. In diesem Zusammenhang ist auf die so genannten Finanz-Industriellen Gruppen (FIG) hinzuweisen, die eine besondere Form der Verflechtung von Geschäftsbanken und Unternehmen darstellen. FIG sind nicht lediglich Spieler auf dem Finanzmarkt. Sie versuchen vielmehr Spielregeln zu setzen und können daher als Organisationen im Rahmen des Typs 4 interner Institutionen aufgefasst werden. In ihrer institutionenschaffenden Funktion beschränken sich FIG nicht darauf, jene Lücken, welche die Finanzverfassung hinterlassen hat, zu schließen. Sie versuchen vielmehr, die Finanzinstitutionen einseitig zu ihren Gunsten zu gestalten. In Russland treten damit mehrere Akteure (Staat, FIG) als Gestalter eigentlich externer Institutionen auf. Eine institutionelle Hierarchie ist (noch) nicht vorhanden.

Dies hat bis in das neue Jahrtausend hinein weitreichende Konsequenzen für den Übergang auf eine Geldwirtschaft. Die Russische Föderation war nach Transformationsbeginn – wie auch die anderen Volkswirtschaften – Mittel-Osteuropas mit erheblichen Problemen im monetären Sektor belastet, die zunächst als ein "Erbe der Vergangenheit" begriffen wurden.<sup>15</sup> Geld war im Sozialismus in erster Linie als Verrechnungseinheit benutzt worden. "Spielregeln", die Geld zu einem funktionsfähigen Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel machen, sollten im Zuge der Transformation etabliert werden. Angesichts der Persistenz von Spielregeln wurde aber zunächst weiter an der Verrechnungsfunktion des Geldes festgehalten. Dies wurde auch durch die enge eigentumsrechtliche Verflechtung zwischen Banken, Unternehmen

---

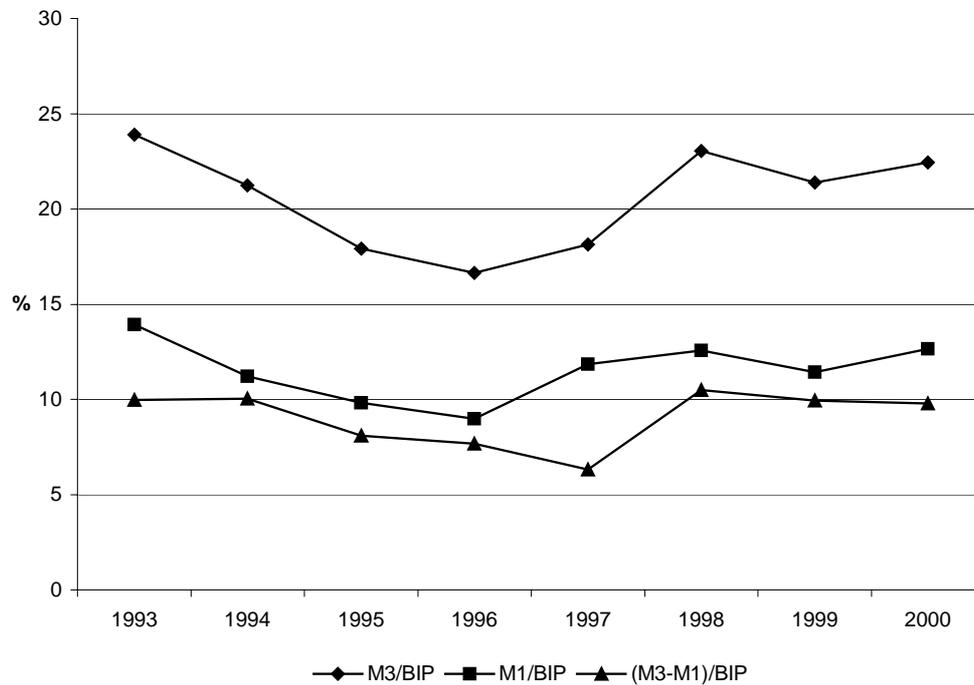
<sup>15</sup> In der Russischen Föderation ist der endgültige Übergang zur Transformation auf den Jahresbeginn 1992 zu datieren; die zum 1. Januar 1992 durchgesetzte, schockartige Preisliberalisierung markierte eine neue Qualität des Rückzugs des Staates aus dem Wirtschaftsprozess. Zuvor war mit der Gründung der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS), die im Dezember 1991 in Alma Ata stattgefunden hatte, die definitive Auflösung der Sowjetunion eingeleitet worden. Die in der GUS verbundenen Staaten blieben zunächst Mitglieder der Rubelzone; die russische Zentralbank, die die Rechtsnachfolgerin der Gosbank war, wurde damit auch zur Zentralbank der anderen GUS-Republiken.

und Staat unterstützt. Insbesondere während der ersten Transformationsjahre war Geld nicht knapp, sondern wurde den Unternehmen, aber auch dem Staatshaushalt vom Bankensektor zur Verfügung gestellt. Anders als im Sozialismus wurde allerdings jetzt durch das Festhalten an der "weichen Budgetrestriktion" für staatliche oder staatsnahe Wirtschaftseinheiten eine Inflationsspirale in Gang gesetzt. In den ersten Transformationsjahren bestand immer wieder die Gefahr des Übergangs auf eine Hyperinflation. Zwar konnte wie in Polen, Rumänien und anderen Transformationsökonomien der aus der reformsozialistischen Vergangenheit geerbte Geldüberhang für die Anfangsinflation verantwortlich gemacht werden. Die besondere Dauerhaftigkeit des Problems jedoch wies auf bestehende strukturelle Schwierigkeiten beim Übergang auf eine an Stabilitätskriterien ausgerichtete Makropolitik hin. Tatsächlich spricht im Falle der Russischen Föderation vieles dafür, dass insbesondere in der ersten Transformationsphase die Inflationsentwicklung in einem engen Zusammenhang mit der Geldmengenentwicklung stand. Insbesondere fanden die Zuwachsraten der Geldmenge nur leicht zeitverzögert ihre weitgehende Entsprechung in den Inflationsraten. Diese Tatsache weist auf die Kurzfristigkeit abgeschlossener Verträge und den geringen Entwicklungsstand des Finanzsektors hin (Schrooten 2000).

Eine Folge der unkontrollierten nominalen Geldmengenentwicklung und monetären Destabilisierung war der Rückgang des Monetisierungsgrades ( $M1/BIP$ ) (Abbildung 7). Zwar gewann die Monetisierung der Volkswirtschaft nach dem Übergang auf eine entschlossene Inflationsbekämpfung (1995) an Bedeutung; die Finanzkrise des Jahres 1998 führte allerdings zu einem erneuten Einbruch. Die Entwicklung der "finanziellen Tiefe" ( $M3/BIP$ ) verlief weitgehend parallel. Der Intermediationsindikator ( $M3-M1/BIP$ ) hatte 1997 seinen Tiefpunkt erreicht; die Geldmengenentwicklung wurde zu diesem Zeitpunkt nahezu ausschließlich von der Bereitstellung von Zentralbankgeld bestimmt. Nur kurzfristig stieg unmittelbar vor dem Ausbruch der Finanzkrise 1998 die Bedeutung des Bankensektors bei der Geldschöpfung an. Allerdings brach die Intermediationsleistung des Bankensektors, wie der Intermediationsindikator ( $M3-M1/BIP$ ) zeigt, nach der Finanzkrise nicht nennenswert ein; sie verharrte vielmehr weiterhin auf niedrigem Niveau.

Abbildung 7:

## Russland: Geldmengenentwicklung

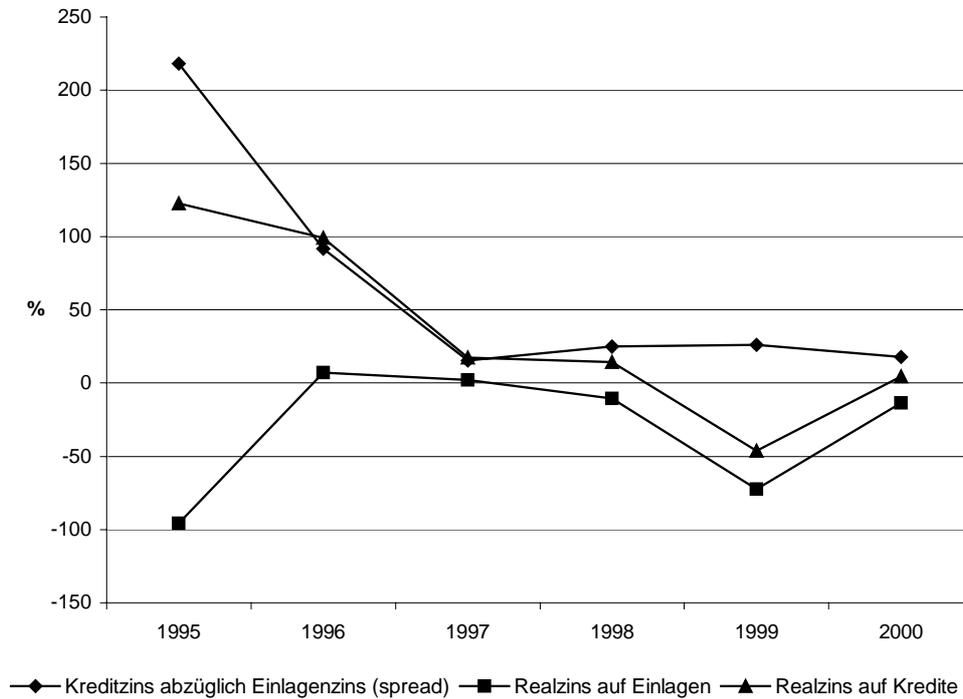


Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Zwar hat sich die russische Finanzkrise negativ auf die weitere Monetisierung der Volkswirtschaft ausgewirkt. Gleichwohl lassen sich keine deutlichen Indikatoren dafür finden, dass von ihr ein nennenswerter eigenständiger Beitrag zur Demonetisierung ausgegangen ist. Bis Ende 2000 ließen sich in der Russischen Föderation drei völlig unterschiedliche Phasen der Geldpolitik festmachen: In der ersten Phase, die bis Ende 1993/Anfang 1994 reichte, wurde der nominale Refinanzierungszins der Zentralbank bei der extrem hohen Inflation (1992: 2 500 %) so angesiedelt, dass die Realverzinsung dieser Refinanzierungskredite im extrem niedrigen Bereich liegen musste (Abbildung 8).

Abbildung 8:

## Russland: Zinssätze



Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

Zu diesen Konditionen wurden auch die präferentiellen Kredite an den Unternehmenssektor ausgereicht; die durch das Finanzministerium festgelegte Verzinsung der Kredite an den Staatshaushalt lag noch unter der für Refinanzierungskredite der Geschäftsbanken. In der zweiten Transformationsphase etwa ab 1995 wurden schockartig die Refinanzierungszinsen in den real positiven Bereich gedrückt. Jetzt waren auf dem Kreditmarkt Zinsen von real mehr als 200% zu zahlen. Eine solche Geldpolitik hätte zu einem gesamtwirtschaftlichen *credit crunch* führen müssen. Allerdings trat der Staat weiterhin als Kreditnachfrager auf. Diese hohen Kreditzinsen konnten auch von den öffentlichen Haushalten nur begrenzt getragen werden; die Staatsverschuldung stieg ebenso wie die Zinslast rasch. Mit der Finanzkrise des Jahres 1998 trat die Fehlkonstruktion dieser Politik offen zu Tage. Seitdem spielt die Geldpolitik eine eher nachgeordnete Rolle; stabilisierungspolitische Impulse gingen bis zum Jahr 2001 vor allem von der restriktiven Fiskalpolitik aus.

Trotz der formalen Etablierung eines zweistufigen Bankensystem waren die Aufgaben von Zentralbank und Geschäftsbanken über Jahre nicht klar abgegrenzt. Insbesondere in den ersten Transformationsjahren übernahm die Zentralbank weiterhin wichtige direkte Finanzierungsfunktionen, die in einer funktionsfähigen Marktwirtschaft üblicherweise dem Geschäftsbanken-

sektor zugeordnet werden. Teilweise wurde sie zur Finanzierung des öffentlichen Haushalts, teilweise aber auch zur Finanzierung staatlicher Unternehmen genutzt. Damit fungierte sie vor allem als *lender of last resort* gegenüber dem Staatssektor. Die Zentralbank operierte demnach in erster Linie als quasi-fiskalischer Agent. Ihrer eigentlichen Aufgabe, die Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken entsprechend geordneter Refinanzierungskonditionen zu sichern, kam sie nur sehr fragmentarisch nach. Nahezu die gesamte Kreditvergabe fiel in den ersten Transformationsjahren unter die staatliche Einflussnahme; die eigenständige Kreditvergabe des Bankensektors blieb gering.

Dies änderte sich teilweise mit dem geldpolitischen Kurswechsel 1995, der mit einer deutlichen Erhöhung der Kreditzinsen auch gegenüber dem Staatssektor verbunden war. Angesichts lukrativer Zinsen und vor dem Hintergrund der Annahme, dass staatliche Anleihen verhältnismäßig risikoarm sind, expandierte die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an die öffentlichen Haushalte (Abbildung 9). Zugleich kam es vermehrt zu Offenmarktoperationen; die Zentralbank führte so der Gesamtwirtschaft Liquidität zu. Auf der Aktivseite der Zentralbankbilanz schlugen diese Entwicklungen deutlich zu Buche: Der Anteil der an den Staat ausgereichten Kredite an den gesamten Zentralbankkrediten erreichte kurz vor der Finanzkrise nahezu 100%. Die Zentralbank blieb daher auch während der Phase extrem restriktiver Geldpolitik, die sich vor allem in extrem hohen Realzinsen (etwa 200%) äußerte, vor allem ein *lender of last resort* für den Staatssektor. Während der Staatssektor weiterhin mit Liquidität versorgt wurden, blieben die privaten Wirtschaftseinheiten mit einem *credit crunch* konfrontiert. Für Unternehmen war es nicht möglich reale Marktzinsen von mehr als 100% zu zahlen.

Insgesamt hatte sich vor der Finanzkrise eine klarere Aufgabenteilung zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken heraus gebildet. Bislang gibt es keine nennenswerten Anzeichen, dass sich mit der Finanzkrise und der damit verbundenen Entwertung der staatlichen Anleihen diese Aufgabenteilung wieder verwischt haben könnte. Vielmehr hat die Finanzkrise zu einer Bereinigung im Bankensektor geführt. Die an den Staat ausgereichten Geschäftsbankkredite sind rückläufig. Dies könnte einen Ausgangspunkt für den Übergang auf eine aktivere Finanzintermediation bieten. Der "institutionelle Entwicklungsabstand" zu westlichen Volkswirtschaft ist allerdings erheblich. Eine Annäherung ist in absehbarer Zeit nicht zu erwarten, da es in der Russischen Föderation bislang keine stabile institutionelle Hierarchie gibt.

Abbildung 9:



Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics (März 2001), CD-ROM; Berechnungen des DIW.

## 5. Zu guter Letzt

Die Verbindung von Institutionenökonomik und moderner Finanzmarkttheorie hat gezeigt, dass der Staat als Setzer von Spielregeln und Spieler einen wesentlichen Einfluss auf die Allokation von Finanzressourcen nehmen kann. Die Beispiele aus den Transformationsökonomien Polen, Rumänien und Russland lassen erkennen, wie problematisch eine Vermischung dieser Funktionen ist. Dabei geht es nicht nur um die kurzfristige Allokation von Ressourcen in Volkswirtschaften. Vielmehr vermengen sich oftmals Geld- und Fiskalpolitik mit der eigentumsrechtlichen Stellung des Staates. Unter diesen Umständen setzt der Staat keine eindeutigen Signale. Dies kann dazu führen, dass auch die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik in Frage gestellt wird. Gerade während der Transformation ist es notwendig, dass der Staat sich auf seine Rolle als Gestalter von Spielregeln besinnt. Hinzu kommen müsste, dass die vom Staat gesetzten Spielregeln von den vorhandenen internen Institutionen gestützt werden. Inwieweit dies in den Transformationsländern der Fall ist, bedarf der weiteren Analyse.

## Bibliographie

- Aron, Janine (2000), Growth and Institutions: A Review of Evidence, *The World Bank Observer*, Vol. 15, No.1, pp. 99-135.
- Benham, Alexandra and Lee Benham (1998), Measuring the Costs of Exchange. In: Menard, Claude (ed.): *Institutions, contracts and organizations : perspectives from new institutional economics*, pp. 367-375.
- Buch, C.; Heinrich, R. (1999), Handling Banking Crises, *Economic Systems*, Vol. 23, Nr. 4. S. 349-380.
- Buch, C.; Heinrich, R.; Lusinyan, L.; Schrooten, M. (2000), Russia's Debt Crisis and the Unofficial Economy. <http://www.uni-kiel.de/IfW/pub/kap/2000/kap978.htm>
- DIW/IWH/IfW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung Berlin, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel and Institut für Wirtschaftsforschung Halle) (1999), Schuldenstreichung statt Reformen, *DIW Wochenbericht*, 66. Jahrgang, Nr.19.
- Diamond, D.(1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, Vol. 51, No. 3, pp. 393-414.
- Engerer, Hella and Stefan Voigt (2001), Institutionen und Transformation - Mögliche Politikimplikationen der Neuen Institutionenökonomik. In: Zimmermann, Klaus F. (Hrsg.): *Neuere Entwicklungen in der Wirtschaftswissenschaft*, S. 149-215.
- Engerer, Hella (2001), Privatization and Its Limits in Central and Eastern Europe. *Property-Rights in Transition*, Basingstoke.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2000), *Transition Report 2000*, London.
- European Parliament (1999), *Prudential Supervision in the Context of the EMU*, Working Paper (Econ 102).
- European Union (EU) (2000), *2000 Regular Report from the Commission on Poland's Progress towards Accession*, Brussels.
- Franzen, Wolfgang, Hans Peter Haarland and Hans-Joachim Niessen (Hrsg.) (2000), *Transformationsbarometer Osteuropa 2000*, Schriftenreihe der Forschungsstelle für empirische Sozialökonomik, Bd. 4, Köln.
- Greenwood, Jeremy and Bruce D. Smith (1995), *Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets*, Rochester Center for Economic Research working paper, Rochester.
- Havrylyshyn, O. and R. van Rooden (2000), *Institutions Matter in Transition, but so do Policies*, IWF Working Paper, No. 70.
- Heiner, Ronald A. (1983), The Origin of Predictable Behavior, *The American Economic Review*, Vol.73, No. 4, pp. 560-595.
- King, Robert G.; Ross Levine (1993), Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, pp. 513-542.
- King, Robert G. and Ross LevineKoop, M. J. and P. Nunnenkamp (1994), Die Transformationskrise in Mittel- und Osteuropa: Ursachen und Auswege, *Die Weltwirtschaft*, Nr. 1, S. 67-92.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 154, No. 4, pp. 1113-1155.
- LaPorta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, Vol.52, No. 3, pp. 1131-1150.
- Levine, R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *The Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726.
- Mishkin, Frederic S. (1998), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Reading/Mass. and others.
- National Bank of Romania (2000), *Annual Report 1999*, Bucharest.
- National Bank of Romania (1999), Regulation No. 1, *On the Organisation and Operation of the Credit Information Bureau within the National Bank of Romania*, Bucharest.
- North, D., (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, The political economy of institutions and decisions, Cambridge.

- Ostrom, Elinor (1986), An Agenda for the Study of Institutions, *Public Choice*, No. 48, pp. 3-25.
- Pistor, K., Raiser M., and Gelfer, St. (2000), *Law and Finance in Transition Economies*, EBRD Working Paper, No. 48.
- Richter, Rodulf and Eirik Furubotn (1999), *Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung*, Neue oekonomische Grundrisse, Tübingen.
- Schrooten, Mechthild (2000), *Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation. Vom Zusammenbruch der Sowjetunion zur Finanzkrise in der Russischen Föderation*, Sonderheft / Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung ; Nr. 170, Berlin.
- Simon, Herbert A. (1955), A Behavioral Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, No. 69, pp. 99-118.
- Stiglitz, Joseph E. (1994), The Role of the State in Financial Markets, *Proceedings of the World Bank. Annual Bank Conference on Development Economics 1993*, Washington D.C., pp. 19-52.
- Stiglitz, Joseph E. and A. Weiss (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *The American Economic Review*, No. 71, 393-410.
- Thakor, Anjan V. (1996), The Design of Financial Systems: An Overview, *Journal of Banking & Finance*, No. 20, pp. 917-948.
- The Central Bank of the Russian Federation (2001), *Bulletin of Banking Statistics*, No. 12/2000, Moscow.
- The Central Bank of Russia (2000), *On Bank of Russia Preliminary Results for 1999 and Main Objectives for 2000*, Moscow.
- Wallis, J., and Douglass C. North (1986), Measuring the Transaction Cost Sector in the American Economy 1870-1970. In: Engermann, S. and E. Gallman (eds.): *Long-Term Factors in American Economic Growth*, Chicago/London, pp. 95-148.
- Williamson, O. E. (1990), *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus. Unternehmen, Märkte und Kooperation*, Tübingen.