ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Vincentz, Volkhart

Working Paper

Entwicklung und Tendenzen der Finanzsysteme in Osteuropa

Arbeiten aus dem Osteuropa-Institut München, No. 237

Provided in Cooperation with:
Leibniz Institute for East and Southeast European Studies (IOS), Regensburg

Suggested Citation: Vincentz, Volkhart (2002) : Entwicklung und Tendenzen der Finanzsysteme in Osteuropa, Arbeiten aus dem Osteuropa-Institut München, No. 237, ISBN 3921396700, Osteuropa-Institut München, München

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/83810

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Arbeiten aus dem

OSTEUROPA-INSTITUT
MÜNCHEN

Working Papers

Nr. 237 Februar 2002

Entwicklung und Tendenzen der Finanzsysteme in Osteuropa

Volkhart VINCENTZ

ISBN 3-921396-70-0

Gutachten

erstellt im Auftrag des
Bundesministeriums der Finanzen

Scheinerstr. 11 * D-81679 München * Tel.: 089/99 83 96-0 * Fax: 089/98 10 110
Email: oeim@lrz.uni-muenchen.de * Internet: http://www.lrz-muenchen.de/~oeim

Solange nicht anders vermerkt, werden folgende Bezeichnungen verwendet:

MOE-Länder:	Bulgarien, Polen, Rumänien, Slowakei, Tschechien, Ungarn
MOE-3:	Polen, Tschechien, Ungarn
Osteuropa:	MOE-Länder + Baltikum + GUS

Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung v

I. Einleitung 1

II. Die Bilanz von Investitionen und Ersparnis 2
II.1. Investitionen 4
II.2. Ersparnis 9
II.3. Leistungsbilanz 10
II.4. Ausländische Direktinvestitionen 13
II.4.1. Deutsche ADI in Osteuropa 18

III. Funktion und Entwicklungsbedingungen des Finanzsystems 21
III.1. Der Kreditmarkt aus theoretischer Sicht 21
III.1.1. Ansätze zur Überwindung der Asymmetrie der Informationen . 22
III.2. Die Entwicklung des Bankensystems 23
III.2.1. Kreditzinsen und Risiko 30
III.3. Die Aktienmärkte 36
III.3.1. Zur Parallelität der Entwicklung der Aktienkurse in Ost und West 40
IV. Die Finanzierung von Unternehmen 43

Literaturverzeichnis 51

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Durchschnittliches jährliches BIP Wachstum in der Periode 1996 – 2000	2
Tabelle 2	Bilanz von Ersparnis und Investitionen, in % des BIP	5
Tabelle 3	Externe Finanzierung Durchschnitt 1996 – 2000	12
Tabelle 4	Bestand der ADI pro Kopf in US-$	14
Tabelle 5	Anteil der notleidenden Kredite in % der gesamten Kredite	24
Tabelle 6	Zahl der Banken (mit ausländischer Mehrheitsbeteiligung)	25
Tabelle 7	Auslandsanteil an der Bilanzsumme des Bankensystems in 2000	26
Tabelle 8	Geldmenge M2 in % des BIP	28
Tabelle 9	Bankkredite an Private in % des BIP	29
Tabelle 10	Reale durchschnittliche Kreditzinsen 1996 – 2000	31
Tabelle 11	Verschiedenen Risikoschätzungen	34
Tabelle 12	Kennziffern der Aktienmärkte in 2000	37
Tabelle 13	Die 3 wichtigsten Branchen in % der Marktkapitalisierung (September 2001)	38
Tabelle 14	Kapitalaufnahme heimischer Firmen an den Börsen	40
Tabelle 15	Korrelation zwischen verschiedenen wöchentlichen Renditen	41
Tabelle 16	Korrelation zwischen dem Nasdaq und Aktienindices in Osteuropa (wöchentliche Renditen)	42
Tabelle 17	Externe Finanzierung in % der Bruttokapitalinvestitionen	45
Tabelle 18	Veränderung der langfristigen Schulden in % der Bruttokapitalinvestitionen, Polen 1999	46
Tabelle 19	Finanzierung der Anlageinvestitionen in Russland	47
Tabelle 20	Finanzierung der Investitionen	48

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Korrelation von BIP Wachstum und Investitionsquote (-1) MOE-Länder, Russland, Ukraine 1997-2000	7
Abbildung 2	Internationale ADI nach Osteuropa in Mio. US-$	14
Abbildung 3	ADI-Ströme aus Osteuropa in Mio. US-$	15
Abbildung 4	Deutsche ADI in Osteuropa in Mio. ECU/Euro	18
Abbildung 5	Beschäftigte in Betrieben mit deutscher Beteiligung in Osteuropa	19

Kurzfassung

Das Wirtschaftswachstum hängt u.a. davon ab, ob ausreichend Ersparnisse attrahiert werden und anschließend an jene Investoren weitergegeben wird, die die höchsten Kapitalerträge damit erwirtschaften. Die Höhe des Wachstums ist sowohl durch den Umfang als auch durch die Effizienz der eingesetzten Investitionsmittel bestimmt. Das Finanzsystem eines Landes organisiert, gestaltet und kontrolliert maßgeblich die Kausalkette Ersparnisse – Investitionen – Wachstum.

Ersparnis und Investitionen

Im Durchschnitt liegen die Spar- und Investitionsquoten in Osteuropa im Streuungsbereich der entsprechenden Werte für die OECD-Länder. Zwar sanken die Investitionsquoten, ausgehend von einem sehr hohen Niveau am Ende der achtziger Jahre, doch haben sie mittlerweile in den fortgeschrittenen MOE-Ländern im Zuge des Produktionswachstums wieder zugenommen. Eine deutliche Erhöhung der Investitionsquote wird – oftmals mit Hinweis auf die Strategie der ost-asiatischen Schwellenländer in den siebziger und achtziger Jahren – für notwendig erachtet, um ein aufholendes Wachstum von 5 – 7% p.a. zu erreichen. Zumeist wird dabei allerdings von einer wenig verbesserten Investitionseffizienz ausgegangen. Der Übergang von einer äußerst kapitalintensiven Produktion während der Planwirtschaft auf eine mehr arbeitsintensive Produktion entsprechend den komparativen Vorteilen kann auch Anlass sein, die Notwendigkeit einer weit überdurchschnittlichen Investitionsquote in Osteuropa zu hinterfragen. Eine Annäherung des zumeist noch hohen marginalen Kapital-Output-Verhältnisses (ICOR) von 5 – 6 an einen den Industriestaaten entsprechenden Wert um 3 würde ebenfalls ein hohes Wachstum bei geringeren Investitionsquoten ermöglichen.

Eine Finanzierung der Investitionen allein durch die heimische Ersparnis wird nicht möglich sein, obwohl die Sparquoten in den MOE-3 Ländern Werte von 20 – 26% des BIP aufweisen. Verschiedentlich wird vorgeschlagen, die Gesamtersparnis durch Senkung des Budgetdefizits (Erhöhung der staatlichen Ersparnis) zu erhöhen. Statistische Untersuchungen der Sparprozesse in Osteuropa weisen allerdings darauf hin, dass weder die Senkung der Budgetdefizite noch die Vergrößerung des Leistungsbilanzdefizits (Kapitalzufluss) in der Vergangenheit mit einer Erhöhung der Gesamtersparnis korreliert war. Sollten sich die Substitutionsbeziehungen zwischen staatlicher und externer Ersparnis auf der einen Seite und der privaten Ersparnis auf der anderen Seite auch in Zukunft als stabil erweisen, so wird es nur durch zusätzliche wirtschaftspolitische Maßnahmen möglich sein, über Budget- oder Außenhandelspolitik die Finanzierung erhöhter Investitionen zu sichern.

In den vergangenen fünf Jahren wiesen die MOE-3 Länder durchschnittlich ein Leistungsbilanzdefizit von etwa 4% des BIP aus. Die Kapitalzuflüsse von ausländischen

Direktinvestionen reichten nicht nur aus, diese Defizite zu finanzieren, sondern es konnten gleichzeitig noch die internationalen Währungsreserven deutlich erhöht werden. Die zukünftigen EU-Beitrittsländer können mit zusätzlichen Kapitaltransfers aus der EU in der Größenordnung von 4% des BIP jährlich rechnen. Hält der Zustrom der ADI in der derzeitigen Höhe an, so wäre eine Finanzierung von beträchtlichen Defiziten der Handels- und Dienstleistungsbilanz in der Größe von 8% des BIP über einen längeren Zeitraum möglich. Dieses sollte ausreichen, um auch anspruchsvolle Investitionsprogramme zu finanzieren, solange ein deutlicher Anstieg der privaten Konsumquote vermieden werden kann.

Ausländische Direktinvestitionen

Die gesamten Bruttozuflüsse von ausländischen Direktinvestitionen (ADI) nach Osteuropa stagnierten in 2000 bei knapp 25 Mrd. $. Für 2001 wird ein Rückgang erwartet. Die deutschen ADI nach Osteuropa erreichten nach dem Spitzenwert von 5,4 Mrd. Euro in 1998 im Jahr 2000 3,2 Mrd. Euro. Zunehmend generieren die ADI – vor allem in Ungarn – auch einen Bruttokapitalabfluss in Form von Gewinnrepatriierung. Gleichzeitig steigen die ADI aus Osteuropa (vor allem aus Russland, aber auch aus Ungarn) im Ausland. Diese Direktinvestitionen beliefen sich zuletzt auf über 4 Mrd. $. Damit verzeichnete Osteuropa im Jahr 2000 einen Nettozufluss von etwas über 20 Mrd. $.

Die Formen der ADI verschieben sich langsam von den früheren Privatisierungen hin zu Neugründungen und Übernahmen privater Firmen. Dies führt zum einen zu einem Rückgang der Einnahmen im Budget und mag im Fall von Übernahmen in geringerem Umfang mit Restrukturierung und den dadurch initiierten Importströmen verbunden sein. Die Bedeutung der ADI für das Budget und die Leistungsbilanz könnte in Zukunft sinken.

Insgesamt sind in den osteuropäischen Betrieben mit ausländischer Kapitalbeteiligung 2,2 Mio. Menschen beschäftigt, wovon auf die Betriebe mit deutscher Beteiligung 670 Tsd. entfallen. Wir schätzen, dass etwa ein Drittel dieser Beschäftigung in Osteuropa aus Kostenüberlegungen (im Unterschied zum Absatzmotiv) der investierenden Firmen entstanden ist. Dieses kann als eine Obergrenze der Arbeitsplatzverlagerung aus Deutschland angesehen werden.

Unterschiedliche Studien kommen zu dem beunruhigenden Ergebnis, dass die ausländischen Direktinvestitionen in Osteuropa keinen nachweisbaren positiven Effekt auf die Leistung der heimischen Firmen haben. In vielen Fällen wird sogar ein negativer Einfluss festgestellt. Der positive Effekt des Technologietransfers auf die Empfängerwirtschaft wird offensichtlich durch die negativen Auswirkungen der verstärkten Konkurrenz mehr als kompensiert.

Bankensystem und Kapitalmärkte

Das Finanz- und Bankensystem in den osteuropäischen Ländern ist weiterhin unterentwickelt. Der Umfang der Kreditvergabe in Osteuropa liegt unter dem Niveau der schnell wachsenden Entwicklungsländer und ist deutlich niedriger als die entsprechenden Kennziffern der EU. Die Kapitalmärkte sind weiterhin nur rudimentär entwickelt.

Es besteht ein beträchtlicher Unterschied zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und den Einlagen im Bankensystem. Dies bedeutet, dass ein großer Teil der Ersparnisse in bar zu Hause gehalten wird und/oder direkt – unter Umgehung des Bankensystems – investiert wird.

Die Höhe der Realzinsen in Tschechien und Ungarn lag im letzten Jahrfünft nur wenig über den EU-Zinsen. Deutlich höher war der Zinssatz in Polen. In Russland und der Ukraine lagen die Zinsen sogar deutlich im zweistelligen Bereich. Deflationiert man mit den Erzeugerpreisen statt mit dem Konsumgüterpreisindex, so lagen die Realzinsen auch in den MOE-3 Ländern deutlich über dem EU-Niveau. Trotzdem verzeichneten Polen und Ungarn in den letzten Jahren ein deutliches Investitionswachstum.

Das Finanzsystem in Osteuropa ist auf unterschiedliche Art eng mit dem Ausland verbunden. Deutlich über die Hälfte des Bankenaktiva gehören ausländischen Banken. Auch der Handel mit osteuropäischen Aktien ist stark durch westliche Anleger geprägt. Darüber hinaus wurden mehr als die Hälfte der Unternehmenskredite in den MOE-3 Ländern in ausländischer Währung aufgenommen.

Die Teilnahme ausländischen Kapitals hat den Vorteil, dass moderne Banktechnologie (Kreditwürdigkeitsprüfung, Monitoring der Kreditnehmer, Organisation etc.) wie auch Finanzmittel verfügbar sind. Gleichzeitig erhöht sich natürlich der Konkurrenzdruck auf die heimischen Banken. Die Vernachlässigung der Kreditierung von KMU durch ausländische Großbanken und die Unfähigkeit der heimischen Banken diese Lükke zu schließen, wie es in Lateinamerika beobachtet wurde, ist für Osteuropa bisher nicht nachweisbar. Zumindest in Ungarn hat die Konkurrenz und staatliche Unterstützung zur Ausweitung des weniger margenträchtigen Detailgeschäftes der heimischen Banken geführt.

Die Finanzierung der Unternehmen

Der dritte Teil der Arbeit beschäftigt sich mit der Unternehmensfinanzierung. Im Zentrum steht die Frage, welche Anteile die Selbst- bzw. Fremdfinanzierung der Investitionen haben. Zu den Formen der Unternehmensfinanzierung in westlichen Industrienationen gibt die empirische Literatur sehr unterschiedliche Antworten. Einflussreiche Studien fanden einen extrem hohen Grad der Selbstfinanzierung von 70 – 80%. Jedoch haben diese Arbeiten einige methodische Mängel. Versucht man, diese Mängel zu bereinigen, kommt man auf Werte von etwa um 50% für beide Finanzierungsarten.

Die Datenproblematik für Osteuropa ist noch wesentlich schwieriger. Doch auf Basis der verfügbaren Daten kann die These, dass in Osteuropa wegen des Mangels an Eigenmitteln der Fremdfinanzierungsanteil deutlich höher ist als in Industrieländern, nicht

aufrecht erhalten werden. Der Anteil der Selbstfinanzierung liegt im Durchschnitt bei 50 – 60%, die Kreditfinanzierung durch Banken beträgt um die 10% der Investitionen und der Rest wird aus anderen Quellen finanziert. Dieses Ergebnis stimmt damit überein, dass der Verschuldunggrad osteuropäischer Firmen niedriger als der westlicher Unternehmen ist. Hinzu kommt, dass die Unternehmensverschuldung in Osteuropa äußerst ungleich verteilt. Auf einer kleinen Anzahl von Unternehmen lastet ein großer Teil der Schulden. Es existiert eine vergleichsweise kleine Zahl von hochverschuldeten Unternehmen.

Die Art der Unternehmensfinanzierung hat auch für die Wachstumspolitik Bedeutung. Je höher der kreditfinanzierte Anteil, desto deutlicher werden die Unternehmen auf die Zinshöhe reagieren. Natürlich spielen die Zinsen auch bei hoher Selbstfinanzierung als Opportunitätskosten eine Rolle, doch es tritt mehr die Gestaltung der Steuerpolitik in den Vordergrund. Die Steuersätze der Gewinnsteuer als auch die Regelungen für Abschreibungen haben wesentlichen Einfluss auf die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung.

Obwohl der Selbstfinanzierungsgrad zwischen den MOE-Ländern und den OECD-Ländern recht ähnlich ist, unterscheiden sich die Gruppen dadurch, dass in Osteuropa weitere Finanzierungsarten – zu Lasten der Bankkredite – eine größere Bedeutung haben. Dieses sind zum einen Kredite von Bekannten oder aus der Familie, aber auch Finanzierungen durch den Staat. Die niedrige Kreditvergabe, auch in den fortgeschrittenen MOE-Ländern, ist nur zum Teil auf einen niedrigen Beitrag zur Investitionsfinanzierung zurückzuführen. Eine weitere Erklärungen ist, dass in den Transformationsländern wesentlich weniger Kredite an Haushalte (Hypothekenkredite etc.) vergeben werden als in den Industrieländern.

I. Einleitung

Die Bedeutung des Finanzsystems für das Wirtschaftswachstum wird zwar kontrovers diskutiert, doch gibt es empirische Anhaltspunkte im Wachstumsprozess der Entwicklungsländern, dass eine verbesserte Finanzintermediation auch zu einem höherem Wachstum führt. Die Finanz- und Kapitalmärkte tragen zur Wirtschaftsentwicklung bei, indem sie die Leistung und Gewinnmöglichkeiten der Firmen beurteilen, Kontrolle über die Unternehmensführung ausüben, Risiken streuen und managen, Ersparnisse mobilisieren und Transaktionen erleichtern.

Im folgenden zweiten Teil wird der makroökonomische Zusammenhang von Sparen und Investieren betrachtet. An der Schnittstelle zwischen Ersparnis und Investition liegt das Finanzsystem mit der Aufgabe, die Ersparnisse zu jenen Investoren zu lenken, die die höchsten Kapitalerträge erzielen. Unter der Annahme, dass ausreichend viele profitable Investitionschancen in Osteuropa existieren, rückt die Finanzierung dieser Investitionen in den Mittelpunkt. Ist die heimische Ersparnis dazu nicht ausreichend, so muss die externe Ersparnis (Leistungsbilanzdefizite) herangezogen werden. Die Entwicklung und Größe der wichtigen Aggregate wie Spar- und Investitionsquote werden dem Leistungsbilanzsaldo gegenübergestellt. Da die ausländischen Direktinvestitionen (ADI) nicht zu höherer Verschuldung führen und da sie gleichzeitig Technologie in das Gastland bringen, gelten sie als der Königsweg, um Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Deshalb wird auf sie detaillierter eingegangen.

Die Leistungen der Finanzintermediation werden im dritten Teil genauer untersucht und empirisch erfasst. Es geht dabei sowohl um das Bankensystem als auch um die Kapitalmärkte. Das gesamte Finanzsystem musste in den Transformationsländern von Grund auf neu geschaffen werden und dementsprechend lange dauert auch sein Aufbau. Im Finanzsystem reflektiert sich das Erbe der Vergangenheit (Schulden), es ist eng verbunden mit den Privatisierungen, wie es auch von abrupten Schwankungen der Wechselkurse betroffen ist. Die Leistungsfähigkeit, aber auch die Stabilität des Bankensystems ist ein wesentlicher Bestimmungsgrund für die Effizienz der Investitionen und damit für die Höhe des Wirtschaftswachstums.

Im letzten Abschnitt wird ein Teilsaspekt der Finanzintermediation, nämlich die Finanzierung der Unternehmen in Osteuropa, betrachtet. Die Unternehmen werden nur dann ein ausreichendes Wirtschaftswachstum produzieren können, wenn ihnen ausreichend externe oder interne Finanzmittel zur Verfügung stehen.

II. Die Bilanz von Investitionen und Ersparnis

Nach den drastischen Produktionsrückgängen am Anfang der neunziger Jahre sind nunmehr die meisten Transformationsländer in eine Wachstumsphase eingetreten, wobei aber bisher nur die fortgeschrittensten Reformländer das Niveau vom Ende der 80er Jahre bereits überschritten haben. Nach 10 Jahren hat kein Land der früheren Sowjetunion aber auch mehr als die Hälfte der MOE-Länder noch nicht wieder das Produktionsniveau vor der Rezession erreicht. Angestrebt wird in allen Ländern ein aufholendes Wachstum, welches mittelfristig eine Konvergenz der Pro-Kopf Einkommen mit den Industrieländern einleitet. In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre gelang den meisten Ländern Mittel-Osteuropas und den baltischen Staaten ein aufholendes Wachstum gegenüber der EU. (vgl. Tabelle 1) Doch gab es auch Ausnahmen wie Bulgarien, Rumänien und Tschechien, die deutlich hinter das EU-Wachstum zurückfielen. Insgesamt ist die Region der MOE-5 allerdings nur unbedeutend schneller gewachsen (um 0,6 Prozentpunkte jährlich) als die EU. Erst bei einem durchschnittlichen Wachstum von 7% über 33 Jahre wären 75% des Niveaus der Pro-Kopf BIP der EU-15 erreicht, wenn man zum aktuellen Wechselkurs umrechnet und ein EU-pro Kopf Wachstum von 2% jährlich unterstellt. Selbst bei einem Pro-Kopf-Wachstum von 9% in den MOE-5 Ländern würden noch 24 Jahre benötigt, bis die 75%-Marke erreicht wird. Würde man von den Kaufkraftparitätenniveaus ausgehen, so wären die Konvergenzzeiträume weniger als halb so lang.

TABELLE 1

Durchschnittliches jährliches BIP Wachstum in der Periode 1996 – 2000

Bulgarien	-1,6	Albanien	4,9
Polen	5,2	Estland	4,8
Rumänien	-1,8	Lettland	4,5
Tschechische Republik	0,7	Litauen	3,0
Slowakische Republik	4,2	**MOE+Baltikum***	**2,8**
Ungarn	4,1	Russland	0,6
MOE-6	**3,1**	Ukraine	-2,0
Kroatien	3,6	Kasachstan	2,4
Makedonien	2,8		
Slowenien	4,4	**EU**	**2,5**

* vorstehend aufgeführte Länder plus Bosnien.

Quelle: IWF, World Economic Outlook 2001, EZB

Das Beispiel vieler Entwicklungsländer vor allem in Asien, denen ein aufholendes Wachstum gelungen ist, war durch hohe Investitionsquoten über längere Perioden geprägt. Diese Investitionen sind in der Regel nicht durch die heimische Wirtschaft mit ihren vergleichsweise geringen Pro-Kopf Einkommen finanzierbar. Um die Begrenzungen der internen Ersparnis zu überwinden, ist eine Finanzierung der Investitionen aus dem Ausland möglich. Soweit die Transformationsländer diesem Entwicklungsmodell folgen, kann man auch in den nächsten Jahren Leistungsbilanzdefizite, die bereits das letzte Jahrzehnt kennzeichneten, erwarten. Die Logik dieser Konzeption erfordert, dass die (temporäre) Verschuldung im Ausland vorrangig für die Erhöhung der Investitionen genutzt wird, welche letztlich einen höheren Kapazitätsaufbau und damit ein höheres Wachstum ermöglichen soll.

Hinter diesem vergleichsweise einfachen Entwicklungsmodell steht eine Kausalkette, die wie folgt grob charakterisiert ist:

$$\text{Ersparnis} \rightarrow \text{Investitionen} \rightarrow \text{Wachstum}$$

Dieser Wachstumsaspekt wird in den folgenden Ausführungen im Auge behalten. Dabei sollte jedoch klar sein, dass jeder der oben dargestellten Verknüpfungen in der theoretischen wie auch empirischen Literatur bezweifelt, verworfen oder modifiziert wurde. Die Kausalrichtung ist nicht unbestritten: Erzeugen höhere Investitionen höheres Wachstum oder sind nicht vielmehr die Investitionen eine Folge höheren Wachstums bzw. besserer Wachstumsaussichten. Ähnliches gilt für die Ersparnis, die ihrerseits vom Wachstum abhängt. Unklar ist auch, ob ein Automatismus besteht, durch den vermehrte Ersparnis sich in verstärkte Investitionen übersetzt. Selbst wenn man die unterstellten Kausalrichtungen akzeptiert, bleibt noch die quantitative Signifikanz der Beziehungen zu begründen. In neoklassischen Wachstumsmodellen führen höhere Investitionen z.B. nur temporär zu einer Erhöhung des Wachstums. Unterschiedliche Wachstumsmodelle ergeben sehr unterschiedliche Erklärungen und Gewichte für den Zusammenhang von Investition und Wachstum. Ähnliches gilt für die Beziehung von Ersparnis und Investitionen.[1]

Trotzdem erscheint der Zusammenhang von Ersparnis – Investition – Wachstum recht plausibel und hat daher eine weite Verbreitung gefunden. Grosse Teile der Politik wie auch der politikberatenden Institutionen legen ihren Argumentationen – bewusst oder unbewusst – solche modelltheoretischen Überlegungen zu Grunde. Nicht zuletzt wird dies auch dadurch gefördert, dass sehr einfach Überschlagsrechnungen von Kapitalbedarf und Wachstumspotential bei dieser Art von Betrachtungen möglich sind.

Die Diskussion soll dazu genutzt werden, die Relevanz dieses „Wachstumsmodells" für die Wirtschaften Osteuropas zu diskutieren und wo nötig zu modifizieren. Die Diskussion des Wachstumsprozesses wird oftmals allein auf die quantitativen Werte der Schlüsselgrössen beschränkt: höhere Ersparnis führt zu höheren Investitionen, welche

[1] Einen Überblick über die unterschiedlichen theoretischen Ansätze und ihre Implikationen gibt ECE (2001), Kapitel 4.

wiederum höheres Wachstum auslösen. Ein wichtiger Aspekt dieser Arbeit ist es, neben den quantitativen auch die qualitativen Beziehungen, d.h. die Effizienz des Einsatzes der Mittel zu untersuchen. Besser eingesetzte Investitionsmittel (bei konstanter Investitionshöhe) können ebenso zu höherem Wachstum führen wie mehr Investitionen bei konstanter Effizienz.

Das vorliegende Kapitel analysiert aus makroökonomischer Perspektive, die quantitativen Entwicklungen von Investitionen und Ersparnis in den Transformationsländern. Es stellt auf die Quellen der Investitionsfinanzierung durch heimische Ersparnis und Zuflüsse aus dem Ausland ab. Die grundlegende volkswirtschaftliche Identität (Bilanz von Investitionen und Ersparnis)

$$\text{Investitionen} - \text{Ersparnis} = \text{Leistungsbilanzsaldo}$$

kann sowohl Aufschluss über verschiedene Entwicklungspfade geben als auch helfen, Anforderungen in der Zukunft zu erkennen. Es sei darauf hingewiesen, dass obige Gleichung immer gelten muss und aus ihr allein deshalb keine Kausalzusammenhänge abgeleitet werden können.

II.1. Investitionen

Fast alle früheren Planwirtschaften Osteuropas wiesen hohe Investitionsquoten auf. Dabei lagen die Investitionsquoten in der früheren Sowjetunion bei etwa 30% des BIP, während die meisten MOE-Länder in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre Investitionsquoten um 25% aufwiesen. Bereits seit Mitte der achtziger Jahre bis zum Beginn der Transformation waren die Investitionsquoten langsam gesunken, doch hatten fast alle Länder Osteuropas zu Beginn der Transformation noch immer ein im internationalen Vergleich hohes Investitionsniveau.[2] Erst im Zuge der einsetzenden Transformationskrise sanken die Investitionsquoten rasch, zumeist auf unter 20%, wie Tabelle 2 zeigt.

Besonders in Ungarn und Polen stiegen die Investitionsquoten mit Verzögerung nach dem einsetzenden Produktionswachstum wieder an. In anderen Ländern wie Bulgarien oder Rumänien war dagegen kaum ein Anstieg zu verzeichnen. In Russland und der Ukraine war der Prozess zeitverzögert, da bis 1998 die Produktion weiter fiel, so dass sich auch die Investitionsquoten erst in den letzten beiden Jahren leicht erholten. Die meisten GUS-Länder weisen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre deutlich niedrigere Investitionsquoten auf als die Reformländer in Mittel-Osteuropa. Allerdings ist die Höhe der Quoten von 18 – 20% nicht signifikant unterschiedlich vom Investitionsanteil in Ungarn oder Polen in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. (vgl. Tabelle 2)

[2] Vgl. EBRD (1995), Kapitel 3.

TABELLE 2

Bilanz von Ersparnis und Investitionen, in % des BIP

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bruttoinlandsersparnis											
Bulgarien	22,0	26,9	14,1	7,7	8,8	14,1	11,5	16,9	13,7	11,3	10,2
Tschechien	27,8	30,1	27,2	28,2	27,1	29,3	28,6	26,8	28,3	26,9	26
Ungarn	28,0	19,5	15,8	11,8	15,7	22,7	26,1	27,7	27,6	26,3	26,5
Polen	31,6	17,1	15,8	16,5	19,9	22,1	20,3	20,2	21,0	20,0	19,6
Rumänien	20,8	24,1	23,0	24,0	22,7	18,7	16,3	14,5	13,3	15,7	13,4
Slowakei	24,2	28,2	24,1	21,3	27,2	29,1	25,6	26,8	25,2	26,5	27,6
Russland	30,3	36,6	39,7	30,9	29,5	28,8	28,9	25,5	20,4	33,0	36,2
Ukraine	26,4	28,5	36,4	36,0	32,2	23,6	20,1	18,4	18,5	23,0	23,1
Bruttoinvestitionen											
Bulgarien	25,6	22,6	19,9	15,3	9,4	15,7	8,4	11,4	14,7	19,0	15,9
Tschechien	25,2	23,0	26,3	27,4	29,8	34,0	34,9	32,8	29,7	28,4	29,7
Ungarn	25,4	20,5	16,1	20,0	22,2	23,9	27,2	27,7	29,7	28,8	30,6
Polen	24,7	18,9	14,3	15,6	17,7	19,7	21,9	24,6	26,2	26,4	26,5
Rumänien	30,2	28,0	31,4	28,9	24,8	24,3	24,7	21,5	21,4	19,9	19,5
Slowakei	33,2	31,2	28,1	26,5	22,4	27,3	37,1	36,6	36,1	31,9	30,1
Russland	30,1	36,3	34,6	27,0	25,5	25,4	24,6	22,8	15,7	15,5	15,4
Ukraine	27,5	26,3	34,5	36,3	35,3	26,7	22,7	21,4	20,8	17,4	18,6
Leistungsbilanzsaldo											
Bulgarien	-8,3	-0,7	-3,5	-10,1	-0,3	-0,2	0,2	4,2	-0,5	-5,5	-5,8
Tschechien	..	..	..	1,3	-2,0	-2,6	-7,4	-6,2	-2,5	-1,9	-4,6
Ungarn	1,1	1,2	0,9	-11,0	-9,8	-5,7	-3,7	-2,1	-4,9	-4,3	-3,3
Polen	5,0	-2,7	-3,5	-6,7	0,9	0,8	-2,5	-3,9	-4,4	-8,0	-6,3
Rumänien	-8,5	-3,5	-6,0	-4,3	-1,5	-5,6	-7,8	-6,7	-7,0	-3,8	-3,8
Slowakei	..	..	..	-4,6	4,6	2,1	-10,6	-9,6	-10,0	-5,9	-3,7
Russland	..	..	0,1	0,7	2,0	1,7	2,5	0,4	0,3	5,2	18,4
Ukraine	..	..	..	..	-2,2	-2,3	-1,9	-2,5	-3,0	4,3	4,6

Anmerkung: Die Differenz der ausgewiesenen Spar- und Investitionsquoten ergeben nicht den Leistungsbilanzsaldo/BIP. Wir geben diese Daten wieder, da die Angaben der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis für 2000 bisher nicht für alle Länder vorliegen.

Quelle: World Development Indicators 2001, nationale Statistiken.

Es gibt große Unterschiede in der Höhe der Investitionsquote zwischen den Ländern. Tschechien und die Slowakei weisen die höchsten Investitionsquoten auf, während Bulgarien am unteren Ende liegt. Die Höhe der Investitionsanteile am BIP liegt in Osteuropa zwar deutlich unter den Rekordmarken, wie sie die ostasiatischen Tigerstaaten in den achtziger Jahren aufwiesen, doch kann aus diesen Daten auch nicht geschlossen werden, dass ein ausgeprägter Investitionsmangel die Entwicklung behinderte. Dies gilt auch für die Quoten in Russland und der Ukraine, obwohl in beiden Ländern Politiker und Analysten fehlende Investitionen als wesentlichen Faktor für das ausgebliebene Wachstum anführten. Die Investitionsquoten in Osteuropa liegen derzeit auf der Höhe der OECD-Länder von 1999, die eine breite Spannweite von 17,7% (Grossbritanien) über 21,3% in Deutschland bis zu 26,1 % in Japan aufweisen.

Bevor wir näher die Bedeutung der Investitionen für das Wachstum der Transformationswirtschaften diskutieren, wird eine weit verbreitete Darstellung der Beziehung von Investitionsanteil und BIP-Wachstum skizziert. Nach dem Modell von Harrod und Domar ergibt sich das BIP-Wachstum y als Quotient von Investitionsquote (I/Y) und dem marginalen Kapitalkoeffizienten (ICOR) v (=I/ΔY):[3]

$$y = (1/v)\ (I/Y)$$

Diese Gleichung macht natürlich nur Sinn, wenn man von der Konstanz des ICOR (=reziproke Investitionseffizienz) ausgehen kann. Normalerweise wird angenommen, dass v Werte zwischen 2 und 5 annimmt, wobei für Entwicklungsländer ein Wert nahe 5 beobachtet wurde. Die Menge der eingesetzten Arbeit spielt in diesem Modell keine Rolle, was für die Transformationsländer eine akzeptable Annahme ist, da noch reichlich unbeschäftigte Arbeitsreserven zur Verfügung stehen.

Der IWF erwartet für Osteuropa (einschließlich des früheren Jugoslawien) für 2003 – 2006 ein jährliches Wachstum von 4,9% bei einer Steigerung der Investitionsquote von 21,3 (2000) auf 25,4%. Nach der obigen Formel entspricht dies einem ICOR von 5,2, also etwa dem Wert, der für Entwicklungsländer angenommen wird. Ähnliche Projektionen macht auch die EBRD und kommt zu dem Schluss, dass ein aufholendes Wachstum von etwas über 7% Investitionsraten von 36% notwendig machen würde.

Polnische Projektionen[4] sehen in einer optimistischen Variante vor, dass die Investitionsquote bis 2010 auf 33,5% steigt und damit ein Wachstum von 7 – 8% erzielt wird. Dieses entspricht einem ICOR von 4,2 – 4,8, während der beobachtete Wert des ICOR im Zeitraum 1996 – 2000 4,8 bei einem Wachstum von 5,1% betrug. Die erwartete Wachstumssteigerung von 5,1 auf 7% wird dabei ausschließlich von einer mengenmä-

---

[3] Die dargestellte Form ist eine Adaption des ursprünglichen Modells, die breite Verbreitung zur Berechnung des Investitionsbedarfs bei einem gewünschten Wachstum gefunden hat. Im Orginalmodell wird die Produktionsveränderung durch die Nettoinvestitionen bestimmt, aber in der Praxis werden fast ausschließlich – wahrscheinlich allein aus Gründen der Datenverfügbarkeit – die Bruttoinvestitionen verwendet.

[4] Council of Ministers (1999).

ßigen Ausweitung der Investitionen erwartet, während lediglich eine Wachstumssteigerung von 1 Prozentpunkt durch erhöhte Investitionseffizienz (ICOR von 4,8 auf 4,2) angenommen wird.

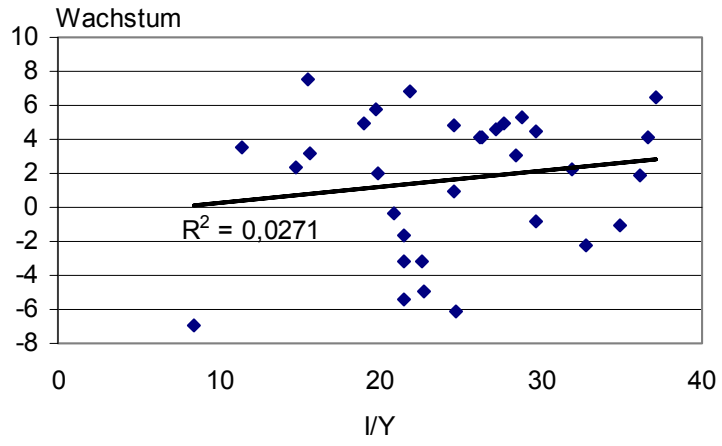
Ungarn geht von einer Steigerung der Investitionsquote von 28,8% (1999) auf ca. 33% in 2004 aus.[5] Davon verspricht man sich ein Wachstum von 5%, was einem ICOR von 6,6 entspricht, der ebenfalls nur wenig niedriger liegt als der ICOR im vergangenen Jahrfünft.

Aus diesen Projektionen ergibt sich, dass im wesentlichen auf eine deutliche Erhöhung der Investitionsquote in den nächsten Jahren gesetzt wird, um ein aufholendes Wachstum von 6 oder 7% zu erreichen. Die prognostizierten Verbesserungen der Investitionseffizienz (1/v) sind dagegen eher gering. Die Fortführung der Strukturreformen mit Verbesserungen der institutionellen und rechtlichen Regelungen sollten eigentlich einen höheren Beitrag von Effizienzsteigerungen erwarten lassen.

Der Zusammenhang zwischen der Investitionshöhe und dem Wachstum war im letzten Jahrfünft in Osteuropa nicht sehr hoch. Anders gesagt, die Effizienz der eingesetzten Investitionsmittel (1/v) schwankt stark zwischen den Ländern und über die Zeit.

ABBILDUNG 1

Korrelation von BIP Wachstum und Investitionsquote (-1)
MOE-Länder, Russland, Ukraine 1997-2000



Quelle: World Development Indicators 2001.

Die hier beispielhaft dargestellten Ergebnisse gelten auch, wenn man ein weit größere Anzahl von Ländern über viele Jahre betrachtet. William Easterly, der Daten von 146

[5] Government of Hungary (2001)

Ländern über einen Zeitraum von 32 Jahren untersuchte, kommt zu dem Schluss: „Yet, the Harrod Domar growth model makes no sense theoretically and it fails empirically“.[6]

Die Daten zeigen, dass es verschiedenen Ländern gelang, in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ein hohes Wachstum auch mit relativ niedrigen Investitionsquoten zu erreichen. Ökonometrische Untersuchungen des Wachstums der Transformationsländer in den neunziger Jahren haben ebenfalls gezeigt, dass die Investitionshöhe auf das Wachstum keinen signifikanten Einfluss hatte.[7] Mit der Transformationskrise kam es zu einer starken Unterauslastung der Kapazitäten, was für einige Zeit einen Spielraum zur Produktionserhöhung ohne Kapazitätserhöhung möglich machte. Diese Entkopplung von Investitionen und Wachstum auf Grund unausgelasteter Kapazitäten ist natürlich nur temporärer Natur.

In historischer Sicht haben die extrem hohen Investitionsraten in der früheren UdSSR nicht zu einem entsprechend hohen Wachstum geführt. Aber auch nach der Transformation zeigt sich, dass die Investitionshöhe nicht automatisch zu höherem Wachstum führt. So wuchs Tschechien trotz deutlich höherer Investitionsquoten als Ungarn oder Polen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre deutlich langsamer als die beiden Vergleichsländer. Der Zusammenhang von Investitionen und Wachstum wird auch dadurch geschwächt, dass konjunkturelle Entwicklungen zu einer ungleichmäßigen Kapazitätsauslastung führen. Wie unten weiter ausgeführt, erlitten die meisten Transformationsländer, nachdem bereits ein positives Wachstum erreicht wurde, erneute Produktionsrückgänge, die auf temporäre makroökonomische Ungleichgewichte zurückzuführen waren. Hohe Investitionen sind zumindest kurzfristig keine Garantie für hohes Wachstum.

Die Notwendigkeit hoher Investitionsquoten in Osteuropa wird mit einem hohen Kapitalbedarf in den Ländern der früheren Sowjetunion begründet, der sich aus der Entwertung des alten Kapitalstocks und den neuen Produktionsmöglichkeiten nach der Transformation ergibt. [8]

Betrachtungen über die gewünschte Investitionshöhe in den Transformationsländern müssen berücksichtigen, dass diese Wirtschaften von einem Ausgangsniveau mit hoher Kapitalintensität kommen. Es ist plausibel anzunehmen, dass die Transformation eine Reduzierung der Kapitalintensität zur Folge hat. Zum einen liegen noch für geraume Zeit die Vorteile der Länder bei arbeitsintensiver Produktion, was auch die Struktur der Industrie beeinflussen wird. Zum anderen wird sich der Anteil des bisher unterentwikkelten, eher weniger kapitalintensiven Dienstleistungssektors ausdehnen. Die Verringerung der Kapitalintensität dämpft den Bedarf an Investitionen im Vergleich zu einer Fortführung der früheren kapitalintensiven Produktionsmethoden. Eine Verjüngung des Kapitalstocks ist sicher notwendig. Dies geschieht dadurch, dass die ältesten Maschinen außer Betrieb genommen werden. Nicht alle der früher vorhandenen Maschinen müssen aber ersetzt werden, wenn auf arbeitsintensivere Produktion umgestellt wird. Die angegebenen Bruttoinvestitionsquoten enthalten die Abschreibungen. Schon aus diesem

---

[6] Easterly (1997),p.24.

[7] Vgl. O. Havrylyshyn et al. (1999)

[8] Vgl. DIW (1995).

Grunde haben stark industrialisierte Länder höhere Bruttoinvestitionen als wenig industrialisierte Länder, was den Vergleich der Quoten zwischen Transformationsländern und Entwicklungsländern erschwert. Die oftmals als „Beweis“ für die Notwendigkeit hoher Investitionsquoten herangezogenen asiatischen Schwellenländer haben ihr rasches Wachstum im Zuge einer Industrialisierung erreicht, die von einer weniger kapitalisierten, agrarisch strukturierten Wirtschaft zu einer kapitalintensiven Produktion führte. Bezogen auf die Kapitalintensität ist diese Entwicklung entgegengesetzt zu den in Osteuropa zu erwartenden Veränderungen.

Ein weiterer wichtiger Faktor, der die Investitionshöhe bestimmt, ist der Umfang der staatlichen Investitionen. Betrachtet man allein die budgetfinanzierten staatlichen Investitionen, so kann dies nicht die extrem hohen Investitionsquoten in Tschechien oder der Slowakei im Vergleich etwa zu Ungarn erklären. In allen drei Ländern ist der Anteil der aus dem Budget finanzierten Investitionen im Bereich von 5 – 6% des BIP. Allerdings wird in diesen Daten nicht erfasst, in welchem Umfang der Staat in den einzelnen Ländern über Staatsbetriebe oder Anweisungen an Banken (directed credits) höhere Investitionen anordnet und durchsetzt. Hier besteht möglicherweise auch ein enger (negativer) Zusammenhang zwischen Investitionshöhe und Investitionseffizienz. Werden Investitionen in der Industrie hauptsächlich wegen des staatlichen Drucks, z.B. um Arbeitsplätze zu sichern, durchgeführt, so ist mit einer geringeren Effizienz dieser Investitionen zu rechnen.

Länder, die bisher ein eher schwaches Wachstum und geringen Strukturwandel verzeichneten, haben noch bedeutende Wachstumspotentiale durch eine verbesserte Allokation der vorhandenen Investitionen. Für andere, weiter fortgeschrittene Länder wird dies sicher schwieriger werden, vor allem wenn Teile der Infrastruktur zunehmend zu Engpässen werden. In diesen fortgeschritteneren Ländern wird die Bedeutung der Investitionshöhe, die im vergangenen Jahrzehnt eher niedriger war, zunehmen.

II.2. Ersparnis

In den meisten Transformationsländern reichten in den neunziger Jahren die heimischen Ersparnisse nicht aus, um die Investitionen zu finanzieren. Hohe Sparquoten gab es in Tschechien, der Slowakei und Russland, aber auch in Ungarn in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre. Dagegen war die Entwicklung in Polen deutlich von höheren Konsumquoten gekennzeichnet, ebenso wie in Ungarn in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Die niedrigsten Sparquoten weisen Bulgarien und Rumänien auf.

Die Höhe der Ersparnisse ist bestimmt durch Faktoren wie Einkommen, Struktur der Bevölkerungspyramide, der Höhe der Zinsen oder der subjektiven Erwartungen und Unsicherheit.[9] Insgesamt zeigt sich, das die Einflussfaktoren des Sparens in den Transformationsländern nicht sehr unterschiedlich von denen in westlichen Industrieländern

[9] Die Bedeutung dieser Faktoren für die Ersparnis in den MOE-Ländern untersuchten Schrooten, Stephan (2001), ECE (2001) und Denizer and Wolf (2000).

sind. Angesichts des rapiden Einkommensrückgangs, der steigenden Arbeitslosigkeit und der höheren Unsicherheit mit Beginn der Transformation war ein Rückgang der Sparquoten am Anfang der neunziger Jahre zu erwarten.

Die nationale Ersparnis setzt sich u.a. aus privater Ersparnis und staatlicher Ersparnis zusammen. Besonders die staatliche Ersparnis bzw. das staatliche Entsparen stand im Zuge des Konsolidierungsprozesses im Mittelpunkt des wirtschaftspolitischen Interesses. Ein Indikator für die staatliche Ersparnis ist der Saldo des Staatsbudgets. Exakt ist die staatliche Ersparnis als Differenz von Staatseinnahmen und staatlichem Konsum definiert. Zumeist fehlen jedoch die entsprechenden Angaben, so dass Budgetdefizite als Indikator einer negativen Ersparnis des Staates betrachtet werden. Die Reduzierung des Budgetdefizits ist also ein Beitrag zur Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis.

In Tschechien lag bis 1999 das Budgetdefizit zumeist deutlich unter 2% und war damit deutlich niedriger als die Defizite der meisten anderen Transformationsländer. Dies mag eine Erklärung für die hohe Spar- und Investitionsquote in Tschechien sein. Auch für Russland und die Ukraine zeigt sich ein Zusammenhang von Staatsdefizit und Sparquote. Erst mit der deutlichen Reduzierung der Budgetdefizite seit 1998/99 begann auch die Sparquote wieder zu steigen. Eine sehr enge Korrelation von Budgetdefizit und Ersparnis ist jedoch kurzfristig für die Transformationsländer nicht nachweisbar. Empirische Untersuchungen ergaben, dass staatliche und private Ersparnis eher substitutiver statt komplementärer Natur sind.[10] Dieses weckt Zweifel an der Möglichkeit, durch eine strikte Budgetpolitik eine höhere Sparquote zu erreichen, wie es der IWF in seinen Projektionen zur Finanzierung der steigendenden Investitionsquote empfiehlt.

Ein weiterer Faktor für die Höhe der Ersparnis, der in Zukunft noch an Bedeutung gewinnen wird, ist im Aufbau von kapitalbasierten Rentensystemen zu sehen, mit deren Aufbau in Ungarn und Polen bereits begonnen wurde. Auch hier ist es aber möglich, dass erhöhte „Alterssicherung“ durch geringere anderweitige private Ersparnisse kompensiert wird.

Insgesamt ist es umstritten, ob eine Politik der Anhebung der Sparquote erfolgreich für die Wachstumspolitik eingesetzt werden kann. Selbst wenn sich die Sparquote erhöht, so wäre dadurch noch nicht gesichert, das dies auch zu einer steigenden Investitionsquote führt.

II.3. Leistungsbilanz

Jener Teil der Investitionen, der nicht durch die heimische Ersparnis finanziert werden kann, muss aus dem Ausland finanziert werden. In den neunziger Jahren wiesen alle Transformationsländer mit Ausnahme von Russland fast durchgängig einen negativen Leistungsbilanzsaldo auf, was gleichbedeutendend damit ist, dass die Investitionen die heimische Ersparnis überstiegen. Dieses Muster entspricht der oben angesprochenen

[10] Vgl die ökonometrischen Schätzungen in ECE (2001), S. 181.

Entwicklungsstrategie, welche auf eine temporäre Finanzierung aus dem Ausland abstellt. Angesicht der oben erwähnten Prognosen steigender Investitionsquoten werden Leistungsbilanzdefizite in den Transformationsländern auch im kommenden Jahrzehnt vorherrschen.

Diese Entwicklungsstrategie ist nicht ohne Gefahren. Bei unterentwickelten Kapitalmärkten können sich ausweitende Leistungsbilanzdefizite schnell zu Währungsturbulenzen und Rezession führen. Ein Leistungsbilanzdefizit von mehr als 5% des BIP muss als Warnsignal betrachtet werden. Es ist nicht überraschend, dass die meisten Transformationsländer, nachdem sie bereits wieder positives Wachstum verzeichnet hatten, erneut eine Rezession wegen außenwirtschaftlicher Störungen hinnehmen mussten. In Ungarn trat dies in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ein, in Tschechien 1997/98, in Bulgarien 1996/97 und in Rumänien 1997/1998. Mit Ausnahme von Bulgarien waren diese Krisen immer von deutlich gestiegenen Leistungsbilanzdefiziten gekennzeichnet. In Polen ergaben sich 2001 Probleme aus dem steigenden Leistungsbilanzdefizit, welches mit steigenden Budgetdefiziten einherging. Dies wird wahrscheinlich das BIP Wachstum im nächsten Jahr deutlich senken.

Obwohl die ausländischen Kapitalzuflüsse mittelfristig zur Finanzierung von Investitionen genutzt werden müssen, ist für eine kürzere Übergangsperiode der Aspekt eines mäßigen, aber stetigen Wachstum des Konsums (consumption smoothing) von Bedeutung. Bei stark gesunkenen Pro-Kopf Einkommen kann eine Stabilisierung des Konsums, für welche man für einige Jahre Kapitalzuflüsse nutzt, aus politischen Gründen notwendig sein.

Bisher vorliegende ökonometrische Studien[11] zeigen, dass zwischen dem Leistungsbilanzsaldo und der heimischen privaten Ersparnis ein positiver Zusammenhang besteht. Je höher das Leistungsbilanzdefizit, d.h. je höher die externe Ersparnis (Kapitalzufluss), desto geringer ist die private Ersparnis. Allerdings ist dieser Substitutionseffekt besonders in den GUS-Staaten sehr ausgeprägt und weniger klar in den MOE-Ländern. Dieses Ergebnis stellt die Wirksamkeit einer auf externe Finanzierung gerichteten Politik zur Erhöhung der Gesamtersparnis in Frage.

Im Durchschnitt lag der Auslandsbeitrag zur Finanzierung der Investitionen in den fortgeschrittenen Reformländern bei über 4% des BIP. (Vgl. Tabelle 3) Jedoch waren die Netto-Kapitalzuflüsse mit 6 – 7% des BIP noch weit höher und überstiegen die Differenz von Investitionen und Ersparnis. Neben der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits waren Kapitalzuflüsse notwendig, um die niedrigen Bestände der Währungsreserven zu erhöhen, so dass sie in einem adäquaten Verhältnis zum steigenden Außenhandelsumsatz gehalten wurden.

Wie aus Tabelle 3 zu ersehen ist, vergrößerte sich durch die Kapitalzuflüsse nur zu einem geringeren Teil die Auslandsschuld. Der überwiegende Teil der Kapitalzuflüsse generierte keine Auslandsschulden, da sie in Form von Eigentumsanteilen, insbesondere ausländischen Direktinvestitionen (ADI), den Ländern zuflossen. Die Finanzierung über ADI war in den MOE-3 Ländern in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre sogar größer als die Differenz von Ersparnis und Investitionen. Insofern führte die Finanzierung aus

[11] ECE (2001) und Schrooten, Stephan (2001)..

dem Ausland in diesen Ländern nicht zu strukturellen Problemen, obwohl sie kurzzeitig wie oben ausgeführt durchaus Währungsprobleme verursachte. Angesichts steigender Investitionsquoten in der Zukunft besteht weiterhin ein hoher Bedarf, die Leistungsbilanzdefizite „schuldenfrei" durch ADI zu finanzieren. Dies würde es erforderlich machen, dass die ADI weiterhin wachsen, zumindest aber auf dem bisherigen Niveau weiter fließen.

TABELLE 3

Externe Finanzierung Durchschnitt 1996 – 2000, in % des BIP

	Polen	Ungarn	Tschechien	Russland	Ukraine
Leistungsbilanzsaldo	-4,1	-4,0	-4,4	4,9	-0,8
Externe Finanzierung (netto)	6,6	6,6	7,2	-3,7	1,2
keine Schulden generierenden Zuflüsse*	3,8	5,0	6,0	0,8	1,3
andere Zu/Abflüsse	2,0	1,1	1,1	-2,3	0,8
Fehler und Auslassungen	0,8	0,5	0,2	-2,3	-0,9
Änderung der Reserven (- Anstieg)	-2,5	-2,6	-2,8	-1,2	-0,5

* ausländische Direktinvestitionen und Kapitaltransfers

Quelle: IFS

Allerdings kann man die ADI Zuflüsse nicht allein als Finanzierungsinstrument betrachten, denn zumeist führten sie auch zu verstärkten Importen im Empfängerland. Die ADI sind zum Teil auch Ursache des Leistungsbilanzsaldos, den sie finanzieren helfen. Hierbei gibt es sicher Unterschiede, ob die ADI im Zuge der Privatisierung, von Firmenübernahmen und -zusammenschlüssen oder in Form von Neuinvestitionen getätigt werden. Bei der Privatisierung fließt ein großer Teil der Investitionen in das Staatsbudget[12] und löst auch Importströme aus, soweit das Privatisierungsobjekt technisch aufgerüstet werden muss. Bei Zusammenschlüssen und Übernahmen privater osteuropäischer Firmen im Zuge von Direktinvestitionen fließt das Geld den heimischen Vorbesitzern zu. Möglicherweise ist der Rekonstruktionsbedarf und damit der Importbedarf in diesen Fällen geringer und andere Motive wie Konsolidierung der Marktpräsenz oder Synergieeffekte könnten im Vordergrund stehen. Dagegen dürften Neuansiedlungen von Betrieben mit größeren Importströmen verbunden sein.

Für die EU-Beitrittkandidaten eröffnet sich nach dem Beitritt eine weitere Finanzierungsquelle in Form von Zuweisungen aus dem Struktur- und Kohäsionsfonds der EU. Auch hier gilt zum Teil das für die ADI Gesagte, dass nämlich die EU-Transfers auch

[12] Für den empirischen Zusammenhang von Privatisierungserlösen und den ADI siehe OECD, Financial Market Trends, No. 72, February 1999

Importströme auslösen. Trotzdem können sie natürlich helfen, Leistungsbilanzdefizite abzudecken. Im Maximum können diese Zahlungen (ohne Zahlungen aus dem Agrarhaushalt) bis zu 4% des BIP der osteuropäischen EU-Mitglieder erreichen. Dieses wird, technisch gesehen, bedeuten, dass die Leistungsbilanzdefizite deutlich zurückgehen, da die EU-Transfers selbst Teil der Leistungsbilanz (Übertragungsbilanz) sind. Ökonomisch relevant ist jedoch, dass durch diese Beihilfen der Saldo der Handels- und Dienstleistungsbilanz bzw. Investitionen finanziert werden können. Insgesamt können EU-Beihilfen und ADI auf dem bisherigen Niveau beträchtliche Defizite der Handels- und Dienstleistungsbilanz von 8% des BIP über längere Zeiträume finanzieren.

Ungarn erwartet sich von den EU-Beihilfen für 2004 deutlich mehr als eine Halbierung ihres bisherigen Leistungsbilanzdefizits von 4% des BIP auf weniger als 2%.[13] In Polen rechnet man bis 2005 mit einem Anstieg des Leistungsbilanzdefizits ohne EU-Beihilfen auf 6,8% des BIP.[14]

II.4. Ausländische Direktinvestitionen

Die ausländischen Direktinvestitionen in die MOE-Länder sind in den letzten 10 Jahren ständig, wenn auch mit abnehmenden Wachstumsraten, angestiegen. In 2000 stagnierten die ADI nach Osteuropa. Ungefähr 85% dieser Investitionen flossen nach Polen, Tschechien und Ungarn. In den letzten Jahren sind die Direktinvestitionen in die Slowakei stark angestiegen und haben mit 2 Mrd. $ in 2000 den Zufluss nach Ungarn übertroffen.

Für unsere Fragestellung ist von Bedeutung, inwieweit auch im nächsten Jahrzehnt ein Zufluss von ausländischen Direktinvestitionen in gleichem oder gar wachsendem Umfang erwartet werden kann. Betrachtet man Osteuropa insgesamt, so besteht noch ein großes Aufholpotential, wenn man davon ausgeht, dass die Pro-Kopf ADI zu Größen von 2000 – 3000$ konvergieren, wie es andere Länder z.B. der Süd-EU im Aufholprozess erreichten. Doch dieses ist eine optimistische Rechnung, da vor allem die bisher weniger erfolgreichen Länder in verstärktem Masse ADI attrahieren müssten. Zum anderen zeigt Tabelle 4 auch, dass einzelnen Ländern (Irland, Singapur) weitaus höhere ADI pro Kopf zugeflossen sind.

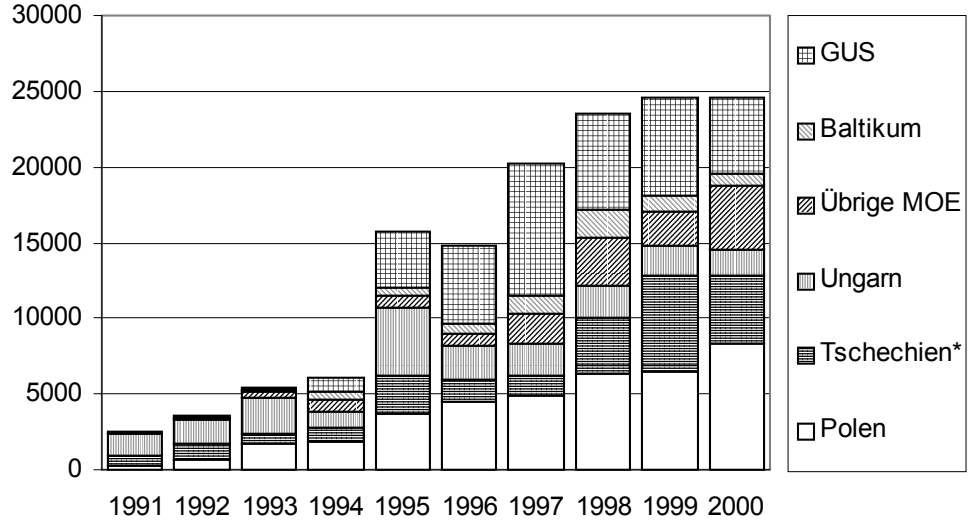
---

[13] Government of the Republic of Hungary (2001).

[14] Council of Ministers (1999), Table 2.

ABBILDUNG 2

Internationale ADI nach Osteuropa in Mio. US-$



* 19991-92 Tschechoslowakei.
Quelle: IFS.

TABELLE 4

Bestand der ADI pro Kopf in US-$

	1995	2000		1985	1995	2000
Bulgarien	54	414	Griechenland	836	1846	2193
Polen	203	944	Spanien	232	3332	3613
Rumänien	51	286	Portugal	459	1851	2659
Slowakei	238	906	Irland	1313	3251	15818
Tschechien	711	2052	Malaysia	471	1394	2391
Ungarn	977	1973	Thailand	39	298	401
Russland	37	132	Korea	53	210	903
Ukraine	18	77	Singapur	4759	16897	22583

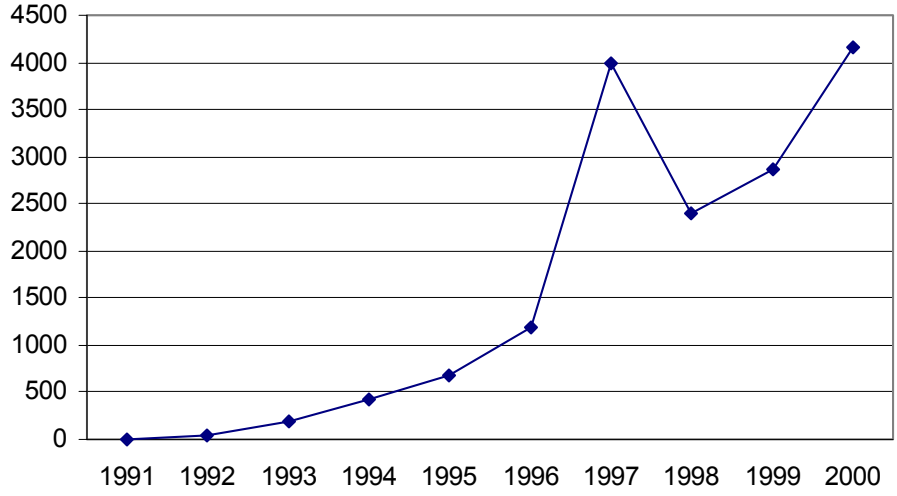
Quelle: UNCTAD(2001), Weltbank, World Development Indicators 2001.

Bisher standen die ADI in Osteuropa zumeist im Zusammenhang mit der Privatisierung der Staatsindustrien. Wenn der Prozess der Privatisierung abgeschlossen ist, ändern sich auch die Bedingungen für ADI. Ungarn spielt in dieser Hinsicht eine gewisse

Vorreiterrolle, da dort die Privatisierung bereits weitgehend abgeschlossen ist. Die ungarischen Daten zeigen, dass die Netto-ADI praktisch seit Mitte der neunziger Jahre auf einem Niveau von 1,5 Mrd. $ stagnieren. Die Bruttozuflüsse sind in dieser Zeit noch mäßig gestiegen, gleichzeitig stiegen aber auch die ungarischen Direktinvestitionen in anderen Ländern, welche zuletzt mehr als 500 Mio. $ ausmachten. Seit einigen Jahren sind die Direktinvestitionen aus Osteuropa (Kapitalabflüsse) kräftig angestiegen. An erster Stelle als Auslandsinvestor steht Russland, dessen Bestand an Auslandsinvestitionen sich 2000 auf 11,6 Mrd. $ belief. Danach folgen Ungarn mit 2,0 Mrd. und Polen mit 1,5 Mrd. $.

ABBILDUNG 3

ADI-Ströme aus Osteuropa in Mio. US-$



Quelle: IFS

Ungarn, das den Aufholprozess bei den ADI weitgehend abgeschlossen hat, ist auch noch aus einem weiteren Aspekt interessant. Im Durchschnitt der letzten Jahre war die Profitabilität der ADI in Ungarn mit über 6% am höchsten. Dieses führt aber auch dazu, dass nunmehr in zunehmendem Maße Gewinne repatriiert werden. Es wird erwartet, dass die Höhe der repatriierten Gewinne in Zukunft noch weiter zunimmt. Auch ADI können also einen Kapitalabfluss initiieren, obwohl sie keine Schulden darstellen. Allerdings wird bislang noch ein hoher Anteil der in den ADI anfallenden Gewinne wieder investiert und ersetzt teilweise den Zufluss von neuem Eigenkapital. Die ADI Zuflüsse aus der EU nach Ungarn bestanden in 1999 fast ausschließlich aus reinvestierten Gewinnen ohne weitere Kapitalzuflüsse.

Neben den greenfield-Investitionen waren die ADI Zuflüsse in Ungarn durch eine wachsende Zahl von Übernahmen oder Zusammenschlüssen ungarischer Privatbetriebe mit ausländischen Betrieben geprägt. Diesem Muster werden andere Länder (Tsche-

chien, Polen) folgen, wenn die Privatisierung beendet ist. Diese Veränderung der Art der ADI wird zum einen zur Verminderung der Budgeteinnahmen aus Privatisierungserlösen führen und zum anderen möglicherweise zu der im Abschnitt II.3 beschriebenen Senkung der Importe führen.

In den fortgeschrittensten MOE-Ländern (Ungarn, Polen, Tschechien) kann mittelfristig mit Netto-ADI-Zuflüssen in Höhe von 3 – 4% des BIP gerechnet werden. Länder wie Rumänien oder Bulgarien haben noch Potentiale, da zum einen die Privatisierungen noch nicht abgeschlossen sind und zum anderen ein großes Aufholpotential in bezug auf die Rahmenbedingungen besteht. Doch ist fraglich, ob die ADI in allen Ländern Osteuropas den gleichen Einflussfaktoren unterliegen. Wahrscheinlicher ist es, dass Osteuropa oder die MOE-Länder insgesamt einen gewissen Umfang an ADI attrahieren können und es nicht zu einer gleichmäßigen Entwicklung in allen Ländern kommt. Stattdessen werden einzelne Standorte in Konkurrenz und zum Nachteil von anderen Standorten (Ländern) ausgebaut.

Die allgemeine Konjunkturabschwächung in 2001 macht sich auch bei den Direktinvestitionen in Osteuropa bemerkbar. In diesem Jahr werden die ADI nach Osteuropa zurückgehen, wobei insbesondere Polen nicht das hohe Vorjahresniveau halten kann. Die EIU[15] rechnet für die kommenden Jahre (2001 – 2005) aber wieder mit einer Steigerung, so dass im laufenden Jahrfünft mehr ADI nach Osteuropa fließen werden als im Zeitraum 1996- 2000. Die absolut höchsten Ströme werden mit 7 und 6,5 Mrd. $ jährlich für Polen und Russland erwartet, während die höchsten Anteile am BIP mit 6,9% für Tschechien und die Slowakei erwartet werden. Für Ungarn erwartet die Studie noch durchschnittliche jährliche ADI von 2 Mrd. $.

Nach 10 Jahren Transformation liegen nunmehr genügend Daten vor, um den Einfluss der ADI auf die Gastländer in Osteuropa empirisch zu überprüfen. Es ist unbestritten, das ADI teilweise zu erhöhten Exporten geführt haben, was vor allem dann der Fall ist, wenn als Motiv dieser ADI eine Verlagerung der Produktion in Niedriglohngebiete dominierte. Ebenfalls ist unbestritten, dass die Betriebe mit ausländischer Beteiligung im Durchschnitt eine höhere Produktivität aufweisen. Deshalb kann auch zumeist ein positiver Einfluss der ADI auf die Produktivität der gesamten Branche (heimische und ausländische Firmen) festgestellt werden. Ein wesentlicher Beitrag von ADI für das Wachstum des Gastlandes wird neben der Bereitstellung von Kapital vor allem im Technologietransfer der ausländischen Betriebe an die heimische Wirtschaft gesehen. Untersuchungen zeigen aber, dass sich die Produktivitätsunterschiede zwischen heimischen und ausländischen Firmen kaum angenähert haben. In Ungarn und Polen sind sie sogar deutlich größer geworden.[16] Auch unter Berücksichtigung weiterer Einflussfaktoren kann kein Beitrag der ausländischen Investitionen zur Konvergenz der Produktivität von heimischen und ausländischen Firmen festgestellt werden. Zumeist zeigen die ökonometrischen Schätzungen sogar einen negativen Einfluss der ADI auf die Konvergenz der Produktivität von heimischen und ausländischen Firmen. Zumindest in den neunzi-

---

[15] Economic Intelligence Unit Die Schätzungen wurden in The Economist, November 17, 2001 veröffentlicht. Zur Methode der Vorhersage von ADI siehe The Economist , February 24, 2001, S.90..

[16] Vgl ECE (2001), Chapter 5 und die dort angeführten Studien.

ger Jahren war in den meisten Transformationsländern mit bedeutenden ADI kein signifikanter intra-industrieller Produktivitätstransfer von ausländischen auf heimische Firmen nachweisbar. Für dieses Ergebnis sind mehrere Erklärungen denkbar. Die ADI können in die besten heimischen Firmen fließen, so dass die verbleibenden heimischen gegenüber den ausländischen Firmen leistungsschwächer sind. Die ADI sind nur eine Quelle des Technologietransfers, möglicherweise sind andere Quellen, wie der internationale Handel, bedeutender für Produktivitäts-Spillovers. Eine Untersuchung für Polen[17] legt allerdings nahe, das die heimischen Firmen auf den höheren Wettbewerb durch ausländischen Firmen nicht mit Verbesserungen ihrer Technologie reagieren, sondern eher mit Rücknahme ihrer Produktion. Hoher Wettbewerb bedeutet geringere Gewinnmargen und damit auch schlechtere Möglichkeiten der Selbstfinanzierung von Investitionen für die heimischen Firmen. Dieses mag eine strategische Restrukturierung der Firmen verhindern. Letztlich können die heimischen Firmen dem durch den Marktzutritt ausländischer Firmen verstärkten Wettbewerbsdruck nicht standhalten. Dieses Argument gilt besonders, wenn die anfängliche technologische Lücke besonders hoch war. So wurden für Bulgarien und Rumänien im Zeitraum 1993 – 1997 sogar negative Auswirkungen auf die Produktion der heimischen Firmen bei höheren ADI festgestellt.[18]

Sollten sich die Resultate eines negativen oder bestenfalls geringen spillovers von ADI auf die heimische Wirtschaft in weiteren Untersuchungen, die noch zeitnähere Daten verwenden können, bestätigen, so ergeben sich eine Reihe von wirtschaftspolitisch wichtigen Fragen. Zum einen erhebt sich natürlich die Gefahr einer „geteilten Wirtschaft“ mit einer technologisch anspruchsvollen ausländischen Produktion und einer einfachen heimischen Produktion. Diese Trennung würde wahrscheinlich nicht nur zwischen den Branchen verlaufen, sondern wäre auch regional sichtbar. Die Konglomeration der ausländischen Technologie würde an einigen Orten stattfinden, und in anderen Regionen würden die weniger produktiven heimischen Firmen dominieren. Ansätze zu einer solchen Trennung der Wirtschaft zeigen sich bereits in Ungarn, aber auch in Polen. Die ungarische Regierung hat versucht, mit wirtschaftspolitischen Maßnahmen einen besseren Technologietransfer von ausländischen zu heimischen Firmen zu initiieren, bisher aber mit wenig sichtbaren Erfolgen.

Zum anderen erhebt sich die Frage, ob die heimische Industrie tatsächlich dem ausländischen Wettbewerbsdruck standhalten kann, wenn weitere Schranken in den internationalen Beziehungen fallen. Hier stellt sich die Frage, wie sich der in der Literatur durchaus kontrovers diskutierte Zusammenhang von Wachstum und Wettbewerbsintensität in Osteuropa gestalten wird. Höhere Gewinnmargen, d.h. in der Regel weniger intensiver Wettbewerb, könnten die Voraussetzung dafür sein, dass sich neben arbeitsintensiver auch eine technologie- und damit kapital-intensive heimische Produktion etabliert.

---

[17] Zukowska-Gagelmann (2000).

[18] Konings (2000).

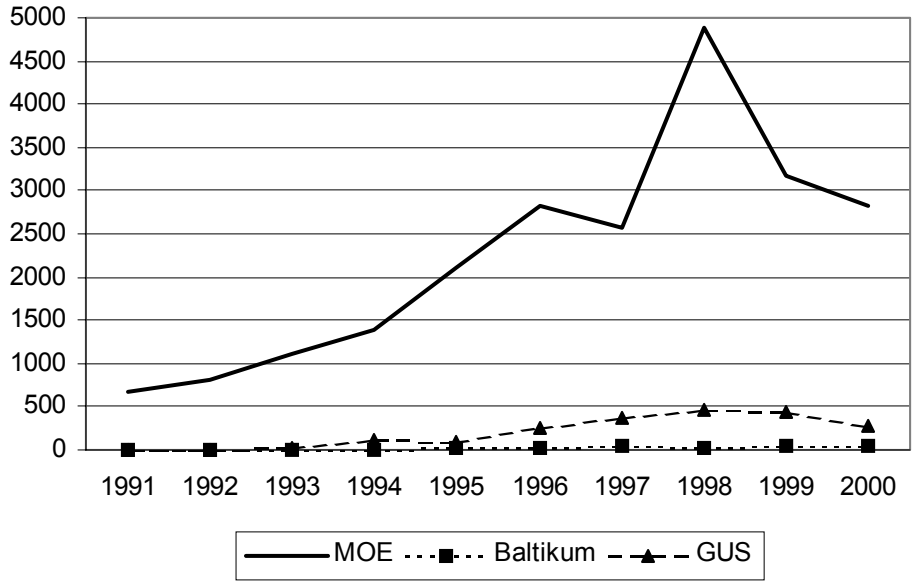
II.4.1. Deutsche ADI in Osteuropa

Die Entwicklung und regionale Verteilung der EU-Direktinvestitionen in den MOE-Ländern zeigt ähnliche Tendenzen wie die internationalen Investitionen auf. Deutlich ausgeprägter ist in diesen Daten der Rückgang der ADI nach Ungarn. Laut EU-Daten wurden 1999 nur noch Gewinne reinvestiert, aber keine neuen Zuflüsse getätigt.

Die deutschen Investitionen in den MOE-Ländern insgesamt sind nach dem Hochpunkt von 1998 von 4,9 Mrd. Euro in der Folge auf 1,8 Mrd. Euro gesunken. Die meisten Investitionen in Höhe von 900 Mio. Euro gingen im letzten Jahr in die Slowakei, gefolgt von Polen und Tschechien. Die deutschen Investitionen in Ungarn von vormals 1,9 Mrd. sind auf 172 Mio. Euro geschrumpft. Auch in den Ländern der früheren UdSSR sind die deutschen ADI in den letzten beiden Jahren geschrumpft.

ABBILDUNG 4

Deutsche ADI in Osteuropa in Mio. ECU/Euro



Quelle: Deutsche Bundesbank

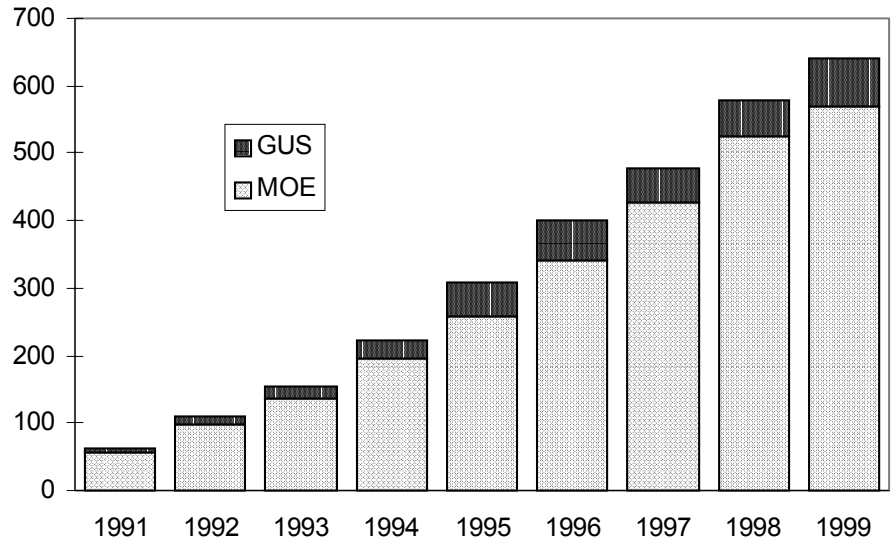
Nicht nur aus der Warte der Geberländer sind die Arbeitsplatzeffekte der ADI von Interesse. Insgesamt waren 1999 2,3 Mio. Arbeitnehmer in osteuropäischen Firmen mit ausländischer Kapitalbeteiligung beschäftigt, was 2,7% der Beschäftigten in diesen Ländern entspricht. Allein in Russland wurden in Betrieben mit ausländischer Beteili-

gung 1 Mio. Arbeitnehmer gezählt. Mit 15,3% der Gesamtbeschäftigung hatten die ADI in Ungarn den höchsten Anteil.[19]

In Betrieben mit deutscher Kapitalbeteiligung waren Ende 1999 640 Tsd. Leute in Osteuropa beschäftigt. Nur etwa ein Drittel dieser Arbeitsplätze geht aber auf Investitionen zurück, die vornehmlich die niedrigen Lohnkosten in Osteuropa (Kostenmotiv) ausnutzen.[20] Die übrigen Arbeitsplätze müssen dem Kapitalbeitrag der osteuropäischen Länder und den ADI mit dem Motiv der Präsenz am osteuropäischen Heimatmarkt (Absatzmotiv) zugerechnet werden. Wir schätzen, dass deutsche Investitionen in den letzten 10 Jahren etwa 200 – 250 Tsd. Arbeitsplätze auf Grund von Kostenüberlegungen in Osteuropa geschaffen haben.

ABBILDUNG 5

Beschäftigte in Betrieben mit deutscher Beteiligung in Osteuropa, in Tsd.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Das deutsche Kapital pro Arbeitsplatz ist seit Beginn der neunziger Jahre ständig angestiegen und erreichte 1999 59 Tsd. DM pro Beschäftigten. Der Anstieg dieser „Kapitalintensität" ist teilweise dadurch begründet, dass sich auch die Anteile des deutschen Investors an osteuropäischen Unternehmen ständig erhöht haben. Der durchschnittliche Beteiligungsgrad der deutschen Investoren in den MOE-Ländern beläuft sich auf etwa 80%; in der GUS ist er deutlich niedriger. In Zukunft wird das eingesetzte deutsche

[19] Angaben aus UNCTAD (2001), Tabelle A.I.8

[20] Zur Methodik dieser Schätzung siehe Protsenko, Vincentz (1999).

Kapital pro Arbeitsplatz weiter steigen. Anders gesagt, die Anzahl der Beschäftigten wird langsamer wachsen als die Zuflüsse von deutschen ADI; die Kapitalintensität der Produktion wird wachsen. Mit etwas über 60 Tsd. DM pro Beschäftigten in MOE-Firmen mit deutscher Beteiligung liegt die Kapitalintensität noch deutlich unter den Werten, die in deutschen Firmen in südlichen Ländern der EU erreicht werden.

III. Funktion und Entwicklungsbedingungen des Finanzsystems

In diesem Abschnitt soll die Problematik eines Kreditmarktes[21] aufgezeigt werden. Die Darstellung entwickelt die Fragestellungen, die in den folgenden Abschnitten empirisch untersucht und vertieft werden. Dieser erste Abschnitt dient als Leitfaden und Gliederung für die folgenden Untersuchungen zu Einzelfragen der Kreditmärkte in Osteuropa.

III.1. Der Kreditmarkt aus theoretischer Sicht

In einem einfachen neoklassischen Modell mit vollkommener Information aller Marktteilnehmer gibt es wenig Gründe für die Existenz von Finanzinstitutionen, die sich auf die Kreditvergabe spezialisieren. Ein realistischeres Bild geht von Unvollkommenheiten des Kreditmarktes aus, die durch die speziellen Risiken der Kreditverträge begründet sind. Die Annahme, dass Kredite beim gegebenen Zins frei verfügbar sind, wird nicht aufrecht erhalten.

Der Kreditmarkt ist durch asymmetrische Informationen bei Kreditnehmern und Kreditgebern geprägt. In der Regel besitzt der (potentielle) Kreditnehmer bessere Informationen über den erwarteten Ertrag und das Risiko seiner Investition als der Kreditgeber. Dieses führt dazu, dass der Kreditgeber den Preis des Kredites (Zins) unterhalb jener Höhe festsetzen wird, bei der sich Angebot und Nachfrage nach Krediten ausgleichen. Der Grund liegt im Verhalten der besser informierten Kreditnehmer.

Angenommen, neue Investitionsprojekte erbringen einen erwarteten Ertrag von 20% der Investitionssumme, wenn der Investor alle Anstrengungen für die erfolgreiche Durchführung aufwendet. Im traditionellen Modell würde der Zinssatz durch die Konkurrenz der Nachfrage und Anbieter sich bei 20% einstellen und dem Investor keinen Zusatzgewinn lassen. Wendet nun aber der Manager der kreditnehmenden Firma weniger Anstrengungen (Kosten) zur Durchführung des Projektes auf, so würde er wiederum keinen Gewinn (allerdings bei geringeren Kosten), aber auch keinen Verlust machen, da dieser vom Kreditgeber getragen werden müsste. Für den Manager würde es sich lohnen, weniger Anstrengung zu investieren, um zum gleichen Ergebnis (kein Zusatzgewinn) zu kommen. Der Kreditgeber hat also das Verhaltensrisiko (moral hazard), dass der Kreditnehmer sich nicht ausreichend um den Erfolg der Investition kümmert. Da der Kreditgeber dieses Verhaltensrisiko antizipiert, setzt er einen Zins unterhalb des Gleichgewichts fest, so dass der Investor ein Eigeninteresse hat, das Projekt erfolgreich

[21] Wir gehen in diesem Abschnitt nicht auf unterschiedliche institutionelle Ausgestaltungen des Kreditmarktes ein. Wir unterscheiden hier nicht zwischen Krediten, die vom Bankensystem vergeben werden, und Unternehmensanleihen oder anderen Kreditformen. Obwohl in der folgenden empirischen Untersuchung die verschiedenen Formen des Kreditmarktes getrennt behandelt werden, werden in diesem Abschnitt der Kreditmarkt und die Funktion des Bankensystems als Synonym benutzt.

durchzuführen und damit einen Zusatzgewinn aus der Differenz von 20% und dem niedrigeren festgesetzten Zins zu erhalten. Im Resultat ergibt sich ein Zins, bei dem die Kreditnachfrage das –angebot übersteigt, und die Bank muss die Verteilung der Kredite rationieren.

Es gibt noch weitere Risiken auf dem Kreditmarkt. Wenn die Bank keine exakten Kenntnisse über die erwarteten Erträge der einzelnen Investitionsprojekte hat, kann sie versucht sein einen Zins zu setzen, der das durchschnittliche Risiko eines Ausfalls der Investitionsprojekte abdeckt. Dadurch würden alle Projekte mit niedrigem Risiko und niedrigerem Ertrag keine Kredite nachfragen. Durch diese Negativauswahl (adverse selection) blieben der Bank nur noch Kreditnachfragen für risikoreiche Projekte.

Andere adverse Mechanismen können genannt werden. Insbesondere besteht in wenig transparenten Märkten die Gefahr, dass sich Manager auf dem Wege der Verschuldung der Firma persönlich bereichern, z.B. über betrügerischen Konkurs, und damit das Risiko des Kreditgebers weiter erhöhen.

Die beschriebenen Mechanismen von Kreditmärkten wurden an Hand der Erfahrungen in entwickelten Marktwirtschaften formuliert. Für die Transformationsländer sind alle genannten Risiken höher, was den gegebenen Problemaufriss noch relevanter macht. In Abschnitt III.2.1 werden die Risiken in den verschiedenen Transformationsländern genauer betrachtet.

Letztlich führt das Verhalten dazu, dass das Kreditangebot (bei niedrigerem Zins) geringer ist als das Gleichgewichtsangebot und die Kreditvergabe rationiert wird. Sind die Risiken sehr hoch, so führt dieses Verhalten zu einer beträchtlichen Verminderung des Kreditangebots und damit zu einer Einschränkung der Investitionen. Hoch risikoreiche Projekte werden auch in Industrieländern nicht durch normale Bankkredite finanziert, sondern es gibt dafür z.B. einen eigenen Markt für Venture-Kapital. Fehlende finanzielle Mittel werden in den Transformationsstaaten immer wieder als Hindernis der wirtschaftlichen Entwicklung genannt. Obwohl für den Kreditmangel auch andere Faktoren wie die restriktive Geldpolitik verantwortlich gemacht werden, ist es verbreitet, den schlechten Zustand des Bankensystems als wesentliche Ursache der Investitionsschwäche anzuführen.

III.1.1. Ansätze zur Überwindung der Asymmetrie der Informationen

Um den beschriebenen Verhaltensrisiken und der Negativauswahl zu begegnen, die auf ungleichen Informationen beruhen, muss ein besserer Informationsfluss ermöglicht werden. Dazu bieten sich verschiedene Möglichkeiten an: erhöhte Kontrolle und Monitoring des Investors durch die Bank oder aber der Investor selbst versucht, die Glaubwürdigkeit seiner Informationen zu erhöhen.

Wesentliche Voraussetzungen einer verbesserten (Einzelfall)kontrolle sind die Buchführungsvorschriften, Prüfbestimmungen, Regeln der corporate governance wie auch Kenntnisse und Technologien der Kreditabteilungen der Banken. Seine Glaubwürdigkeit kann der Kreditnehmer erhöhen, indem er Signale aussendet (signaling), die in

einem direkten Zusammenhang mit dem Kredit stehen. Dies kann z.B. dadurch geschehen, dass der Kreditnehmer einen Teil des Risikos selbst übernimmt, in dem er z.B. Pfandsicherheiten zur Verfügung stellt.

Wirtschaftspolitisch ergibt sich daraus die Forderung, dass es für einen funktionsfähigen Kreditmarkt notwendig ist, durch geeignete Mittel die oben genannten Informationsunterschiede zu verringern. Unterschiedliche Auffassungen über den Aufbau von Kreditmärkten in den Transformationsländern sind denkbar:

In einem Fall wird davon ausgegangen, dass in noch wenig entwickelten Wirtschaften nicht genügend Vermögen bei den potentiellen Investoren vorhanden ist, so dass sie kaum materielle Kreditsicherheiten stellen können, um anreizkompatible Kreditverträge zu gestalten. Damit muss das Schwergewicht auf besserer Kontrolle und verstärktem Monitoring durch die Banken liegen. In der Anfangsphase wird dieser Markt durch eine hohe Fremdkapitalfinanzierung und vergleichsweise hohe Kontrollkosten gekennzeichnet sein.

Ein anderer Blick geht davon aus, dass die Überwindung des Informationsproblems es unumgänglich macht, dass der besser informierte Kreditnehmer sich selbst bindet, indem er z.B. eignes Kapital einsetzt, Pfand vergibt oder seine Reputation[22] einsetzt. In diesem Szenario könnte sich der Kreditmarkt nur auf Basis einer anfänglichen Vermögensakkumulation entwickeln, welche es später erlaubt, Kreditsicherheiten zu geben. In der Anfangsphase wäre der Markt durch einen hohen Anteil der Selbstfinanzierung und vergleichsweise geringer Außenfinanzierung gekennzeichnet.

In der Realität wird keines dieser Szenarien in Reinform auftreten, sondern es werden immer Elemente beider Entwicklungspfade gleichzeitig vorhanden sein. Jedoch ist es nützlich, die verschiedenen Aspekte im Auge zu behalten, da sie unterschiedliche Handlungsempfehlungen implizieren. In einem Fall liegt das Schwergewicht auf dem schnellen Aufbau eines Bankensystems, ohne allerdings Kompromisse bei der Regulierung und Informationsbereitstellung zuzulassen. Im anderen Fall steht die rasche Vermögensbildung, z.B. durch die Steuerpolitik, bei den Unternehmen im Vordergrund. Die Fragen der Selbst- bzw. Fremdfinanzierung werden in Abschnitt IV behandelt.

III.2. Die Entwicklung des Bankensystems

Bis zum Beginn der Transformation herrschte in Osteuropa ein Mono-Bank-System, in Form der Zentralbank, mit einigen wenigen Spezialbanken z.B. für Außenhandel oder bestimmte Sektoren (Landwirtschaft, Industrie etc.) Die Entwicklung zu einem marktwirtschaftlichen Bankensystem geschah anfangs durch Umwandelung von Branchen der Nationalbank in eigenständige Banken. Im Laufe der Zeit wurden die Banken privatisiert, und es kamen durch Neugründung weitere hinzu.

---

[22] Die Gefahr des Reputationsverlusts als Anreiz, glaubwürdige Informationen zu geben, wird oftmals als Merkmal für die Funktionsweise der Kreditbeziehungen in Ostasien hervorgehoben. Reputation ist vor allem dann wirksam, wenn langfristige, oft wiederkehrende Kreditbeziehungen bestehen.

In fast allen MOE-Ländern, jedoch deutlich weniger in den GUS-Ländern, wurde in der ersten Hälfte der neunziger Jahre das Bankensystem durch Staatsprogramme von seinen „schlechten Schulden" befreit. Diese Rehabilitierung des Bankensystems wurde zumeist durchgeführt, indem eine Restrukturierungsbank geschaffen wurde, der die schlechten Schulden übergeben wurden, während die Banken mit Staatsanleihen rekapitalisiert wurden. Polen wählte ein dezentrales Rehabilitierungsprogramm, bei dem die Banken selbst über die Behandlung ihrer schlechten Schulden entscheiden mussten, nachdem sie rekapitalisiert waren. Die Gesundung des Bankensektors gelang nicht immer im ersten Anlauf, so dass in einigen Ländern die Rehabilitierungsprogramme mehrmals durchgeführt wurden, da sich immer wieder neue schlechte Schulden ansammelten. Zuletzt plante Tschechien einen neuen Versuch, überschuldete Grossbetriebe durch einen Schulden-Eigentums-Tausch zu entschulden. Auch wegen Schwierigkeiten mit den EU-Regeln wurde dieser Ansatz aber 2001 wieder fallen gelassen. Für die Rehabilitierungsprogramme mussten beträchtliche Beträge von knapp 2% (Polen) bis zu 9% des BIP (Tschechien) aufgewendet werden.[23] Andere Berechnungen kommen zu deutlich höheren Kosten der Rehabilitierung.[24]

TABELLE 5

Anteil der notleidenden Kredite in % der gesamten Kredite

	1994	1996	1999	2000
Polen	27,9	12,7	13,3	14,7
Tschechien	35,7	28,2	32,1	29,6
Ungarn		12,5	8,8	7,9

Quelle: Nationale Zentralbanken

Bei den Daten von Tschechien in Tabelle 5 ist zu beachten, dass die Konsolidierungsbank nicht in den Daten enthalten ist. Der Anteil der notleidenden Kredite sank in 2000, da ein Teil der schlechten Schulden von der Konsolidierungsbank übernommen wurde. Während Ungarn und die baltischen Staaten einen einstelligen Anteil von notleidenden Krediten haben, ist er in Rumänien mit 35% noch höher als in der Tschechischen Republik. Die Slowakei weist 19% aus, hat aber ebenfalls in 1999 einen Teil der notleidenden Kredite in ihre Konsolidierungsbank transferiert. Während sich in Russland der Anteil vom Krisenhoch (30,9%) in 1998 auf 15,3% in 2000 halbierte, haben die „schlechten Schulden" in der Ukraine einen Anteil von über 30%. In diesen beiden Ländern können sich die Einstufungskriterien für notleidende Kredite deutlich von den

[23] Reininger, Schardax, Summmer (2001), S.5.

[24] Siehe DB Research (2001), S.5. L. Bokros (2001), S. 8 nennt für Ungarn Kosten von 10% des BIP.

Regeln in den EU-Beitrittsländern unterscheiden. Wie aus diesen Daten ersichtlich, sind die Probleme einer (erneuten) Überschuldung noch nicht in allen Ländern bereinigt.

Nach den ersten Rehabilitierungsbemühungen des Bankensystems haben die meisten Länder die Privatisierung in Angriff genommen. In Estland und Lettland ist die Privatisierung des Bankensystems fast abgeschlossen. In Ungarn gehört ebenfalls über 90% der Bilanzsumme des Bankensystems privaten Eignern, in Polen wie in Tschechien liegt der Anteil bei über 75%.

Die Entwicklung der Zahl der Banken ist in Tabelle 6 wiedergegeben. Hieraus wird deutlich, das nach einer starken Ausweitung der Banken in der ersten Hälfte der neunziger Jahre nunmehr in den meisten Ländern ein Konzentrationsprozess eingesetzt hat.

TABELLE 6

Zahl der Banken (mit ausländischer Mehrheitsbeteiligung)

	1996	1997	1998	1999	2000
Bulgarien	42 (3)	28 (7)	34 (17)	34 (22)	35 (22)
Polen	81 (25)	83 (29)	83 (31)	77 (39)	74 (47)
Rumänien	31 (8)	33 (13)	36 (16)	34 (19)	33 (21)
Slowakei	29 (14)	29 (13)	27 (11)	25 (10)	23 (13)
Tschechien	53 (14)	50 (15)	45 (15)	42 (17)	40 (16)
Ungarn	41 (25)	41 (30)	40 (27)	39 (27)	38 (30)
Russland	2029 (22)	1697 (26)	1476 (30)	1349 (32)	1311 (33)
Ukraine	229 (6)	227 (12)	175 (12)	161 (15)	154 (14)

Quelle: EBRD (2001)

Die Privatisierung wurde durch Tender oder Direktverkauf an ausländische Banken vorgenommen. Wie aus der Tabelle 6 zu ersehen ist, hat sich der Anteil der Banken mit ausländischer Mehrheitsbeteiligung in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre deutlich erhöht. In den MOE-Ländern sind mehr als 60% der Aktiva des Bankensystems in ausländischer Hand. Der Auslandsanteil hat sich in den letzten Jahren in allen Ländern deutlich erhöht. Weitere Großbanken stehen in Polen (PKO BP SA), Ungarn (OTP) und Rumänien (Banca Commerciala Romana) noch zur Privatisierung an. Es ist mit einer weiteren Steigerung des Auslandsanteils im osteuropäischen Bankensystem zu rechnen. Allerdings gibt es auch beträchtlichen öffentlichen Widerstand, gerade die großen Sparbanken an strategische ausländische Investoren zu verkaufen.

TABELLE 7

Auslandsanteil an der Bilanzsumme des Bankensystems in 2000, in %

Bulgarien	67	Tschechien	67
Polen	49	Ungarn	62
Rumänien	31	Russland	7
Slowakei	76	Ukraine	6

Quelle: Bank Austria (2001)

Die starke ausländische Beteiligung am Bankensektor, ähnlich wie am Kapitalmarkt, spricht natürlich vor allem dafür, dass auf diese Weise auch beträchtliches bankspezifisches Wissen, vor allem im Bereich der Kontrolle und Auswahl von Kreditnehmern eingeführt wurde. Im Zuge der Bankenprivatisierung flossen anfangs beträchtliche finanzielle Mittel nach Osteuropa, danach haben die ausländischen Banken ihren Anteil auch durch stärkeres Wachstum ausgebaut.

Die höhere makroökonomische Stabilität wie auch die verbesserten Banktechniken, nicht zuletzt durch die ausländischen Beteiligungen, sollten sich in Zukunft in erhöhten Einlagen niederschlagen. Jedoch beginnen auch die ausländischen Banken nur langsam mit den Massengeschäften, bei denen die Margen normalerweise geringer sind als in Spezialbereichen, z.B. der Exportfinanzierung, auf die sich die Banken anfangs konzentrierten. Es gibt die Befürchtung, dass gerade die zumeist großen ausländischen Banken Kreditgeschäfte mit kleinen und mittleren Unternehmen vernachlässigen und sich auf andere lukrative Teile des Kreditmarktes konzentrieren. Anhaltspunkte für diese Befürchtungen wurden in verschiedenen lateinamerikanischen Staaten gefunden. Andererseits wird durch den Zugang der Auslandsbanken der Wettbewerb verstärkt, was die kleineren heimischen Banken dazu zwingt, auf weniger wettbewerbsintensive Märkte, z.B. Kredite an KMU, auszuweichen. Für Ungarn gibt es dafür eine gewisse empirische Evidenz.[25] Mit Staatsgarantien und Subventionen von Hypotheken für KMU hat sich die Kreditvergabe in diesem Bereich in den letzten Jahren stark beschleunigt.

Der Verkauf großer Banken an ausländische Investoren hat wesentlich dazu beigetragen, dass der Bankensektor eine stärkere Rolle bei der Durchsetzung von Kontrolle und Überwachung der kreditnehmenden Firmen spielt. Es hat geholfen, die Praktiken der angeordneten Kredite (directed credits) und von Krediten unter Insidern zu begrenzen. Bezieht man den Kapitalmarkt – als weitere Institution der Unternehmenskontrolle – ein, so muss man allerdings sagen, dass betrügerische Geschäfte wie auch Verletzungen der Eigentumsrechte von Minderheitseignern durch finanzielle Transaktionen noch keineswegs der Vergangenheit angehören. Von den fortgeschritteneren Transformationsländern sind vor allem Tschechien und die Slowakei vom sogenannten „tunneling“ (Verletzung der Rechte bzw. „Enteignung“ der Minderheitseigentümer durch Mehrheitseigentümer) betroffen. Aber auch in Polen kam es wiederholt zu „Skandalen“, an

[25] Bonin, Abel (2000)

denen auch ausländische Firmen beteiligt waren.[26] Obwohl die Privatisierungen im Finanzbereich einen wesentlicher Beitrag zur Entpolitisierung der Kreditbeziehungen geleistet haben, bestehen in vielen Ländern noch Mängel bei der corporate governance, die weder das Bankensystem (Kreditmärkte) noch die Kapitalmärkte bisher beseitigen konnten. Das Finanzsystem in den meisten Ländern Osteuropas erfüllt noch nicht ausreichend seine Überwachungs- und Kontrollfunktionen gegenüber den Unternehmensleitungen.[27]

Nachholbedarf besteht noch bei der Regulierung und Überwachung des Bankensystems und der Kapitalmärkte, obwohl in den letzten Jahren die Regulierungen verschärft wurden. Alle MOE und die baltischen Länder erfüllen die Anforderungen der BIS an die Kapitaladäquanz (8%). Trotzdem ergeben sich ständig neue Gefahren, da laufend neue Bankprodukte auf den osteuropäischen Markt kommen. Noch nicht alle Institutionen und Regelungen, die von der BIS und der EU gefordert werden, sind in allen MOE-Ländern eingeführt worden. In den jüngsten Fortschrittsberichten der EU wurde zumeist eine weitere Stärkung und vor allem die Durchsetzung der Aufsichtsfunktionen für das Bankensystem und die Kapitalmärkte gefordert. Eine detaillierte Bewertung der entsprechenden Gesetze zur Regulierung und Überwachung des Bankensystems kommt zu dem Ergebnis, dass Polen gefolgt von Ungarn an der Spitze steht, danach folgen Estland, die tschechische und slowakische Republik und am Ende Bulgarien, Ukraine und Russland.[28] Andere Beobachter sehen Polen allerdings deutlich hinter Ungarn und Estland. Die sachgerechte Anwendung der Regulierungsvorschriften bleibt in allen Ländern ein Problem „After ten years of transition there is no single country in Central and Eastern Europe where the financial regulatory and supervisory agencies are really free from – sometimes very open and brutal – political interference.“[29]

Trotz des Zuflusses von ausländischem Kapital und know-how ist der Bankensektor in Osteuropa noch immer unterentwickelt. Gemessen an der Bilanzsumme der Banken zum BIP, der im Euroland bei 260% liegt, erreichen die MOE-Länder einen Wert von knapp 70%. Im Vergleich zum österreichischen Bankensystem mit einer Bilanzsumme von 560 Mrd. Euro, weist das gesamte Bankensystem der MOE-Länder (einschließlich Slowenien und Kroatien) nur eine Bilanzsumme von unter 300 Mrd. Euro auf.

Gängige Indikatoren zur Messung der Größe und Bedeutung des Finanz- und Bankensystems sind der Monetisierungsgrad der Wirtschaft und die Kreditvergabe an Private im Verhältnis zum BIP. In den Tabellen 8 und 9 sind die beiden Kennziffern über die Zeit dargestellt.

---

[26] Siehe z.B. The Economist, October 27, 20001, A Survey of Poland.

[27] Allerdings gibt es auch Zweifel, ob das Finanzsystem in Industriestaaten diese Rolle erfüllt. „Die Vorstellung vom Finanzsystem als Kontrolleur des Unternehmenssektors beruht auf einer Überschätzung der Macht wie auch der Intentionen von Finanzinstitutionen.“ Hellwig (1997), S. 239.

[28] Neyapti, Dincer (2001), Table1.

[29] L. Bokros (2001), S. 32. Natürlich gibt es in Form und Umfang der Einflußnahme große Unterschiede zwischen den Ländern. In Russland und der Ukraine ist deutlich sichtbar, dass ein großer Teil des Machtkampfes zwischen verschiedenen Finanzgruppen sich in diesem Bereich abspielt. In der Ukraine wurde nicht nur der frühere Zentralbankchef und damalige Leiter der Börse, Getman, erschossen, sondern kürzlich auch ein Mitglied der Wertpapieraufsichtsbehörde.

TABELLE 8

Geldmenge M2 in % des BIP

	1993	1995	1997	1999	2000
Bulgarien	77,6	64,9	32,5	30,4	35,0
Polen	35,9	33,9	37,3	42,8	43,0
Rumänien	22,3	25,1	24,6	24,9	23,2
Slowakei	65,0	64,7	65,0	64,1	67,8
Tschechien	68,3	78,6	69,9	66,0	73,8
Ungarn	55,4	48,4	46,5	46,6	46,3
Russland	23,9	17,9	18,4	21,7	22,1
Ukraine	32,5	12,7	13,4	16,6	18,1

Quelle: IFS: M2 = Rubriken: 34 (money) + 35 (quasi-money)

Der Monetisierungsgrad gibt die Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität wieder. In den EU-Ländern herrschen Werte von 50 bis 70% vor. Bereits seit Beginn der Transformation haben Tschechien und die Slowakei hohe Monetisierungsgrade. In den folgenden Tabellen wird immer wieder ersichtlich, dass diese beiden Länder fast immer die höchsten Werte bei den Kennziffern des Finanzsystems aufweisen. Dieses ist darauf zurückzuführen, das die Inflation in der Tschechoslowakei nach Beginn der Transformation niedrig war, so dass es nur zu einer mäßigen Erosion der Schulden kam. Die hohen Schulden der Betriebe blieben zu einem erheblichen Teil real bestehen. Dieses soll auch als Hinweis dafür genommen werden, dass die absoluten Größen dieser Kennziffern nur beschränkt aussagekräftig sind.

Ungarn und Polen nähern sich bei der Monetisierung der 50% Marke. Danach folgen Bulgarien und Rumänien und am Ende Russland und die Ukraine. Diese Rangfolge, wie sie sich beim Monetarisierungsgrad zeigt, wird sich bei fast allen anderen Kennziffern, die wir im Folgenden aufführen, wiederholen. Soweit man die Ländergruppen (MOE-3, übrige MOE-Länder, GUS) betrachtet, entspricht sie dem Konsens über den Fortschritt der Reformen allgemein.

Die Geldversorgung in Russland und der Ukraine ist außerordentlich niedrig. Nicht selten wird die Liquiditätsknappheit in den Transformationsländern zur Begründung von Problemen bei der Finanzierung der Produktion und der Investitionen genannt. Die darauf aufbauende Forderung einer verstärkten Geldversorgung der Wirtschaft, um die Produktion anzukurbeln, muss allerdings sehr skeptisch gesehen werden. Der niedrige Monetisierungsgrad ergibt sich nämlich fast ausschließlich aus der geringen „Geldschöpfung“ des Bankensystems, nicht aber aus einem Mangel an Zentralbankgeld. Vergleicht man die Werte von M1/BIP so zeigt sich, das diese Kennziffern zwischen den Ländern viel weniger voneinander abweichen. Die Geldmenge M1 beträgt in der Ukrai-

ne und Russland ebenso wie in Polen etwa 12% des BIP. In Ungarn werden 18% und in Tschechien wieder der höchste Wert von 25% erreicht. Es ist also nicht die restriktive Bereitstellung von Geld durch die Zentralbank, sondern die geringe Funktionsfähigkeit des Bankensystems, welche zur Knappheit von Liquidität führt.

Tabelle 9

Bankkredite an Private in % des BIP

	1993	1995	1997	1999	2000
Bulgarien	3,7	21,1	12,6	14,5	14,6
Polen	12,2	11,9	17,0	23,6	26,0
Rumänien			8,4	8,2	7,2
Slowakei	30,3	26,3	42,1	37,2	31,0
Tschechien	49,8	58,0	65,1	52,8	48,3
Ungarn	28,1	22,2	23,9	25,7	30,4
Russland	11,8	8,7	9,5	11,5	12,3
Ukraine	1,4	1,5	2,4	8,4	10,4

Quelle: IFS

Dieses wird deutlich sichtbar, wenn man den Umfang der Kredite an Private durch das Bankensystem betrachtet. Tschechien und die Slowakei führen wieder das Feld an, dicht gefolgt von Polen und Ungarn. Gegenüber den übrigen verzeichneten Ländern tut sich bereits eine beträchtliche Lücke auf. Bemerkenswert ist der deutliche Anstieg der Kredite pro BIP in Polen, aber auch in der Ukraine. Doch in allen Ländern ist der Umfang der Kredite noch außerordentlich gering, wenn man es mit der entsprechenden Maßzahl der EU-15 Länder vergleicht, bei denen die Kredite an Private über 90% des BIP ausmachen. Auch im Vergleich zu den schnell wachsenden Entwicklungsländern mit entsprechenden Kreditanteilen von 60 – 70% des BIP gibt es einen Nachholbedarf. Insgesamt kann man feststellen, dass – unabhängig von der einzelnen Messgröße – die Intermediationsleistung des Bankensystems in Osteuropa noch deutlich unter den Werten liegt, die in Industrieländern erreicht werden. Von daher muss man auch Schwierigkeiten bei der Transformation der Ersparnisse der Haushalte und Unternehmen in effiziente Investitionen erwarten. Unterschiedliche Gründe sind für das niedrige Niveau der Kreditvergabe zu nennen.

An erster Stelle ist hier natürlich an die Höhe der Zinsen zu denken. Wir werden diesem Problem in einem eigenen Abschnitt nachgehen. Ein anderer wichtiger Faktor, der zur Begrenzung der Kreditvergabe führen kann, ist die geringe Höhe der Bankeinlagen. Obwohl die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, wie eingangs diskutiert, zumeist dem normalen europäischen Niveau entspricht, sind die Einlagen bei den Banken wesentlich geringer als der europäische Durchschnitt. Die Einlagen pro Kopf bei den Banken be-

tragen in den MOE-Ländern weniger als 20% des EU-Durchschnitts. Grosse Teile der Ersparnisse werden in bar zu Hause gehalten und nicht dem Bankensystem zur Verfügung gestellt. Obwohl alle Länder mittlerweile über Einlagesicherungssysteme, manchmal allerdings auf sehr niedrigem Niveau, verfügen, fehlt noch das Vertrauen dem Bankensystem die Ersparnisse anzuvertrauen. Hier wirkt die Erfahrung der hohen Inflation am Anfang der neunziger Jahre nach, als große Teile der Ersparnisse verloren gingen. Weiterhin kam es in vielen Ländern zu Bankzusammenbrüchen, die ebenfalls mit dem Verlust der Einlagen verbunden waren.

Zwischen den Ländern gibt es große Unterschiede. Obwohl in Tschechien bis 1997 ebenso wie in 2000 die realen Einlagezinsen negativ waren, weist Tschechien bei weitem die höchsten Pro-Kopf Einlagen im Bankensystem auf. Eine Ursache hierfür mag sein, dass Tschechien keine extreme Inflation am Anfang der Transformation verzeichnet, die in anderen Ländern die gesamten Ersparnisse vernichtet hat. In Ländern wie Bulgarien und Rumänien in 1997 hat eine zweite Inflationswelle nach dem Beginn der Transformation erneut die Verbraucher verunsichert. Die Höhe der realen Einlagezinsen in Polen und Ungarn war in den letzten Jahren ausreichend und scheidet als wesentlicher Grund der geringen Einlagen aus. Anders dagegen in Russland, in dem in den letzten 4 Jahren die realen Einlagezinsen bei weitem nicht die Inflation kompensieren konnten. Diese Länder weisen auch eine bedeutende Kapitalflucht aus. Diese Anlagen im Ausland, nicht nur aus Gründen der Steuervermeidung, sind eine Alternative zum heimischen Bankensystem.

Eine weitere Erklärung für die geringen Einlagen ist, dass die Finanzmittel direkt, d.h. unter Aussparung des Bankensystems, in Betrieben angelegt werden. Der Kapitalmarkt wird dafür ebenfalls kaum in Anspruch genommen, sondern es handelt sich um Direktfinanzierungen von Investitionen. Näheres dazu findet sich im Abschnitt über die Unternehmensfinanzierung.

III.2.1. Kreditzinsen und Risiko

Dieser Abschnitt nimmt zum einen nochmals die Frage nach den Ursachen der niedrigen Kreditvergabe auf und untersucht zum anderen die Größe und den Einfluß des Risikos auf die Zinsen.

Eine Studie der Deutsche Bank Research stellt fest, dass „high real interest rates ... cannot be blamed for the lack of borrowing. Real lending rates ... are only 100 – 150 basis points higher on average in the CEE-10 than in EU member states“.[30] Diese Aussage gilt jedoch nur, wenn man über die Länder aggregiert und sie verdeckt die großen Unterschiede zwischen den Ländern. Die Berechnung der Realzinsen sollte durch Deflationierung des Nominalzinssatzes mit der Inflation der kommenden Periode erfolgen. In unseren Berechnungen haben wir den Nominalzinssatz mit der Inflation des Folgejahres deflationiert. Dies hat eine Berechtigung, da der Großteil der Kredite in Osteuropa noch

[30] DB Research, EU Enlargement Monitor, No. 5, August 29, 2001.

eher kurzfristiger Natur ist. Bei langfristigen Krediten müssten die gewichteten Inflationsraten der Perioden zu Grunde gelegt werden, für die die Kredite gegeben werden. Weiterhin scheint es für Unternehmenskredite gerechtfertigt, den Erzeugerpreisindex (EPI) zu verwenden statt des Konsumgüterpreisindexes (KGI), der sicher für die Einlagezinsen relevanter ist. In Tabelle 10 sind die durchschnittlichen jährlichen realen Kreditzinsen der Periode 1996 – 2000 wiedergegeben.

TABELLE 10

Reale durchschnittliche Kreditzinsen 1996 – 2000 **

	KGI	EPI*		KGI	EPI*
Bulgarien	-19	-23	Ungarn	7,1*	8,4
Tschechien	4,6	7,5	Russland	15,0	22,5
Polen	11,4	13,8	Ukraine	33,1	35,0

* 1996 – 1999

** berechnet als geometrisches Mittel der jährlichen Realzinsen $(1+i)/(1+p_{+1})$, wobei i der Nominalzinssatz und p die entsprechende Inflationsrate des Folgejahres ist.

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis der IFS-Daten.

Die Angaben für Bulgarien sind durch die Explosion der Preise in 1997 verzerrt. Die Inflation von über 1000% in diesem Jahr führte zu extremen negativen Realzinsen für Kredite, die 1996 vergeben wurden. Betrachtet man nur die Periode 1997 – 2000, so liegen die Realzinsen (GKI) bei 2,5% und bei Deflationierung mit dem EPI (1997 – 1999) bei 15%. Wie in allen Ländern ersichtlich, sind die Realzinsen auf Basis der Industriepreise (EPI) deutlich höher, da die Erzeugerpreise im Durchschnitt eine geringere Inflation aufwiesen als die Konsumgüterpreise. Dieser Unterschied in den beiden Preisindices ist teilweise auf administrative Anhebungen der Haushaltsabgabepreise für Energie, kommunale Dienstleistungen und Mieten zurückzuführen.

In Tschechien entsprachen die durchschnittlichen Realzinsen etwa dem Niveau im Euroland. Allerdings ist zu beachten, dass die Realzinsen von Jahr zu Jahr erhebliche Schwankungen aufweisen. So stiegen sie 1998 kurzfristig auf über 10%, da die Inflation 1999 von 11% auf 2% gesunken war, was aber bei der Zinsfestlegung in 1998 noch nicht berücksichtigt wurde bzw. werden konnte. Um 100 – 200 Basispunkte höher lagen die Realzinsen in Ungarn. Deutlich über dem europäischen Niveau sind die Kreditzinsen in Polen. Insgesamt waren die realen Kreditzinsen in den MOE-Ländern, insbesondere wenn die Erzeugerpreise zur Deflationierung benutzt werden, relativ hoch und haben zur Kreditzurückhaltung beigetragen. Trotzdem sind in dieser Phase die Investitionen deutlich gestiegen, was insbesondere für Polen und Ungarn auf eine vergleichsweise geringe Zinsempfindlichkeit der Investitionen hinweist.

Russland wie auch die Ukraine verlangen extrem hohe Realzinsen. In diesen beiden Ländern ist die Zinshöhe sicher eine wichtige Ursache für die geringe Kreditvergabe.

Grundsätzlich sind die Zinssätze nicht unbedingt mit einem Gleichgewichtszinssatz gleichzusetzen. Es ist wahrscheinlich, dass eine Kreditrationierung erfolgt, so dass vor allem die guten Risiken zu den genannten Sätzen Kredite erhalten. Projekte die risikoreicher eingeschätzt werden, werden möglicherweise von der Kreditvergabe völlig ausgeschlossen.

Unter dem Blickwinkel der Profitabilität des Bankensystems ist die Zinsdifferenz zwischen Einlage- und Kreditzinsen von Bedeutung. Diese Spanne lag in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre für Tschechien und Ungarn zwischen 3 und 5 Prozentpunkten, was in etwa dem Niveau in entwickelten Industrienationen entspricht. Für Polen lag der Zins-Spread bei etwa 6 Prozentpunkten. Allerdings ist zu beachten, dass die Zinsdifferenzen nur ein Einflussfaktor auf die Profitabilität der Banken ist, eine andere wichtige Größe sind die Mindestreserveverpflichtungen, die in Ungarn und Polen deutlich höher sind als in den EU Ländern. In den weniger fortgeschrittenen Reformländern ist die Zinsdifferenz durchaus zweistellig; in Russland über 20% und in der Ukraine sogar 30%. Besonders in Ländern, in denen das Problem der schlechten Schulden noch nicht gelöst ist, sind höhere Zinsspannen erforderlich zur Abdeckung der weiter bestehenden Risiken.

Die vergleichsweise niedrige Zinsspanne in den MOE-3 Ländern deutet auf starke Konkurrenz hin, die auch die Gewinnmargen schmälert. Unter dem Blickwinkel der Zinsdifferenzen als Einkommen der Banken sollte auch die Inflation berücksichtigt werden.[31] Die realen Zinsdifferenzen in diesen Ländern sind etwa 50 Basispunkte niedriger als die nominale Spanne. Dieses verstärkt das Argument über den intensiven Wettbewerb im osteuropäischen Bankensystem. Eine Betrachtung der realen Zinsdifferenzen relativiert auch die exorbitanten Spannen in Russland und der Ukraine; in Russland betrug sie real etwa 15% und in der Ukraine etwa 26%.

Die Risikoeinschätzungen der verschiedenen Marktteilnehmer sind eine entscheidende Größe für alle Teile des Finanzsystems. Das Risiko muss als ein wesentlicher Kostenfaktor auf den Finanzmärkten betrachtet werden. Es ist eine wichtige Entscheidungsdeterminante für Investoren. Im folgenden werden verschiedene Aspekte des Risikos in Osteuropa betrachtet und soweit wie möglich quantifiziert.

Bei der Länderbetrachtung steht zumeist das makroökonomische Risiko im Vordergrund. Das Finanzsystem ist besonders empfindlich gegen schnelle und unerwartete Veränderungen der Wechselkurse, Veränderungen in den Zahlungsbilanzpositionen und der Inflation. Da die Inflation direkt auf den Realzins wirkt, können abrupte Änderungen der Inflation zu großen Änderungen in den Finanzierungskosten führen. Wird die Inflation schnell gesenkt, so führt dies oftmals zu hohen Realzinsen, da die Nominalzinsen erst verspätet angepasst werden. Soweit die Inflation volatil ist und nicht vorhergesagt werden kann, erhöht dies die Unsicherheit der Finanzierungskosten, was sich auf die Realwirtschaft negativ auswirkt. Im vorigen Abschnitt wurde auf die hohe Volatilität der Realzinsen in manchen Ländern hingewiesen.

---

[31] Die reale Zinsdifferenz ergibt sich als $(k - d)/(1+p_{+1})$, wobei k der Kreditzins, d der Einlagezins und p_{+1} die Inflation der Folgeperiode ist. Bei geringer Inflation ist die nominale und reale Zinsdifferenz fast identisch. Bei hohen Inflationsraten kommt es jedoch zu erheblichen Abweichungen der beiden Größen.

In den meisten Ländern Osteuropas kam es in den letzten zehn Jahren zu Währungs- und/oder Bankenkrisen, in deren Folge die Produktion wieder sank: Tschechien 1997, Bulgarien 1996/97, Rumänien 1997/98, Moldavien 1998, Russland und Ukraine 1998. In jedem Falle haben sich während und nach der Krise die Finanzierungskosten in den betroffenen Ländern deutlich erhöht und das System der Finanzintermediation wurde geschwächt. Nachträglich hat es sich in vielen Fällen allerdings als Vorteil herausgestellt, dass das Bankensystem noch relativ unterentwickelt ist und somit die Währungskrisen nur bedingt auf die reale Wirtschaft durchschlugen. Hierbei ist anzumerken, dass die Währungskrisen in Osteuropa – anders als die Asienkrise – zumeist nach dem klassischen Muster verliefen. Außer der tschechischen Krise die durch eine überhöhte Kreditaufnahme des Unternehmenssektors ausgelöst war, lag die Ursache in den anderen Fällen zumeist in hohen Budgetdefiziten, sinkenden Währungsreserven und spekulativen Angriffen auf die heimische Währung.

Eine Gefährdung der makroökonomischen Stabilität, insbesondere der externen Beziehungen der Wirtschaft, wirkt sich direkt auf das Risiko für alle Wirtschaftsubjekte aus. Das Risiko eines Kredites an den Staat bzw. die Regierung wird zumeist geringer eingeschätzt als Kredite an einzelne Wirtschaftsubjekte des Staates. Entsprechend der sovereign ceiling Doktrin wird kein einzelnes Unternehmen ein besseres Kreditrating erhalten als der Staat. Anders ausgedrückt, das Risiko für Staatsanleihen bildet eine Untergrenze für die Kreditrisiken, die den Einzelunternehmen in diesem Land zugeordnet werden. Obwohl diese Doktrin nicht immer gilt, wenn man das Rating einzelner russischer Unternehmen betrachtet, erweist sich das gesamtstaatliche Rating als Anhaltspunkt für die Höhe des Risikos im Lande.

Die bekanntesten Ratings dieser Art beziehen sich auf die Fähigkeit des Staates, seine Schulden in Auslandswährung termingerecht zurückzuzahlen. In der ersten Zeile von Tabelle 11 sind die Einschätzungen der Agentur Standard&Poor´s aufgeführt. Die Bewertung erfolgt nach den Kategorien AAA, AA, A über B bis zu C. Zusätzlich können die Kategorien mit einen + oder – versehen sein. Die besten Bewertungen erhalten Tschechien und Ungarn, während Polen etwas zurückfällt, aber mit BBB+ noch einen „investment grade“ erhält. Die Kredite aller anderen Länder enthalten bereits signifikante spekulative Elemente. Die Ländereinschätzung des Institutional Investors gibt wiederum Ungarn und Tschechien den besten Rang, dann folgt Polen, welches von 145 Ländern an 38ter Stelle eingestuft wurde. Auch bei den übrigen Ländern ändert sich nichts an der Rangfolge gegenüber der S&P Bewertung. Die Ukraine wurde noch deutlich hinter Russland eingestuft. Diese Einschätzungen betreffen die Kreditwürdigkeit des gesamten Landes und sollen vor allem das Risiko für ausländische Investoren abschätzen. Das politische Risiko für ausländische Investoren umfasst u.a. die Gefahr der

TABELLE 11

Verschiedenen Risikoschätzungen

Rating Agentur	Kategorie	Datum	**	BG	POL	ROM	SLOV	CZ	HU	RU	UA
S&P Sovereign Rating	ausländ. Währung; langfristig	November 2001		BB-	BBB+	B	BBB-	A-	A-	B	
Institutional Investor	*Punkte (Rang)*	Sept 2001	↑	36,6 (70)	59,2 (38)	29,1 (85)	47,7 (56)	60,5 (34)	62 (32)	26,8 (93)	17,5 (117)
Pricewaterhouse Coopers	Opacity *Punkte (Zinsaufschlag in Basispunkten)*	IV. Quartal 2000	↓		64 (724)	71 (915)		71 (849)	50 (370)	84 (1225)	
Transparency International.	Corruption *Punkte (Rang)*	Mitte 2001	↑	3,9 (47)	4,1 (44)	2,8 (69)	3,7 (51)	3,9 (47)	5,3(31)	2,3 (79)	2,1 (83)
Bewertung der rechtlichen Situation											
Fraser	legal structure & property rights	1999	↑	6,0	7,1	5,8	7,3	7,1	9,1	4,2	5,3
EBRD:	commercial law	2001	↑	4-	3+	4	3+	3	4-	3+	3
EBRD:	Financial regulations	2001	↑	3	3+	3+	3	3	4-	3-	2+
Bewertung der wirtschaftlichen Situation im Finanzsystem											
Fraser:	Exchange in Financial Markets	1999	↑	5,0	5,5	1,2	5,6	6,5	7,5	2,7	3,7
Heritage Foundation	Banking/Finance	2002	↓	3,0	2,0	4,0	2,0	1,0	2,0	4,0	4,0
EBRD:	Banking	2001	↑	3	3+	3-	3+	4-	4	2-	2
EBRD:	Securities	2001	↑	2	4-	2	2+	3	4-	2-	2

** Bewertungen bedeuten: ↑ je höher die Punktzahl desto besser; ↓ je geringer die Punktzahl desto besser.

Quellen: Websites der Ratingagenturen

Enteignung, Krieg und Aufstände, Beschränkungen des Transfers von Vermögensanlagen, wie z.B. die Repatriierung der Gewinne aus ADI, und Vertragsverletzungen durch den Staat. Diese Risiken können durch internationale (MIGA) und nationale Organisationen (Hermes in Deutschland) versichert werden, wenn entsprechende Abkommen bestehen.

Für das Kreditrisiko der heimischen Unternehmen sind eine große Zahl weiterer Faktoren entscheidend. Wir sprechen hier nicht über das spezifische unternehmerische Risiko eines einzelnen Projektes, sondern über Risiken, die allgemein der Wirtschaft eines Landes zugeordnet werden. Ein wesentlicher Aspekt ist die Transparenz in den Wirtschaftsbeziehungen. Wie schon betont, sind gerade Kreditbeziehungen in hohem Maße von Informationen abhängig. Fehlende Informationen bedeuten höhere Kreditkosten. Neben Informationen sind natürlich auch die rechtlichen Regelungen und – noch bedeutender – ihre Durchsetzung von entscheidender Bedeutung für die Kreditkosten. Hierzu zählt vor allem die Praxis der Vertragstreue und Durchsetzbarkeit von Ansprüchen wie auch die Konkursregelungen. Die folgenden Risikoeinschätzungen betrachten einzelne Aspekte oder ein Bündel dieser Risikofaktoren.

Pricewaterhouse Coopers hat einen Gesamtindex der fehlenden Transparenz zusammengestellt und gibt gleichzeitig eine Kostenschätzung für die länderspezifische Intransparenz in Form eines Risikoaufschlages auf die Zinsen an. Der Index umfasst die Aspekte Korruption, rechtliches System, Makro- und Fiskalpolitik, Rechnungslegungsverfahren und –praxis und die Regulierungen der Wirtschaft. Je niedriger die Punktezahl desto transparenter ist die Wirtschaft. Der Risikoaufschlag für Intransparenz wird in Basispunkten in Klammern angegeben. Das Ranking der Länder in der Spitzengruppe ist: Ungarn vor Polen und Tschechien. Interessant ist, das Tschechien sehr ähnlich wie Rumänien eingestuft ist. Dies liegt vor allem an der schlechten Einschätzung der juristischen Transparenz einschließlich der Teilhaberrechte. Tschechien hat hier nach China die schlechteste Bewertung aller 35 Länder. Noch immer kommt es zu betrügerischen Finanztransaktionen, insbesondere zur „Enteignung und Übernahme“ der Eigentumsanteile von Minderheitsaktionären durch Großaktionäre. Dementsprechend werden die wahren Kreditkosten sehr hoch eingeschätzt, was sich in einem Risikoaufschlag von fast neun Prozentpunkten ausdrückt. In Russland und der Ukraine (ohne Bewertung in diesem Index) ist der Risikoaufschlag sogar noch höher. In beiden Ländern müssen wegen der Intransparenz der Verhältnisse Aufschläge von weit über 10 Prozentpunkten gezahlt werden. Wie gesehen entspricht dies auch den tatsächlichen Realzinsen in diesen Ländern. Betrachtet man nur die Risikoaufschläge für Staatsanleihen aus diesen Ländern, so lagen diese Ende 2000 deutlich im zweistelligen Bereich. Hierbei ist allerdings zu vermerken, dass besonders in IV. Quartal 2001 diese Risikoaufschläge in beiden Ländern stark gesunken sind. Man sollte dies aber nicht mit dem Rückgang des Gesamtrisikos gleichsetzen. Im wesentlichen ist der beobachtete Rückgang der Risikomargen für russische und ukrainische Staatsanleihen mit der verbesserten makroökonomischen Situation zu erklären; nicht unbedingt durch Verbesserung der anderen Risikofaktoren.

Im folgenden wird die Einschätzung einzelner Risikofaktoren betrachtet. Streng genommen messen die folgenden Indikatoren den Zustand einzelner Bereiche im Ver-

gleich zu anderen Ländern bzw. zum Idealzustand einer Marktwirtschaft. Dieses kann insofern auch als Risikomaß betrachtet werden, da Abweichungen von einer voll funktionsfähigen Marktwirtschaft letztlich auf Schwierigkeiten der Informationsverarbeitung durch die Märkte hindeuten und damit bei den Wirtschaftssubjekten zu erhöhter Unsicherheit führen.[32]

Für die Korruption ergibt sich nach Transparency International das erwartete Bild: am besten schneidet Ungarn vor Polen ab. Tschechien ist diesmal gleich auf mit Bulgarien bewertet. Betrachtet man die rechtlichen Aspekte des Risikos, so ergeben sich Unterschiede in der Rangfolge. Nach dem Index of Freedom steht Ungarn an der Spitze gefolgt von der Slowakei und Polen. Bei der Einschätzung der wirtschaftlich relevanten Gesetze durch die EBRD steht bei den Wirtschaftsgesetzen Rumänien an der Spitze, gefolgt von Ungarn und Bulgarien. Die EBRD Bewertungen gehen von 4 (= Regelungen, die einer Marktwirtschaft entsprechen) bis zu 1 (= planwirtschaftliche Regelungen). Alle Noten können noch mit + oder – versehen werden.

Bei der Einschätzung der rechtlichen Regelungen für den Finanzsektor steht Ungarn (4-) vor Polen und Rumänien (3+) an der Spitze. Mit der Bewertung 3 schneidet Tschechien in beiden Rechtsbereichen ziemlich schlecht ab.

Stellt man letztlich auf die wirtschaftlichen Bedingungen im Finanzbereich ab, so vergibt die EBRD die besten Noten an Ungarn, Polen und Tschechien. Ähnlich auch die Bewertungen der Heritage Foundation. Beim Index of Freedom des Fraser-Institutes fällt zusätzlich nur die gute Bewertung für die Slowakei und die extrem schlechte Bewertung für Rumänien auf.

Fasst man diese Indices des Risikos zusammen, so kann man sagen, dass in wirtschaftlichen Fragen, die Bewertung auf einer ordinalen Skala sehr ähnlich ist. Die Spitzengruppe machen die drei Länder Ungarn, Polen, Tschechien aus während am Ende Russland und die Ukraine stehen. Die Bewertung der rechtlichen Aspekte weicht davon ab. Die Slowakei liegt dicht bei der Spitzengruppe, Rumänien und Bulgarien bekommen von der EBRD recht gute Noten.

III.3. Die Aktienmärkte

Die ersten Börsen wurden 1990 in Slowenien und Ungarn eröffnet. Ein Jahr später folgten Estland, Polen und die Tschechische Republik. Bis Mitte der neunziger Jahre waren in allen osteuropäischen Ländern Börsen entstanden. Die Entstehungsgeschichte der Börsen ist unterschiedlich. Anders als in Polen und Ungarn, entstanden die Börsen in Tschechien und der Slowakei als Nebenprodukt der Voucherprivatisierung. Da alle 1600 über Voucher privatisierten Firmen sofort an der Börse handelbar sein sollten, musste auf die Standardanforderungen für die Börsenaufnahme verzichtet werden. Dies

[32] Diese Argumentation ist allerdings in einem strengen Sinne nur teilweise stichhaltig. Eine Annäherung an den Zustand der vollkommenen Marktwirtschaft muss nicht notwendigerweise effizienzsteigernd sein, solange nicht der Endzustand erreicht wird.

beeinflusste auch später noch die Transparenz und Effektivität dieser Börsen negativ. Die Zahl der gehandelten Unternehmen an der Prager Börse nahm über die Zeit beständig ab. Die hohe Zahl der Firmen in Rumänien geht auf die 1996, nach dem Model der Nasdaq, gegründete Rasdaq zurück, die anfangs mit Privatisierungsanteilen handelte. Die Zugangsbedingungen liegen bei der Rasdaq bedeutend niedriger als bei der Bukarester Börse. Der Markt in Polen war von Anfang an in Bezug auf Informationspflichten und dem Schutz der Minderheitsaktionäre gut geregelt, auch Ungarn hat in dieser Hinsicht befriedigende Vorschriften.

Die Größe der Aktienmärkte gemessen an der Marktkapitalisierung zum BIP ist sogar im Vergleich zu Entwicklungsländern noch gering. (vgl Tab. 12) Ungarn nimmt die Spitzenstellung ein. In absoluten Größen steht Russland vor Polen an der Spitze. Alle anderen Börsen Osteuropas – außer Polen, Ungarn, Tschechien und Russland – spielen eine vernachlässigbare Rolle. Auch die zweite wichtige Größe, die Liquidität des Marktes, die durch die Umschlagshäufigkeit gemessen wird, ist in den meisten Märkten nicht sehr hoch. In vielen Märkten beschränkt sich der Handel auf eine kleine Zahl von Aktien. In Tschechien machten 2000 die 10 meistgehandelten Aktien 95% des gesamten Umsatzes aus.

TABELLE 12

Kennziffern der Aktienmärkte in 2000

	Marktkapitalisierung in Mio. $	Marktkap. in % des BIP	Umschlagshäufigkeit in % der Marktkap.	Anzahl der Firmen
Bulgarien	617	5,7	9,2	503
Tschechien	11.002	22,2	60,3	131
Slowakei	742	3,7	129,8	838
Polen	31.279	19,1	49,9	225
Rumänien	1.069	2,6	23,1	5555
Ungarn	12.021	33,7	90,7	60
Russland	38.922	18,0	36,9	249
Ukraine	1.881	2,9	19,6	139
Summe: Osteuropa	97.533			7700
Länder mit				
niedrigem Einkommen	268.082	31,7	114,4	8332
mittlerem Einkommen	2.159.585	41,1	81,6	4914
Europa (EMU)	1.168.755	84,0	94,0	2485

Quelle: World Bank (2001), World Development Indicators

Die Branchenstruktur der börsennotierten Unternehmen hat sich in den letzten Jahren stark gewandelt. Seit 1998 rückte durch Privatisierungen in den Ländern Tschechien, Ungarn und Polen die Telekommunikation neben den Finanzwerten zu den Spitzenreitern auf, wie aus Tabelle 13 ersichtlich ist.[33] In Russland hat allein Gazprom einen Anteil von über 30% an der Marktkapitalisierung. In der Ukraine stehen in den nächsten beiden Jahren große Privatisierungen im Bereich der Elektrizitätsunternehmen und der Telekommunikation an, so dass diese beiden Branchen ebenfalls hohe Anteile an der Marktkapitalisierung erreichen können.

TABELLE 13

Die 3 wichtigsten Branchen in % der Marktkapitalisierung (September 2001)

Tschechien	Finanztitel 28%	Versorger/Bergbau 27%	IT-Telekom 26%
Polen	Finanztitel 45%	IT-Telekom 27%	Öl & Gas 10%
Ungarn	IT-Telekom 34%	Finanztitel 18%	Pharma 18%
Slowakei	Öl & Gas 40%	Finanztitel 35%	Metallind. 16%
Kroatien	Finanztitel 47%	Pharma 37%	Konsum 15%
Russland	Öl & Gas 81%	Versorger/Bergbau 8%	IT-Telekom 7%

Quelle: Thomson Financial Datastream; RZB

Der Handel mit osteuropäischen Aktien ist sehr stark durch Ausländer bestimmt. Sie treten nicht nur als Nachfrager und Anbieter an den lokalen osteuropäischen Märkten auf, sondern darüber hinaus werden eine Vielzahl osteuropäischer Aktien auf westlichen Börsenplätzen gehandelt. Bedeutende Händler von osteuropäischen Aktien sind die auf „emerging markets" spezialisierten Investmentfonds. Nach einer Schätzung auf Basis von 1400 dieser Fonds betrug ihr Anteil an der Marktkapitalisierung der osteuropäischen Börsen in den letzten Jahren zwischen 10 – 15%. Am stärksten war ihr Einfluss in Ungarn und Polen. Insgesamt betrug der Wert der in Osteuropa investierten Anlagen 1998 7 Mrd $.[34] Diese Daten stellen aber nur einen Teil der westlichen Nachfrage dar, da neben Privatleuten auch andere institutionelle Anleger in Osteuropa investieren. Nach Angaben der Zentralbank befinden sich 70% der Marktkapitalisierung der ungarischen Börse in ausländischer Hand. Der Anteil ausländischer Investoren am Umsatz in den MOE-3 Ländern dürfte einen ähnlich hohen Anteil haben.

Ausländer handeln nicht nur an den osteuropäischen Börsen, sondern viele osteuropäische Aktien werden auch an westlichen Börsen direkt oder in Form von Hinterlegungsscheinen (depositary receipts) gehandelt. An den deutschen Börsen werden über 100 osteuropäische Aktien gehandelt. Fast alle Titel des ungarischen Qualitätssegments

[33] Vgl auch Benoit, A., Demel, W., Reininger, T. (2001),. S. 145 –146.

[34] Kaminsky, Lyons; Schmukler (2001), Table 2.

und über 80% der tschechischen Qualitätstitel werden an deutschen Börsen gehandelt. Besonders für institutionelle Anleger sind aber die Märkte in London und New York wichtiger. In London sind etwa zwei Dutzend osteuropäischer Titel gelistet. Seit Oktober 2000 arbeitet auch die NEWEX in Wien, an der direkt osteuropäische Aktien über das XETRA System gehandelt werden können.

Insgesamt kann man schließen, dass die großen osteuropäischen Märkte wesentlich durch Nachfrage und Angebot aus dem Ausland bestimmt sind. Dieses steht im Einklang mit der These, dass die osteuropäischen Märkte auch stark von den Stimmungen der westlichen Marktteilnehmer bestimmt sind. Westliche Anleger investierten im Vergleich zu den Marktgewichten an den Heimatbörsen stärker in Telekommunikation und IT-Aktien,[35] was die Störanfälligkeit der osteuropäischen Aktien für Schwankungen der westlichen Technologiebörsen erklärt.

Angesichts dieser Ausgangslage von geringer Marktkapitalisierung und hohem ausländischem Einfluss wird eine eigenständige Entwicklung der osteuropäischen Börsen schwierig werden. Weltweit zeigt sich eine Tendenz der Konsolidierung und Zusammenschlüssen von Börsenplätzen, denen sich auch Osteuropa nicht entziehen kann. Allenfalls die Börsen in Budapest, Prag und Warschau haben derzeit die Möglichkeit in ausreichende Größenordnungen hineinzuwachsen. Kapitalfinanzierte Rentensysteme könnten dem heimischen Aktienmarkt Impulse geben. Die polnischen Pensionsfonds hatten im Herbst 2001 etwa 1 Mrd. $ in polnische Aktien investiert.[36] Die baltischen Länder haben einen besseren Zugang zu den Finanzmärkten, da man sich zu einer Regionalbörse mit starken Verbindungen zu nordischen Börsen zusammengeschlossen hat. Für die übrigen Länder wird es schwer sein, einen liquiden Markt aufzubauen.

Es besteht die Gefahr, dass die großen Unternehmen sich an ausländischen Börsenplätzen finanzieren. Mehrere große osteuropäische Unternehmen sind bereits an ausländische Börsen gegangen. Setzt sich dieser Trend fort, so könnten die lokalen Börsen kaum jene Größenvorteile realisieren, die die Kosten so drücken, dass sie attraktive Anlageplätze würden. Besonders wären davon die kleineren lokalen Unternehmen betroffen, denen eine Finanzierung über die Börse dann nur zu hohen Kosten möglich wäre.[37]

Der Beitrag der Aktienmärkte zur Versorgung der Betriebe mit Kapital ist noch gering. Die Höhe der Kapitalaufnahme kann jährlich stark schwanken, da sie zum bedeutenden Teil mit der Privatisierung verbunden ist. Die Kapitalaufnahmen an der Warschauer Börse betrugen in den letzten vier Jahren etwas über 3 Mrd. $ und lagen damit deutlich vor der Budapester Börse mit 1,1 Mrd. $.

---

[35] Hüfner, Köke (2000), S. 17.

[36] The Economist, September 1, 2001, S.62.

[37] Vgl. DB Research (2001)

TABELLE 14

Kapitalaufnahme heimischer Firmen an den Börsen, in Mio $

	2000			1999		
	bestehende Unternehmen	neue Unternehmen	**insgesamt**	bestehende Unternehmen	neue Unternehmen	**insgesamt**
Budapest	19,9	210,1	**230,0**	87,7	723,7	**811,4**
Prag	252,5	0,0	**252,5**	47,4	0,0	**47,4**
Warschau	856,6	6,0	**862,6**	282,5	128,1	**410,6**
Bucharest	110,8	3,5	**114,3**	92,2	64,5	**156,7**
Tallin	31,8	0,0	**31,8**	30,4	748,1	**778,5**

Quelle: FDVI (2000)

III.3.1. Zur Parallelität der Entwicklung der Aktienkurse in Ost und West

Seit Mitte der neunziger Jahre ist zu beobachten, dass sich die Aktienmärkte weltweit ähnlich entwickeln. Die Korrelation zwischen dem amerikanischen Markt und den europäischen Märkten ist deutlich gestiegen. Dieser Abschnitt geht der Frage nach, inwieweit auch die Aktienmärkte in Osteuropa sich entsprechend westlicher Vorgaben entwickeln.

Besteht eine enge Korrelation zwischen dem amerikanischen/europäischen Markt und den osteuropäischen Märkten, so wäre dies aus zwei Gründen von Interesse. Zum einen, wäre dies ein Übertragungsweg, über den Krisen aus anderen Teilen der Welt nach Osteuropa übertragen werden könnten. Zum anderen würde eine enge Korrelation den Wert der osteuropäischen Märkte als Diversifizierungsinstrument für internationale Anleger senken, da Anleger unter dem Gesichtpunkt der Risikominimierung versuchen, ihr Portefeuille auf unkorrelierte Risiken zu verteilen. Im ersten Fall wird also die Ansteckungsgefahr der osteuropäischen Finanzmärkte erhöht und im zweiten Fall wird ihre Attraktivität für internationale Anleger gesenkt.

Die Aktienmärkte überall auf der Welt werden zunehmend von globalen statt lokalen Faktoren bestimmt. Dieses hat verschiedene Ursachen, die vor allem von der Entwicklung kostengünstiger Kommunikationstechnologien wie auch von den Erleichterungen bei den internationalen Kapitalströmen/Portfolioinvestitionen herrühren.

Auch Osteuropa ist von diesen Entwicklungen nicht verschont geblieben. Mit dem Rückgang der Börsenkurse in Amerika und Europa seit Beginn des Jahres gingen auch die meisten osteuropäischen Börsen deutlich zurück. In Prag, Budapest und Warschau lagen die Aktienindices im November 2001 20 – 30% unter ihrem Jahresanfangswert. Ein Ausnahme macht nur der russische Index, der im Laufe des Jahres noch zulegen konnte. Wie an den westlichen Börsen zeigte sich auch an den meisten osteuropäischen Börsen ein kurzer Rückgang der Kurse nach dem Terroranschlägen vom 11. September

2001, obwohl diese Rückgänge weniger ausgeprägt waren als an den westlichen Börsen.

Eine einfache Korrelation der Veränderung der Börsenindices zeigt, dass die Entwicklungen an großen westlichen Börsen und den in Osteuropa durchaus Gemeinsamkeiten aufweiset. Der Zusammenhang zwischen der osteuropäischen Börsenentwicklung mit dem amerikanischen Index S&P 500 und der Entwicklung des deutschen Aktienmarktes ist über die Zeit (nach der Russland Krise) deutlich enger geworden.[38] Aus Tabelle 15 geht hervor, dass eine enge Korrelation zwischen den Aktienmärkten Osteuropas besteht. Dieses hat sich auch in der Russlandkrise im Herbst 1998 gezeigt, die sich auch an den Börsen der MOE-Staaten – allerdings begrenzt – ausgewirkt hat.

TABELLE 15

Korrelation zwischen verschiedenen wöchentlichen Renditen

	Ungarn	Polen	Russland	US S&P 500	Deutschland MSCI
Juli 1997 – Juli 1998					
Tschechien	0,41	0,44	0,45	0,15	0,10
Ungarn		0,52	0,67	0,45	0,50
Polen			0,56	0,40	0,47
Russland				0,40	0,42
Juli 1998 – Februar 1999					
Tschechien	0,78	0,76	0,63	0,63	0,75
Ungarn		0,87	0,59	0,66	0,58
Polen			0,60	0,66	0,68
Russland				0,54	0,71

Quelle: Gelos, Sahay (2001).

Von verschiedenen Analysten wurde behauptet, dass der russische Markt stark von der Entwicklung der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq abhängt.[39] Aber auch für den polnischen Aktienmarkt wurde solche Abhängigkeit behauptet. Betrachtet man die letzten 5 Jahre, so ist ein positiver Zusammenhang zwischen der amerikanischen Nasdaq und den Börsen in Polen, Tschechien und Russlands zu sehen, der allerdings in den Jahren unterschiedlich stark war.

[38] Auch andere Studien bestätigen, dass die Korrelation sowohl zwischen den osteuropäischen Aktienmärkten untereinander als auch gegenüber dem amerikanischen oder den europäischen Märkten über die Zeit deutlich enger geworden ist. Vgl. MacDonald, R. (2001), S. 270 – 272.

[39] Siehe z.B. Ekspert, No. 13 vom 2. 4. 2001, S.72 – 73.

TABELLE 16

Korrelation zwischen dem Nasdaq und Aktienindices in Osteuropa
(wöchentliche Renditen)

	1996	1997	1998	1999	2000	1996-2000
Polen	0,192	0,381	0,509	0,510	0,292	0,414
Tschechien	-0,075	0,086	0,394	0,080	0,341	0,176
Russland		0,427	0,317	0,150	0,309	0,247

Quelle: Amato, Tsatsaronis (2001), S.47

Nach diesen Daten war der Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung der Warschauer Börse und der Nasdaq im letzten Jahrfünft enger als der der Moskauer Börse. Seit Ende 2000 hat sich der russische Index RTS deutlich vom Nasdaq Index abgekoppelt. Er hat nicht nur den Kursrückgang der Nasdaq im ersten Quartal 2001 nicht mitgemacht, sondern ist bis Herbst des Jahres gestiegen.

Neben den oben aufgeführten allgemeinen Faktoren des Zusammenwachsens der weltweiten Börsen, konzentrieren sich die Untersuchungen auf zwei speziellere Ursachen. Zum einen wird gesagt, dass in zunehmendem Masse branchenspezifische Effekte, insbesondere in der Informationstechnologie, weltweite Auswirkungen haben. In diesem Sinne wird erwartet, dass die Aktienindices für Länder mit großen Technologiesektoren mit dem amerikanischen Technologieindex Nasdaq korreliert sind. In Osteuropa betrifft dies vor allem die Börsen in Warschau (Telekommunikation) und in Budapest.

Eine andere Erklärung für die positive Korrelation geht davon aus, dass die Aktienmärkte in den Ländern Osteuropas ähnliche Risikomerkmale besitzen wie die Technologiebörsen. In diesem Fall würden sie im Einklang mit den Änderungen in der Risikoverteilung der Anlegerportefeuilles schwanken. Dieser Übertragungsweg wäre desto plausibler, je mehr westliche Anleger auf den osteuropäischen Märkten als Nachfrager auftreten. Haben im Osten anlegende Fonds fixe Limits, z.B. Anlage von 10% ihres Fondsvermögens in Osteuropa, so führt ein Rückgang der westlichen Aktienindices und damit ein Rückgang des Fondsvermögens automatisch zu einer Reduzierung der osteuropäischen Positionen.

Statistische Untersuchungen versuchten, die beobachtete Korrelation von Nasdaq und osteuropäischen Indices vor allem um die Brancheneffekte zu bereinigen. Es stellte sich heraus, dass diese Effekte zu einem großen Teil für die Korrelation verantwortlich sind. Doch sind die Risikomerkmale zwischen den Nasdaq und den osteuropäischen Märkten unterschiedlich, so dass in Osteuropa ein Spielraum zur internationalen Diversifizierung verbleibt.[40]

[40] Amato, Tsatsaronis (2001).

IV. Die Finanzierung von Unternehmen

Der Kreditmarkt dient dazu, einen interpersonellen und intertemporalen Ressourcentransfer zu organisieren. Eine der wesentlichen Aufgaben des Finanzmarktes ist es, die Ersparnisse in der Wirtschaft zu jenen Investoren zu lenken, die den höchsten Ertrag mit den eingesetzten Mitteln erzielen. Indem der Finanzmarkt die effiziente Verwendung der vorhandenen Mittel ermöglicht, trägt er zum Wachstum der Wirtschaft bei. Ohne die Möglichkeit der interpersonellen und intertemporalen Umverteilung der Ressourcen, wäre nicht gesichert, dass jene mit der besten Verwendungsmöglichkeit auch tatsächlich ihre Projekte finanzieren können.

Ohne auf die Frage der optimalen Anteile von Selbst- und Fremdfinanzierung einzugehen, soll in diesem Abschnitt untersucht werden, ob es in Osteuropa Anzeichen dafür gibt, dass der Grad der Selbst- bzw. Fremdfinanzierung signifikant von den internationalen Finanzierungsmustern abweicht. Die empirische Bestimmung der Anteile von Fremd- und Selbstfinanzierung erweist sich als außerordentlich schwierig. Verschiedene einflussreiche Studien legten nahe, dass der Selbstfinanzierungsgrad in Amerika und Europa 80 bis 90% beträgt.[41] Dieses würde die Frage entstehen lassen, ob der Finanzmarkt überhaupt eine wesentliche Bedeutung für die Finanzierung der Unternehmen hat. Tatsächlich wurden die obigen Ergebnisse aus einer Nettobetrachtung der Investitionen und Ersparnisse der Unternehmen und Haushalte erzielt. In Marktwirtschaften wird der überwiegende Teil der Unternehmensfinanzierung durch die Unternehmen selbst finanziert. Die Ersparnisse des einen Unternehmens werden zu Investitionen des anderen Unternehmens. Dagegen ist der Fluss der Ersparnisse von den Haushalten in den Unternehmenssektor eher gering. Betrachtet man also nur den aggregierten Unternehmenssektor, so stellt sich heraus, dass die Ersparnisse dieses Sektors ähnlich hoch sind wie die Investitionen. Die Rolle der Kredite wird bei dieser Nettobetrachtung unterschätzt, wenn einige Betriebe Netto-Vermögen bei Banken halten, andere dagegen Netto-Schuldner sind. Die Positionen saldieren sich, wodurch die Bedeutung der Kreditfinanzierung unterschätzt wird.[42] Studien, die versuchen die Bruttovermögensbildung im Unternehmenssektor zu bestimmen, kommen für Deutschland zu einem deutlich niedrigeren Selbstfinanzierungsanteil. Nach diesen Arbeiten werden lediglich 50 bis 60% der Investitionen aus eigenen Mitteln der Unternehmen, im wesentlichen einbehaltene Gewinne und Amortisation, finanziert.[43]

Die Bestimmung des Anteils von Fremd- und Selbstfinanzierung für Osteuropa wirft ebenfalls große Datenprobleme auf. Um den Umfang der Selbstfinanzierung zu schätzen, wurde versucht möglichst alle Fremdfinanzierungsströme, insbesondere die Kredite des Bankensystems und ausländische Kredite zu erfassen und in Relation zu den Inve-

---

[41] Corbett, Jenkinson (1996), Mayer (1988), (1989), (1990).

[42] Vgl. die Diskussion bei Winkler (1999), Kap. 4.4

[43] Worms (1998), Hackethal (1999)

stitionen zusetzen. Hierbei wurde die Veränderung der Kreditsumme des Bankensystems an die Unternehmen zwischen zwei Zeitpunkten als Fremdfinanzierungsstrom betrachtet. Subtrahiert man alle erfassten Fremdfinanzierungen von den Investitionen, so erhält man die Selbstfinanzierung der Unternehmen. Solche Rechnungen können nur eine grobe Schätzung sein. Drei Punkte, die die Berechnungen der Finanzierungsanteile stark beeinflussen können, sind bei der Interpretation zu beachten.

Erstens, können die aufgenommenen Fremdkapitalmittel auch für andere Zwecke als für Kapitalinvestitionen verwendet werden. Insbesondere werden (kurzfristige) Kredite auch zur Finanzierung des Umlaufvermögens benötigt. Zum anderen kann es, z.B. unter steuerlichen Gesichtpunkten, rational sein, auch Finanzinvestitionen und Geldvermögensbildung über Kredit zu finanzieren. Dieser Faktor würde zu einer Überschätzung des Fremdfinanzierungsanteils in den Berechnungen führen.

Zweitens, führt die Gleichsetzung der Veränderung der Kreditsumme mit dem Fremdfinanzierungsstrom zu einer Unterschätzung des tatsächlichen Fremdfinanzierungsanteils. Für eine realistische Schätzung müsste die Umschlagshäufigkeit der Kredite berücksichtigt werden. In jeder Periode werden Kredite getilgt, deren Mittel für neue Kredite zur Verfügung stehen. Selbst eine konstante Kreditsumme, z.B. 100 Einheiten, kann in jedem Jahr einen Fremdfinanzierungsstrom von 100 Einheiten auslösen, wenn es sich nur um einjährige Kredite handelt. Je kurzfristiger also die Kredite, je mehr übersteigt der tatsächliche Finanzierungsbeitrag die Veränderung der Kreditsumme.

Drittens, umfassen die Kapitalinvestitionen, zu denen die Kreditveränderungen in Beziehung gesetzt werden, auch Investitionen der Haushalte und des Staates, während andererseits die Kreditveränderungen sich nur auf den Unternehmenssektor beziehen.

Verstärkte Probleme der Beurteilung der Finanzierung ergeben sich, wenn man die weniger fortgeschrittenen Reformländer wie Russland, Ukraine aber auch Bulgarien und Rumänien betrachtet. Hier ergibt sich die Schwierigkeit, dass die Unterscheidung zwischen Investitionsfinanzierung und allgemeiner Unternehmensfinanzierung, also einschließlich der Finanzierung des Umlaufkapitals, kaum noch durchzuführen ist und die Zahl der Finanzierungsinstrumente zunimmt. Viele Unternehmen dieser Länder haben ernsthafte Schwierigkeiten, allein die laufende Produktion zu finanzieren. Zu einem nicht unerheblichen Teil wird diese Finanzierung durch Nichtzahlung von Lieferungen anderer Unternehmen „gelöst“. Im Normalfall würde es sich bei diesen Krediten zwischen Unternehmen um Handelskredite handeln. Doch haben diese Art der Kredite, z.B. in Russland oder der Ukraine, ein Ausmaß angenommen, welches weit über die Verbreitung von normalen Handelskrediten hinausgeht. Ein wesentlicher Teil der Produktion wird durch Nichtzahlung von Energielieferungen und Steuern finanziert. Tatsächlich handelt es sich bei diesen Krediten zwischen Betrieben, z.B. der Energieproduzenten an die Metallurgie, um Subventionen, von denen unklar bleibt, ob und in welchem Umfang sie jemals zurückgezahlt werden müssen. Allein der Bestand von überfälligen Krediten gegenüber Unternehmen und dem Budget war 1999 in Russland doppelt so hoch wie die ausstehenden Bankkredite an den Unternehmenssektor. In 2000 verbesserte sich die Situation, da die überfälligen Kredite weniger schnell stiegen als die Bankkredite. In der Ukraine ist die Situation noch angespannter. Die überfälligen

Kredite betrugen Anfang 2001 116,4 Mrd. UAH, während die gesamten ausstehenden kurz- und langfristigen Kredite des Banksystems sich gerade auf 19 Mrd. UAH beliefen.

Kommt es in großem Umfang zu indirekten Subventionen durch „nicht-rückzahlbare Handelskredite", so ist es kaum möglich, Angaben über die Finanzierungsquellen der Investitionen zu machen, da nicht ausgeschlossen ist, dass ein Teil der Investitionsfinanzierung über diese indirekten Subventionen vorgenommen wird.

Trotz dieser Schwierigkeiten werden im Folgenden verschiedene Berechnungen und Schätzungen über die Formen der Unternehmensfinanzierung in Osteuropa präsentiert.

TABELLE 17

Externe Finanzierung in % der Bruttokapitalinvestitionen

	Polen		**Ungarn**		**Tschechien**		**Portugal**	**Spanien**
	97/98	99/00	97/98	99/00	97/98	99/00	97/98	97/98
Heimische Quellen								
Bankkredite	17,1	11,4	20,4	18,9	5,5	-8,6	32,8	19,9
Anleihen	2,3	1,7	1,2	0,1	2,1	2,9	3,5	1,4
Aktien	2,8	1,3	0,4	0,0	0,0	0,9	7,6	4,8
Ausländische Quellen								
Innerbetriebliche Kredite in MN	4,0	4,0	4,1	3,1	6,3	4,1	2,8	2,1
Bankkredite	2,8	3,3	3,2	13,6	5,3	3,7	2,2	2,3
Anleihen	2,2	1,4	-0,3	-0,1	1,8	1,0	0,3	0,0
Summe	31,2	23,1	29,0	35,6	21,0	4,0	49,2	30,5

Quelle: Reiniger, Schardax, Summer (2001).

In Tabelle 17 wird die Veränderung verschiedener Kreditarten in Beziehung zu den Kapitalinvestitionen gesetzt. Aus diesen Daten kann gefolgert werden, dass der Anteil der Kredit- und Anleihenfinanzierung bei 20 bis 30% der Investitionen liegt. Der negative Anteil in Tschechien ergibt sich daraus, dass die Kreditsumme in dieser Zeit gesunken ist, da ein Teil der schlechten Schulden aus den Portfolio der Banken in die Konsolidierungsbank überführt wurde. Im Vergleich zu Spanien und Portugal ergibt sich für Osteuropa ein etwas niedriger Anteil der Kreditfinanzierung. Angesichts der erwähnten Berechnungsschwierigkeiten kann dies aber nicht als signifikant erachtet werden. Dies gilt insbesondere, wenn man einbezieht, dass die durchschnittliche Kreditlaufzeit in Osteuropa kürzer ist, was, wie erwähnt, zu einer Unterschätzung des Kreditanteils führt.

Eine ähnliche Rechnung wurde auch von einem anderen Autorenkollektiv vorgelegt. Diese Studie kommt zu dem Schluss, dass „the share of internal funding in gross fixed

capital formation was (significantly) higher than 50% in all CEE countries."[44] Dabei wird für Tschechien der höchste Selbstfinanzierungsbedarf festgestellt. Der Selbstfinanzierungsgrad wird hierbei als Restgröße zwischen der 100% und den aufgeführten Fremdkapitalquellen ermittelt. Dieses überschätzt, wie unten noch gezeigt wird, den Selbstfinanzierungsanteil, da nicht alle Fremdkapitalquellen, z.B. Kredite von Freunden, erfasst werden.

Denselben Autoren standen auch Firmendaten zur Verfügung, auf deren Basis sie die Finanzierungsanteile berechneten. Hierbei kommen sie zu einem etwas anderen Ergebnis: Im Durchschnitt kommen 70% der Mittel für Kapital- und Finanzinvestitionen aus internen Quellen und nur 30% aus externen.[45]

Für Polen liegen Daten der aggregierten Unternehmensbilanzen vor, die es zumindest erlauben, die kurzfristige von der langfristigen Verschuldung zu trennen und somit das Problem der Finanzierung von Umlaufkapital von der Investitionsfinanzierung besser zu trennen.

TABELLE 18

Veränderung der langfristigen Schulden in % der Bruttokapitalinvestitionen, Polen 1999

	gesamte langfristige Schulden	davon: langfristige Bankkredite
insgesamt	26,5	10,7
öffentlicher Sektor	15,6	6,2
privater Sektor	33,2	13,4
Landwirtschaft	-4,8	-5,3
Industrie	22,0	15,3
Bauwirtschaft	30,3	20,9
Handel	42,1	7,1
Transport	57,1	13,2

Quelle: Statistisches Jahrbuch Polens 2000, S. 454,508,509. Eigene Berechnungen

Betrachtet man die Angaben für die gesamte Wirtschaft, so stimmen diese recht gut mit der vorhergehenden Tabelle überein. Es wird jedoch deutlich, dass sich der private Sektor in deutlich höherem Masse der Fremdfinanzierung wie auch der Bankkredite bedient als der öffentliche Sektor. In der sektoralen Aufteilung gibt es große Unterschiede, wobei für die Sektoren keine Unterscheidung zwischen privaten und staatlichen Betrieben möglich ist. Die Kredite an die Landwirtschaft sind in 1999 sogar ge-

[44] Köke, Reiniger, Schneider (2000), S. 426.

[45] Köke, Reiniger, Schneider (2000), S. 406.

fallen. Während die staatlichen Investitionen im Transportsektor fast doppelt so hoch waren wie im privaten Sektor, machen staatliche Investitionen im Handel nur knapp 3% der privaten Investitionen in diesem Bereich aus. In beiden Sektoren spielen Bankkredite aber eine untergeordnete Rolle, obwohl der gesamte Fremdfinanzierungsanteil in diesen Branchen am höchsten ist. Es ist zu vermuten, dass im Transportsektor die Finanzierung aus Budgetmitteln eine wichtige Rolle spielt.

Die russische Statistik weist eine Aufstellung der Investitionsfinanzierung auf, die im folgenden wiedergegeben ist. Leider werden aber keine Angaben darüber gemacht, wie diese Daten erhoben wurden.

TABELLE 19

Finanzierung der Anlageinvestitionen in Russland, in %

	1995	1996	1997	1998	1999
Selbstfinanzierung	49,0	52,3	50,8	53,2	52,4
davon: aus Gewinn	20,9	15,0	13,2	13,2	15,9
Fremdfinanzierung	51,0	47,7	39,2	46,8	47,6
davon: aus Budgetmitteln	21,8	20,1	20,7	19,1	17,0

Quelle: Rossijskij statisticheskij ezhegodnik 2000, S. 548

Die Daten in Tabelle 19 beziehen sich auf alle Betriebe einschließlich staatlicher und kommunaler Unternehmen. Letztere haben in 1999 etwa 27% der Investitionen getätigt. Diese Betriebe dürften einen Großteil der Fremdfinanzierung aus Budgetmitteln bekommen haben. Demnach kann die Finanzierungsstruktur für Privatunternehmen erheblich von den angegebenen Daten unterscheiden.

Eine andere Quelle über die Finanzierungsstruktur in Osteuropa beruht auf Umfragen bei den Investoren. Aus dieser im Zuge des World Business Environment Survey von der Weltbank 1999 durchgeführten Umfrage ergeben sich für die einzelnen Länder folgende Finanzierungen.

Der Selbstfinanzierungsanteil schwankt zwischen 50 und 60% in den MOE-Ländern und ist in den beiden GUS-Staaten deutlich höher. Die Angaben für Russland übersteigen auch deutlich den oben angeführten Selbstfinanzierungsgrad in der russischen Wirtschaft. Wie schon in den oben zitierten Studien ist der Anteil der Bankkredite in Tschechien und der Slowakei niedriger als bei Polen und Ungarn; dafür ist die Finanzierungsbereitstellung durch den öffentlichen Sektor höher. Unter „informellen Quellen“ werden vor allem Kredite von Freunden und Bekannten, aber auch von Geldleihern verstanden. In der Rubrik Übrige sind neben der Finanzierung am Kapitalmarkt auch Leasing und Handelskredite enthalten.

TABELLE 20

Finanzierung der Investitionen, in %

	Selbstfinanzierung	Bankenkredite	Regierung	Informelle Quellen	Andere
Tschechien	60,1	10,6	6,9	14,1	8,2
Slowakei	63,5	11,6	6,0	5,8	13,2
Polen	39,4	15,6	1,4	3,9	39,2
Ungarn	51,1	16,5	4,2	14,5	13,4
Russland	68,1	6,6	3,9	6,3	14,8
Ukraine	67,5	7,5	4,9	9,6	10,1

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis des The World Business Environment Survey (WBES) ©2000 The World Bank Group.

Ebenfalls auf Grundlage einer Umfrage ermittelte die EBRD Angaben über die Finanzierung von Anlageinvestitionen in Osteuropa.[46] Nach diesen Angaben hat die interne Finanzierung einen Anteil von 60%, der aber in den MOE-Ländern und dem Baltikum auf knapp unter 50% sinkt. Bankkredite decken insgesamt 8% und in den MOE-Ländern 12% der Finanzierung. Ähnlich den Ergebnissen für Polen in Tabelle 18 zeigt auch diese Umfrage, dass in Staatsbetrieben Bankkredite mit 6% fast nur halb so viel zur Investitionsfinanzierung beitragen wie in Privatfirmen (11%).

Letztlich gibt es noch eine makroökonomische Überlegung. Wie im ersten Abschnitt gezeigt, liegen die Investitions- und Sparquoten im Durchschnitt auf westeuropäischem Niveau. Gleichzeitig sind aber der Kreditanteil wie auch die Depositeneinlagen am BIP wesentlich geringer als in Westeuropa. Offensichtlich wurde nur ein Teil der Spareinlagen dem Bankensystem zugeführt. Dies würde bedeuten, dass ein großer Teil der Ersparnisse bar zu Hause gehalten oder direkt investiert wird. Letzteres würde für eine bedeutende Selbstfinanzierung sprechen.[47] Ein Teil dieser Investitionen dürfte allerdings von Haushalten für Renovierung und Neubau von Wohnungen getätigt werden. Der im Vergleich zum Westen noch geringere Anteil von Hypotheken- und Haushaltskrediten des Bankensystems in Osteuropa kann auch einen Teil der Diskrepanz zwischen Spar- und Investitionsquote auf der einen Seite und Kredit- und Einlagenhöhe auf der anderen Seite erklären.

Aus den angeführten Berechnungen kann man nur folgende vorsichtige Schlussfolgerung ziehen. Der Anteil der Bankkredite in den MOE-Ländern an der Investitionsfinanzierung dürfte unter 20, wahrscheinlich eher bei 10% liegen. In den GUS-Staaten ist er noch niedriger. Ein direkter Vergleich mit der Praxis in Industriestaaten ist, wie oben

[46] EBRD (1999), Table 7.3, S. 137.

[47] Vgl. für die Slowakei OECD (1999)

erwähnt, schwer herzustellen, doch dürfte der Kreditanteil in EU-Ländern eher höher sein. Die Selbstfinanzierung, aus einbehaltenen Gewinnen und Amortisation, beläuft sich in den MOE-Länder auf Werte von 50 – 60%. Der Rest wird aus anderen Quellen gedeckt, die sich erheblich von der westlichen Struktur unterscheiden dürften. So ist in Osteuropa die Finanzierung über Aktienemission niedriger, während informelle Kredite und Handelskredite, soweit sie auch zu Investitionsfinanzierung genutzt werden, höher sein dürften. Obwohl diese Schlussfolgerungen notgedrungen vage bleiben, ergibt sich zumindest eine Konsequenz. Osteuropa weist keine deutlich höhere Fremdfinanzierung durch Banken auf als westliche Firmen. Wahrscheinlicher ist das Gegenteil, dass der Grad der Selbstfinanzierung in Osteuropa höher oder gleich hoch wie in Westeuropa ist.

Diese Schlussfolgerung wird bestätigt durch den Verschuldungsgrad (Schulden/Bilanzsumme) osteuropäischer Unternehmen. Er liegt zumeist deutlich unter den für Westeuropa ermittelten Werten von 65 – 70 %. In Tschechien weisen die nichtfinanziellen Unternehmen für 1998 eine Verschuldungsquote von 56% aus.[48] Der Verschuldungsgrad der Firmen in den MOE-3 Ländern in der ersten Hälfte der neunziger Jahre war noch deutlich niedriger.[49] Die Verschuldungshöhe muss dahingehend qualifiziert werden, dass zum einen die kurzfristige Verschuldung in Osteuropa höher ist und zum anderen, dass die Verteilung der Schulden eine beträchtliche Schiefe aufweist.[50] Es existiert eine vergleichsweise kleine Zahl von Unternehmen mit sehr hohen Schulden. Letztlich dürfte dies eine Folge des in manchen Ländern noch immer aufgeschobenen Marktaustritts sein. Dies bedeutet aber, dass die große Zahl der Unternehmen noch deutlich geringer verschuldet ist, als es die Durchschnittswerte nahe legen.

Betrachtet man die fortgeschrittenen drei Länder, Tschechien, Polen und Ungarn, so kann man über die Zeit zwei weitere Tendenzen feststellen. Kredite in ausländischer Währung sind stark an der Unternehmensfinanzierung beteiligt und sie steigen. Ihr Anteil an den gesamten Krediten stieg in Polen von 30,8% (1995) auf 57,3% (2000) in Ungarn von 55,5% auf 67,2% und in Tschechien von 40,2% (1997) auf 45,9% (2000).[51]

Zwar erhöht sich der Anteil der Kredite des Bankensystems am BIP über die Zeit, doch setzt man die Veränderung der Kreditbestände ins Verhältnis zu den Investitionen, so zeigt sich in allen drei Ländern, dass der Anteil der Kreditfinanzierung an den Investitionen gegenüber Anfang der neunziger Jahre gesunken ist. Dieses spricht dafür, dass sich die Selbstfinanzierungskapazität verbessert, eine stärkere Kontrolle der Kreditvergabe bei Banken durchgesetzt und/oder die Kosten der Kredite gestiegen sind.

Aus dem Gesagtem ergeben sich auch einige wirtschaftspolitische Empfehlungen. Offensichtlich hat auch in Osteuropa die Selbstfinanzierung einen nicht unbedeutenden Anteil. Eine hohe Selbstfinanzierung birgt die Gefahr von ineffizienter Ressourcenallo-

---

[48] Statistisches Jahrbuch der Tschechischen Republik. 2000, S. 185.

[49] Siehe Cornelli, Portes, Schaffer (1996) und Hussain, Nivorozhkin (1997).

[50] Köke, Reiniger, Schneider (2000), S.402 geben den Mittelwert (Median) des Verschuldungsgrades für ihr Sample osteuropäischer Firmen mit 54,2 (52,1) an, während die Angaben für westliche Firmen 52,1 (53,0) betragen. Demnach ist in den westlichen Ländern von einer umgekehrten und geringeren Asymmetrie der Schuldenverteilung auszugehen.

[51] Reininger, Schardax, Summer (2001), Table 5.

kation. Ein hoher Grad von Selbstfinanzierung schützt die Unternehmensführung vor der Kontrolle durch das Bankensystem oder andere Kapitalgeber. Dieses kann sogar zu Überinvestitionsphänomenen führen, indem die Unternehmen hohe Gewinne nicht ausschütten, sondern investieren, obwohl die Ertragsaussichten niedrig sind. Das strukturelle Problem der Selbstfinanzierung wird dann relevant, wenn die besten Investitionschancen nicht bei den Unternehmen liegen, die auch die höchsten Gewinne verbuchen. Das Problem wäre geringer, wenn es um die Anpassung der Produktion an eine bekannte Struktur, d. h. ohne wesentliche Innovationen geht. In diesem Fall sind hohe Gewinne wahrscheinlich auch ein guter Indikator für die Knappheit der Güter, die die Firma erstellt. Diese Situation ist mit Einschränkungen für Osteuropa kennzeichnend. Branchen mit Verlusten sterben ab, während gewinnbringende neue Branchen in vorhandene Technologie und bekannte Absatzbereiche investieren. Dieses gilt zumindest so lange, wie das Wachstum als ein Aufholprozess beschrieben werden kann, der im wesentlichen frühere Entwicklungen in anderen Ländern nachholt. Selbst wenn die Gewinne kein guter Indikator für Investitionschancen sind, kann sich durch Übernahmen und Zusammenschlüsse mit technologischen Neuerern ein Strukturwandel bei Dominanz der Selbstfinanzierung vollziehen.

In Bezug auf wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Wachstumsförderung ergeben sich unterschiedliche Schwerpunkte entsprechend dem Fremd- vs. Selbstfinanzierungsanteil. Bei hoher Fremdfinanzierung spielt natürlich die Zinspolitik eine bedeutende Rolle. Die Investitionen werden in diesem Fall besonders zinsreagibel sein. Zwar hat die Höhe des Zins auch bei der Selbstfinanzierung in Form von Opportunitätskosten eine Bedeutung, doch dürfte in diesem Fall die Steuerpolitik noch direkter wirken. Niedrige Steuersätze auf Gewinne, wie auch günstige Abschreibungsregelungen nehmen direkt Einfluss auf die Fähigkeit zur internen Finanzierung der Investitionen.

Literaturverzeichnis

Amato, J. D., Tsatsaronis, K. (2001), Gibt es einen „Nasdaq-Effekt“ an den Aktienmärkten aufstrebender Volkswirtschaften?, BIZ-Quartalsbericht, Juni.

Benoit, A., Demel, W., Reininger, T. (2001), Main Features of the Markets, in: M. Schröder (2001).

Bokros, L. (2001), Experience and Perspectives of Financial Sector Development in Central and Eastern Europe, CASE-CEU Working Paper No. 38.

Bonin, J., Abel, I. (2000), Retail Banking in Hungary: A Foreign Affair?, Wesleyan University, Middletown, CT, vervielfältigt.

Corbett, J, Jenkinson, T. (1996), The Financing of Industry, 1970 – 1989: An International Comparison, Journal of Japanese and International Economics, Vol. 10, S. 71 – 96.

Cornelli, F., Portes, R., Schaffer, M. E. (1996), The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe, CEPR Discussion paper No. 1392, May.

Council of Ministers (1999), The Strategy of Public Finance and Economic Development, Poland 2000 – 2010, June.

DB Research (2001), EU Enlargement Monitor, No. 5, August, 29.

Denizer, C., Wolf, H.C. (2001), The Saving Collapse during the Transition in Eastern Europe, The World Bank Economic Review, Vol. 14, No. 3, September.

DIW (1995), Investitionsfinanzierung im Transformationsprozeß. Der Konflikt zwischen monetärer Stabilisierung und Wachstumspolitik in den Nachfolgestaaten der früheren Sowjetunion (bearbeitet von H. Brückner, W. Schrettl, U. Weißenburger), Gutachten im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft.

Easterly, W. (1997), The Ghost of Financing Gap, How the Harrod-Domar Growth Model Still Haunts Development Economics, World Bank, vervielfältigt, July.

EBRD (1995), Transition Report 1995, London.

EBRD (1999), Transition Report 1999, London.

EBRD (2001), Transition Report 2001, London.

ECE, (2001) Economic Survey of Europe, No. 1.

Gelos, G., Sahay, R. (2001), Financial Market Spillovers in Transition Economies, Transition, Vol. 9, No. 1.

Government of Hungary (2001), Pre-Accession Economic Programme, Budapest, April.

Hackethal, A. (1999), Unternehmensfinanzierung in Deutschland, den USA und Japan – Eine neue Perspektive, Dissertation, Frankfurt a. M.

Havrylyshyn, O, Izvorski, I, van Rooden, R. (1999), Growth in Transition Economies 1990 –97: An Econometric Analysis with Application to Ukraine,, in: A. Siedenberg, L. Hoffmann, Ukraine at the Crossroads, Physica Verlag, Heidelberg, New York.

Hellwig, M. (1998), Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: Was leistet das Finanzsystem? in: Gahlen, B., Hesse, H., Ramser, H.J. (Hrsg), Finanzmärkte, Tübingen, S. 2111 –243.

Hüfner, F., Köke, J. (2000), Handel in osteuropäischen Aktien, Status quo und Perspektiven, hrsg. v. Finanzplatz e.V., Frankfurt, Oktober.

Hussain, Q., Nivorozhkin, E. (1997), The Capital Structure of Listed Companies in Poland, IMF Working Paper No. 175, December.

IMF (2001), World Economic Outlook, May 2001,Washington D.C.

Kaminsky, G. L., Lyons; R.K., Schmukler, S.L. (2001), Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview, The World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 2, pp. 315 – 340.

Köke, J. (1999), Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers, ZEW Discussion Paper, No. 99-37.

Köke, J., Reininger, T., Schneider, R. (2001), The Future Role of Capital Markets in Central and Eastern Europe for the Domestic Economy, in: M. Schröder (2001).

Konings, J. (2000), The Effects of Foreign Direct Investment on Domestic Firms: Evidence from Firm Level Panel Data in Emerging Economies, CEPR Discussion Paper o. 2586, October.

MacDonald, R. (2001), Transformation of External Shocks and Capital Market Integration, in: M. Schröder (2001).

Mayer, C. P. (1988), New Issues in Corporate Finance, European Economic Review, Vol. 32, S. 1167 – 1189.

Neyapti, B., Dincer, N. (2001), Measuring The Quality Of BANK Regulation And Supervision and ITS MACROECONOMIC Effects – An Application to Transition Countries, Bilkent University, vervielfältigt.

OECD (1999), Economic Surveys, Slovak Republic.

Protsenko, A., Vincentz, V. (1999), Direktinvestitionen und andere Kapitalströme nach Osteuropa, Working Paper des Osteuropa Instituts Nr. 222, Dezember.

Reininger, T., Schardax, F., Summer, M. (2001), The Financial System in the Czech Republic, Hungary and Poland after the first Decade of Transition, vervielfältigt.

Schröder, M. (Ed.) (2001), The New Capital Markets in Central and Eastern Europe, Springer, Berlin, Heidelberg, New York.

Schrooten, M., Stephan, S. (2001), Savings in Central Eastern Europe, DIW Discussion Paper No. 250, April.

UNCTAD (2001), World Investment Report 2001, New York,, Geneva.

Winkler, A. (2001), Wirtschaftswachstum und Finanzsystementwicklung, Habilitationsschrift an der Universität Würzburg, vervielfältigt.

Worms, A. (1998), Bankkredite an Unternehmen und ihre Rolle in der geldpolitischen Transmission in Deutschland, Frankfurt a. M.

Zukowska-Gagelmann, K. (2000), Productivity spillovers from direct foreign investment in Poland, Economic Systems, vol. 24, No.3.