

Ivan Baron Adamovich

Fortschritt, Finanzmärkte, Wachstum

Ein Blick auf die Transformation in Mittel- und Osteuropa

In der Ökonomie hat es Tradition, mit dem komplexen Begriff des Fortschritts pragmatisch umzugehen. So ergibt sich der technische Fortschritt in neoklassischen Wachstumsmodellen, vereinfacht gesagt, aus dem Residuum, das nach der Errechnung der Beiträge von Arbeit und Kapital zum Wachstum des Sozialprodukts übrig bleibt. Dieses Residuum beträgt laut vielen empirischen Studien fünfzig oder mehr Prozent der Wachstumsrate und wurde (bzw. wird) folgerichtig von der Neuen Wachstumstheorie intensiv erforscht.¹ Der technische Fortschritt ist jedoch nicht der einzige Fortschrittsbegriff in den Wirtschaftswissenschaften. Denn auch das Wirtschaftswachstum selbst wird aus ökonomischer Sicht vor allem langfristig als brauchbare Approximation für Fortschritt angesehen. Das Bruttoinlandprodukt pro Kopf ist trotz zahlloser Vorschläge für Alternativen auch heute noch die meistbenutzte Grösse für die Messung des Entwicklungsstandes von Gesellschaften.

Im Jahre 1989 kollabierte der real existierende Sozialismus in den planwirtschaftlich und autoritär regierten Ländern Mittel- und Osteuropas. Im gesamten ehemaligen Ostblock fanden tief greifende Umwälzungen statt, die allgemein als „Transformation“ oder „Transition“ bezeichnet wurden. Überall in der Region wurden marktwirtschaftliche Systeme eingeführt. Kernelement einer jeden Marktwirtschaft sind die Finanzmärkte, deren primäre Aufgabe es ist, das Kapital an jene Orte zu leiten, wo es am produktivsten eingesetzt wird. Entsprechend waren Zentralbanken, Geschäftsbanken und Kapitalmärkte in Mittel- und Osteuropa von Anfang an Gegenstand intensiver Reformtätigkeit. Die Region bietet somit eine Fülle von Daten für Untersuchungen des Finanzsektors und dessen Bedeutung für Marktwirtschaft und Wachstum.

Im Sinne eines pragmatischen und empirischen Umgangs mit dem Fortschrittsbegriff beleuchtet der vorliegende Beitrag zunächst die Beziehung zwischen Fortschritt, Finanzmärkten und Wirtschaftswachstum. In einem zweiten Schritt wird auf einige Aspekte der institutionellen und technischen Veränderungen im Finanzsektor Mittel- und Osteuropas nach 1989 eingegangen. Der dritte Abschnitt befasst sich schliesslich kurz mit dem Einfluss des Finanzsektors auf den Wachstumserfolg in den Transformationsländern.

1 Die Beziehung zwischen Fortschritt, Finanzmärkten und Wachstum

Wie bereits in der Einführung angedeutet wurde, spricht man in der Ökonomie auf zwei Ebenen von Fortschritt. Einerseits trägt der technische und institutionelle Fortschritt auf der Mikroebene einen grossen Teil zum Wachstumserfolg einer Volkswirtschaft bei. Diese Art von Fortschritt zeigt sich im wesentlichen in einer Senkung von Transaktionskosten und einer Steigerung der Produktivität. Darunter fallen nicht nur die Erfindung der Dampfmaschine oder die Revolution in der Informationstechnologie, sondern auch die Einführung von Börsen und Rechtssystemen. Fortschritt auf Mikroebene findet in den verschiedensten Sektoren der Wirtschaft statt und baut auf dem existierenden Real- und Humankapital auf. Andererseits wird der langfristige Wachstumserfolg selbst als Fortschritt bezeichnet. Dieses Wachstum ergibt sich nicht nur aus technischen und institutionellen Neuerungen sondern auch aus den Beiträgen von Arbeit (etwa Bevölkerungswachstum) und Kapital (z.B. Erhöhung der Sparrate). Dieser Begriff ist zumindest ausserhalb der Wirtschaftswissenschaften sicherlich umstrittener und wird hier als Fortschritt auf der Makroebene bezeichnet. Abbildung 1 gibt einen schematischen Überblick der Zusammenhänge. Es wird deutlich, dass beide Fortschrittsbegriffe eng miteinander verbunden sind: der Fortschritt auf der Mikroebene, etwa auf dem Finanzsektor, ist langfristig Voraussetzung für den Fortschritt auf der Makroebene.

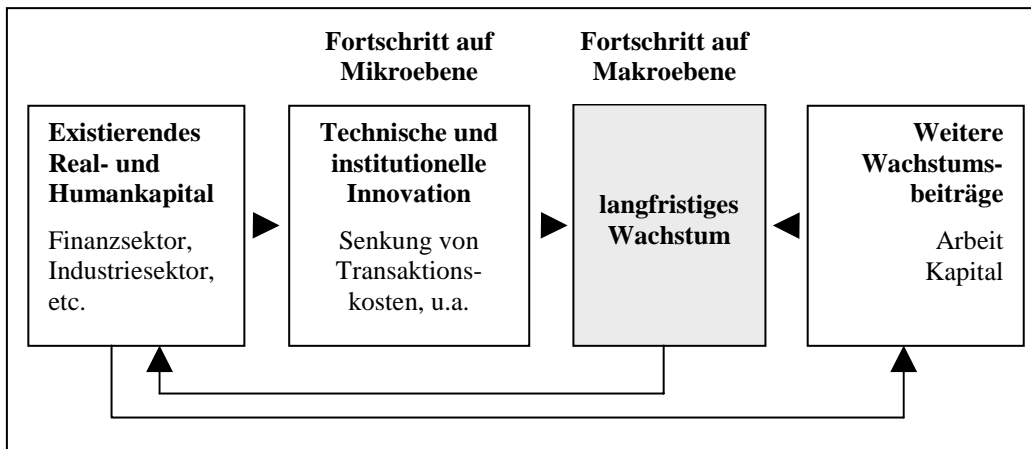


Abb. 1: Fortschritt und Wachstum.

Bereits 1911 wies Joseph Schumpeter auf die zentrale Bedeutung von Banken für die wirtschaftliche Entwicklung hin, da diese den Unternehmern zu Mitteln verhelfen, um ihre Ideen zu verwirklichen.² In der Folge stand die Bedeutung des Finanzsektors für Wachstums- und Entwicklungsprozesse allerdings weniger im Fokus der Forschung, nicht zuletzt deshalb, weil die neoklassische Theorie den technischen Fortschritt nur als exogene Grösse in Betracht zog und die Existenz von Transaktionskosten ignorierte. Erst in den 1980er Jahren und mehr noch in den 1990er Jahren nahm das Interesse an der Rolle der Finanzmärkte im Zuge der Neuen Wachstumstheorie stark zu. Diese begreift Wachstumsraten als Ergebnis einer sich selbst verstärkenden positiven Interaktion

zwischen akkumuliertem Realkapital, Humankapital und neuem Wissen. Aus dieser Sicht sind langfristige Wachstumsprozesse primär Ergebnis eines dynamischen sich ständig selbst positiv befruchtenden Interaktionsmilieus, das wirtschaftspolitisch nur schwer planbar ist und ausserdem nicht häufig vorkommt.³

Zahlreiche neuere Studien zeigen, dass der Finanzsektor ein zentrales Element solcher dynamisch interaktiver Wachstumsmilieus ist.⁴ So fasst Levine die Bedeutung der Finanzmärkte wie folgt zusammen:

„Although conclusions must be stated hesitantly and with ample qualifications, the preponderance of theoretical reasoning and empirical evidence suggests a positive first-order relationship between financial development and economic growth. A growing body of work would push even most skeptics toward the belief that the development of financial markets and institutions is a critical and inextricable part of the growth process ... There is even evidence that the level of financial development is a good predictor of future rates of growth, capital accumulation, and technological change. Moreover, cross country, case study, industry- and firm-level analyses document extensive periods when financial development – or the lack thereof – crucially affects the speed and pattern of economic development.“⁵

Auch wenn insgesamt weitere Forschung zur besseren Erklärung dieser Beziehung notwendig scheint, spricht vieles dafür, dass technischer und institutioneller Fortschritt auf den Finanzmärkten nicht lediglich das Ergebnis von oder ein reiner Vorlaufindikator für Wachstum und Industrialisierung sind, sondern vielmehr eine ihrer wichtigen Ursachen.

Die Bedeutung des Finanzsektors ergibt sich aus der Existenz von Informations-, Verhandlungs- und Durchsetzungskosten, die bei jedem Tausch von Gütern entstehen. In einer Welt ohne Transaktionskosten wären Geld und jegliche Art von Finanzinstitutionen wie etwa Börsen und Banken überflüssig. In einer Welt mit Transaktionskosten senken Finanzmärkte und –intermediäre dagegen die Transaktionskosten und verbessern so die Chancen für einen wohlfahrtssteigernden Tausch bzw. machen ihn erst möglich. Die wichtigsten Funktionen des Finanzsektors beinhalten demnach:

- Bereitstellung von Geld;
- Förderung von Sparen und Transformation dieser Mittel in Investitionen;
- Allokation der Investitionen an Orte, wo diese effizient eingesetzt werden;
- Überwachung der Verwendung dieser Mittel und Aufteilung von Risiken;
- Bereitstellung einer Plattform für den Tausch von Eigentumsrechten.

Ein direkter Einfluss auf das Wirtschaftswachstum ergibt sich insbesondere über eine Veränderung der Sparrate, eine Allokation der Mittel hin zu einer produktiveren Verwendung oder eine effizientere Erfüllung der Überwachungs-, Bereitstellungs- und Risikoverteilungs-Funktionen. Vor allem eine effizientere Allokation von Finanzmitteln hat laut einer Reihe von empirischen Studien positive Effekte auf das Wirtschaftswachstum. So gilt zum Beispiel: je höher die Liquidität von Märkten, etwa gemessen an den Börsen gehandelten Volumen in Relation zum Bruttoinlandprodukt oder an den Börsenumsätzen, desto effizienter die Allokation. Von Bedeutung sind ausserdem klare rechtliche Grundlagen für den Finanzsektor und ein funktionierendes Rechtssystem. Einen geringeren Einfluss scheint dagegen die reine Grösse von Mär-

ten gemessen an der Marktkapitalisierung zu haben. Ebenso spielt es mit Blick auf das Wachstum wohl nicht wirklich eine Rolle, ob die Allokation von Finanzmitteln in einer Volkswirtschaft eher über die Kreditvergabe von Banken oder eher über die Kapitalmärkte stattfindet.⁶

Als Fortschritt auf den Finanzmärkten kann grundsätzlich jede technische oder institutionelle Innovation definiert werden, die zu einer Senkung der Transaktionskosten im weitesten Sinne führt. Zweifellos hat hier in den letzten zehn bis zwanzig Jahren weltweit nicht nur im Bereich der Informationstechnologie ein gewaltiger Innovationsschub stattgefunden, sondern auch auf institutioneller Ebene, wie unter anderem der Trend zur grösseren Unabhängigkeit von Zentralbanken zeigt. Diese Entwicklungen haben in den Industrieländern zu einer erhöhten Tauschfrequenz auf den Märkten, sophistizierteren Finanzprodukten und besseren Instrumenten zur Transformation und Überwachung von Risiken sowie nicht zuletzt zu einer bemerkenswerten Geldwertstabilität geführt. Zur gleichen Zeit hat in den ehemaligen Planwirtschaften Mittel- und Osteuropas ein Paradigmenwechsel hin zur Marktwirtschaft stattgefunden. Diese fundamentalen Veränderungen und die damit einhergehenden Reformprozesse bieten eine grosse Fülle an Daten für Untersuchungen der Beziehungen zwischen Finanzmärkten, Fortschritt und Wachstum.

2 Der Finanzsektor in Mittel- und Osteuropa nach 1989

In den Planwirtschaften Mittel- und Osteuropas existierte keine Trennung zwischen Zentral- und Geschäftsbanken. Typischerweise wurden alle Funktionen des Bankwesens von sogenannten Monobanken erfüllt. Da alle Preise administrativ festgesetzt wurden und keinerlei Signalfunktion für Angebot und Nachfrage hatten, bestand die Aufgabe der Monobanken nur darin, Geld nach den planwirtschaftlichen Vorgaben zu verteilen und zu drucken. Dies führte zum Zeitpunkt der Wende von 1989 zu einem massiven Geldüberhang: die Geldmenge war bei konstanten Preisen über Jahre hinweg ausgeweitet worden, um Staatsausgaben aller Art zu finanzieren (Rüstung, Sozialausgaben etc.). In der Praxis führte dies dazu, dass die Bevölkerung Geld hatte, sich aber dafür nichts kaufen konnte. Kredite an Firmen wurden weder verzinst noch wurde eine Rückzahlung erwartet, so dass es sich effektiv um Subventionen handelte. Die Bilanzen der Monobanken enthielten grosse Summen an faulen Krediten. Es versteht sich, dass in den sozialistischen Planwirtschaften auch keinerlei Kapitalmärkte existierten. Unabhängige Zentral- und Geschäftsbanken, Versicherungen und Börsen gab es nicht, Aktien, Anleihen und Fremdwährungstransaktionen waren unbekannt. Transaktionen mit dem Ausland wurden über spezialisierte Abteilungen der Monobank abgewickelt. Unternehmensgründungen wurden nur durch den Staat vorgenommen, Insolvenzen kamen nicht vor.⁷ Insgesamt musste der Finanzsektor nach 1989 also von Grund auf neu aufgebaut werden. Im folgenden werden einige Reformen und deren Erfolg im Bereich Zentralbanken, Geschäftsbanken und Kapitalmärkte skizziert.

2.1 Zentralbanken

Wichtigste Aufgabe von Zentralbanken ist die Erhaltung der Geldwertstabilität, da Inflation die Preissignale in Marktwirtschaften verzerrt und zu teilweise massiven Fehlallokationen führt. Weitere, im folgenden nicht diskutierte Aufgaben sind die Aufsicht über die Geschäftsbanken, die Sicherung der Stabilität des Finanzsystems und die Förderung eines reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass eine von der Exekutive unabhängige, der Geldwertstabilität verpflichtete Zentralbank für langfristige Preisstabilität sorgen kann. Auf diese Weise kann in Demokratien vor allem verhindert werden, dass die Geldpolitik dazu benutzt wird, die Wirtschaft etwa im Vorfeld von Wahlen kurzfristig zu stimulieren. Um eine effektive Unabhängigkeit der Zentralbank zu gewährleisten, muss eine Reihe von Voraussetzungen erfüllt sein:⁸

- Die Garantie einer funktionalen Unabhängigkeit von der Exekutive und eine klare Regelung von Status und Aufgaben.
- Die personelle Unabhängigkeit der Verantwortlichen, indem sie nicht durch die Exekutive ernannt werden und ihre (einmalige) Amtsdauer länger ist als mindestens eine Legislaturperiode.
- Eine garantierte und ausschliessliche Kontrolle über die für die Aufgabe notwendigen Politikinstrumente (instrumentelle Unabhängigkeit).
- Die finanzielle Unabhängigkeit, u.a. Budgetautonomie und Überprüfung der Bilanzen durch eine unabhängige Organisation.

In der Sowjetunion, Ungarn und Polen wurden die Monobanken bereits Ende der 1980er Jahre reformiert und die Zentralbanken von den Geschäftsbanken getrennt. Die übrigen Länder der Region folgten zu Beginn der 1990er Jahre. Überall wurde die Unabhängigkeit der Zentralbanken gesetzlich und oftmals auch verfassungsmässig verankert. Diese ist nach einer Untersuchung von Cukierman, Miller und Neyapti in der gesamten Region bemerkenswert ausgeprägt.⁹ Ein von den Autoren entwickelter Indikator, der sich aus sechzehn Variablen zur Messung der Unabhängigkeit der Zentralbank zusammensetzt, weist für alle Regionen Mittel- und Osteuropas Ende der 1990er Jahre höhere Werte auf als für elf bedeutende westliche Industrieländer, die zu Anfang dieses Jahrzehnts analysiert worden waren. Wie Abbildung 2 zeigt, haben mit Polen, Estland, Tschechien, Ungarn, Slowenien und der Slowakei gleich sechs Transformationsländer Zentralbanken mit einer de jure ähnlichen (oder grösseren) Unabhängigkeit eingerichtet wie die westlichen Länder mit ausgeprägt autonomen Zentralbanken (Deutschland und Schweiz).¹⁰ Die Zentralbanken der übrigen Länder der Region sind mit Ausnahme der relativ am wenigsten autonomen Nationalbanken Rumäniens und Litauens zumindest de jure ähnlich unabhängig wie das Federal Reserve in den USA, auch wenn die Dinge de facto vermutlich etwas anders liegen. Insgesamt am stärksten ausgeprägt ist die Zentralbankunabhängigkeit in den Ländern Mitteleuropas und des Baltikums.

Zweifellos kann hier von institutionellem Fortschritt auf der Mikroebene gesprochen werden.

<i>Transformationsländer</i>		<i>Westliche Industrieländer</i>	
Polen	0.89	Deutschland	0.69
Estland	0.78	Schweiz	0.64
Tschechien	0.73	USA	0.48
Ungarn	0.67	Niederlande	0.42
Slowenien	0.63	Schweden	0.29
Slowakei	0.62	Grossbritannien	0.27
Lettland	0.49	Italien	0.25
Kroatien	0.44	Frankreich	0.24
Litauen	0.28	Spanien	0.23
<i>Mitteuropa, Baltikum (MEB)</i>	<i>0.61</i>	Japan	0.18
Bulgarien	0.55	Norwegen	0.17
Albanien	0.51	<i>Durchschnitt</i>	<i>0.35</i>
Mazedonien	0.41		
Rumänien	0.34		
<i>Südosteuropa (SOE)</i>	<i>0.45</i>		
Russland	0.49		
Ukraine	0.42		
<i>Osteuropa (OE)</i>	<i>0.46</i>		

Bemerkungen: Bewertung zwischen 0 (de jure keine Unabhängigkeit) und 1 (volle Unabhängigkeit). Die Zusammensetzung des Indikators wird in Cukierman (1992), 373–376, ausführlich diskutiert. Die Werte für die westlichen Industrieländer wurden bereits in den achtziger Jahren erhoben und sind deshalb, insbesondere nach der Einführung des Euro, nicht mehr aktuell. Der Wert für Polen gilt für das Zentralbankgesetz von 1997. Für das Gesetz von 1991 betrug der Indikator 0,46.

Quellen: Cukierman/ Miller und Neyapti (2001) und Cukierman (1992).

Abb. 2: Indikatoren zur Messung der Unabhängigkeit von Zentralbanken.

Angesichts des massiven Geldüberhangs nach dem Zusammenbruch der Planwirtschaft stellte die Anpassungsinflation nach 1989 und die Erlangung einer Geldwertstabilität eine der grössten makroökonomischen Herausforderungen der Transformation dar. Wie Abbildung 3 zeigt, ist dies in allen Ländern Mittel- und Osteuropas früher oder später gelungen. Besonders augenfällig ist der Erfolg in den Ländern Mitteleuropas und des Baltikums, also dort, wo die Zentralbankunabhängigkeit am grössten ist.

	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001	2003
<i>MEB</i>	198.8	118.5	251.3	20.5	9.8	5.2	5.5	3.5
<i>SOE</i>	313.4	155.0	188.1	39.4	258.4	16.5	28.3	7.2
<i>OE</i>	2.1	110.4	1'828.0	350.0	35.0	48.0	17.0	10.0
<i>OECD</i>	6.2	6.2	4.3	5.5	4.4	3.1	2.7	2.5

Bemerkungen: Ungewogener Durchschnitt für alle Länder in den jeweiligen Regionen nach EBRD.

Quelle: EBRD Transition Report (2003), Zahlen von 1989 aus Kleinewefers (2003), OECD.

Abb. 3: Inflationsraten in Mittel- und Osteuropa 1989-1999.

Cukierman et al. analysieren in einer ökonometrischen Studie von über fünfzig Ländern den Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Geldwertstabilität zwischen 1989 und 1998. Sie kontrollieren für den Einfluss von Kriegen und Preisliberalisierungen und kommen zu dem Schluss, dass die aus

dem Geldüberhang resultierende Anpassungsinflation zwar von unabhängigeren Zentralbanken nicht besser bewältigt werden kann – sobald die Anpassungsinflation jedoch vorbei ist, zeigt sich ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen grösserer Zentralbankunabhängigkeit und höherer Geldwertstabilität.¹¹ Die Tatsache, dass die Inflation inzwischen in allen Ländern der Region unter Kontrolle ist, scheint die Ergebnisse dieser Studie zu bestätigen.

2.2 Geschäftsbanken

Im real existierenden Sozialismus gab es de facto keine unternehmerische und private Zahlungsunfähigkeit. Unproduktive wirtschaftliche Aktivitäten wurden durch Subventionen am Leben gehalten, Arbeitsplätze konnten nicht verloren gehen. Aus Sicht einer Bank bedeutet das, dass es de facto keine faulen Kredite geben kann. Für die Essenz eines jeden Bankgeschäftes, die Allokation von Ersparnissen an Orte, wo sie produktiv eingesetzt werden, fehlte jegliche Grundlage. Die Preissignale zur Berechnung von Kosten und Erträgen waren vollkommen verzerrt und somit wertlos. Nach dem Bankrott des gesamten planwirtschaftlichen Systems galt es, die weichen Budgetrestriktionen durch die der Realität entsprechenden harten Restriktionen abzulösen.

Zentrales Element einer jeden Marktwirtschaft ist die Existenz von Privateigentum. Auch im Finanzsektor war die Privatisierung wichtigstes Instrument zur Schaffung von harten Restriktionen. Allerdings erwies sich die Entstaatlichung des Bankensektors vielfach als besonders schwierig, da sich hier wegen des Schlüsselcharakters der Finanzindustrie politische und ökonomische Interessen konzentrierten und die Komplexität entsprechend grösser war als in anderen Sektoren der Wirtschaft. Ausserdem waren grosse Summen an Krediten zu bewältigen, die sich bald nach der Wende als faul herausstellten. Vorsicht war nicht zuletzt auch deshalb angebracht, weil kleinere und grössere Finanzkrisen regelmässig gezeigt haben, dass die makroökonomische Stabilität zu einem gewichtigen Teil von der Leistungsfähigkeit des Bankensystems abhängt.

Die Privatisierung des Bankensektors fand über verschiedene Kanäle statt. In Tschechien beispielsweise wurde eine Reihe grösserer Banken im Rahmen der sogenannten Coupon-Privatisierung von 1992 entstaatlicht. Auch Polen begann 1992 mit der Privatisierung, indem ein Grossteil der Banken an inländische Investoren versteigert oder an die Börse gebracht wurde. In der ehemaligen Sowjetunion bestanden dagegen vor allem in den ersten Jahren der Transformation sehr niedrige Mindestanforderungen für die Kapitalausstattung von Banken, so dass neue Institute wie Pilze aus dem Boden schossen. Ungarn begann erst 1994 mit der Entstaatlichung und zeigte sich deutlich offener gegenüber ausländischen Investoren als die Nachbarländer. Die Beteiligung von ausländischen Banken barg den grossen Vorteil, dass das naturgemäss nur begrenzt vorhandene Know-How aus den entwickelten Volkswirtschaften transferiert werden konnte. Ausländische Beteiligungen machten das Bankensystem zudem resistenter gegen Krisen und werden inzwischen als zentraler Erfolgsfaktor für die Reformen des Finanzsektors in den

faktor für die Reformen des Finanzsektors in den Transformationsländern angesehen. Dies hat dazu geführt, dass der Anteil von Ausländern an der Bilanzsumme aller Banken in den acht EU- Beitrittsstaaten aus der Region 2003 rund 76% gegenüber lediglich 24% im Euroraum betrug.¹² Grosse Kreativität wurde schliesslich in der Befreiung der Banken von faulen Krediten an den Tag gelegt. Während in einigen Ländern wie etwa Ungarn der Staat die Banken zunächst restrukturierte und dann verkaufte, überliessen andere (z.B. Polen) das Problem den bereits privatisierten Banken. Es hat sich gezeigt, dass beide Methoden letztlich ein funktionierendes Bankensystem hervorbringen können.¹³

Land	Zweistufiges Banken- system ab	Anzahl Banken (davon ausländisch)		Anteil staatlicher Banken (in %)		Faule Kredite in Prozent der Gesamtsumme		EBRD Index für Reformen Bankensektor ^a	
		1998	2002	1998	2002	1998	2002	1998	2003
Estland	1992	6 (3)	7 (4)	7.8	0.0	4.0	0.8	3.3	3.7
Kroatien	1991	53 (13)	46 (23)	37.5	4.0	12.6	11.5	2.7	3.7
Lettland	1992	27 (15)	19 (12)	8.5	4.0	6.8	2.1	2.7	3.7
Litauen	1992	12 (5)	14 (4)	44.4	0.0	12.5	5.8	3.0	3.0
Polen	1989	83 (31)	59 (45)	48.0	26.6	11.8	24.6	3.3	3.3
Slowakei	1990	27 (11)	18 (15)	50.0	2.9	44.3	11.2	2.3	2.7
Slowenien	1991	30 (3)	22 (6)	41.3	48.6	9.5	10.0 ^b	3.0	3.3
Ungarn	1987	44 (28)	38 (27)	9.8	10.8	7.9	4.6	4.0	4.0
Tschechien	1990	45 (25)	37 (26)	18.6	4.6	20.3	9.4	3.0	3.7
Albanien	1992	10 (8)	13 (12)	85.6	54.1	35.4	5.6	2.0	2.3
Bulgarien	1989	34 (17)	34 (26)	56.4	14.1	11.8	10.4	2.7	3.3
Mazedonien	1992	24 (6)	20 (7)	1.4	2.0	50.3	35.7	3.0	3.0
Rumänien	1990	36 (16)	31 (24)	75.3	43.6	58.5	2.3	2.3	2.7
Russland	1987	1476 (30)	1329 (37)	41.9	n.a.	30.9	11.4	1.7	2.7
Ukraine	1988	175 (12)	152 (16) ^b	13.7	11.8 ^b	34.6	42.5 ^b	2.0	2.0

^a Bewertung zwischen 1 und 4.3. 1 = keine Reformen ausser der Einführung eines zweistufigen Bankensystems. 4.3 = vollständige Erfüllung internationaler Standards im Bankenbereich. Die Indikatoren wurden im wesentlichen subjektiv von den Experten der EBRD erstellt und sind entsprechend mit Vorsicht zu interpretieren. ^b Zahlen von 2001.

Quelle: EBRD Transition Report (2003).

Abb. 4: Stand der Reformen im Bankensektor 1998 und 2003.

Abbildung 4 gibt einen groben Überblick über die Reformen im Bankensektor Mittel- und Osteuropas. Insgesamt zeigt sich, dass in fast allen Ländern in kurzer Zeit fundamentale Veränderungen stattgefunden haben, Privatisierung und Modernisierung sind heute oftmals weit gediehen. In Mitteleuropa und im Baltikum waren die Reformen bereits 1998 weit fortgeschritten, insbesondere in Estland, Polen und Ungarn. In Südosteuropa und vor allem in Osteuropa hatte sich dagegen 1998 vielerorts noch wenig getan, da der Staat den Bankensektor weiterhin dominierte und das Problem fauler Kredite ungelöst blieb. Ernsthaftige Finanzkrisen gab es vor allem dort, wo Reformen vernachlässigt worden waren, etwa in Bulgarien und Albanien 1997 oder in Russland 1998.

Im Vergleich zu den entwickelten Volkswirtschaften gilt trotz der grossen Fortschritte im Bankenbereich, dass es auch heute noch einiges aufzuholen gibt. Sogar in den acht fortgeschritteneren EU Beitrittsländern betrug die Bi-

lanzsumme aller Banken 2003 relativ zum Bruttoinlandprodukt im Durchschnitt lediglich 78% (Euroraum: 201%). Das gleiche Bild zeigt sich beim Anteil der Firmen- und Privatkredite (31% vs. 91%), Hypothekarkredite (4% vs. 32%) und der Privateinlagen am BIP (29% vs. 55%).¹⁴ Trotz dieser Zahlen steht fest, dass das Bankensystem vor allem in Mitteleuropa und im Baltikum innerhalb von etwas mehr als zehn Jahren technisch und institutionell von einer Plan- in eine Marktwirtschaft katapultiert wurde und somit immer besser in der Lage war, seine volkswirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen. Gleichzeitig wurden die Grundlagen für weiteres Wachstum und zunehmende Effizienzgewinne im Finanzsektor geschaffen.

2.3 Kapitalmärkte

Auch wenn die Börsentradition in einigen Ländern Mittel- und Osteuropas bis weit in das 19. Jahrhundert hineinreicht – in Warschau wurde die erste Börse 1817 eröffnet, in Budapest 1864 und in Prag 1871 – existierten während der sozialistischen Planwirtschaft in der Region naturgemäss keine Kapitalmärkte. Doch bereits bald nach dem Zusammenbruch von 1989 wurden neue Börsen eröffnet: in Ungarn und Slowenien 1990, in Polen und Russland 1991. Die meisten anderen Länder Mittel- und Osteuropas folgten wenig später. Im Rahmen der Privatisierungsprozesse spielten die Aktienmärkte dann häufig eine wichtige Rolle. Einerseits förderten Privatisierungen die Eröffnung und Entwicklung von Börsen, wie etwa in Russland und Tschechien, wo im Zuge der Coupon- Privatisierungen eine verstärkte Nachfrage nach funktionierenden Aktienmärkten entstand. Andererseits fanden die Privatisierungen selbst nicht zuletzt auch über Börsen statt, wie etwa in Polen oder Ungarn, wo viele Staatsbetriebe über diesen Kanal verkauft wurden.

Die enge Verknüpfung zwischen Privatisierung und Aktienmärkten führte in vielen Ländern zunächst zu einer starken Zunahme an kotierten Titeln, von denen jedoch die meisten vollkommen illiquide waren. Insbesondere dort, wo der Staat viele Firmen über den Aktienmarkt verkaufte, gelangten Titel schlechter Qualität oder von zu kleinen Unternehmen an die Börse. Im Zuge der Konsolidierung nahm die Anzahl kotierter Firmen in aller Regel jedoch bald wieder ab und die Liquidität zu. Bis heute dominieren dennoch überall nur wenige grosse und liquide Titel die Börsen. Die übrigen kotierten Firmen sind dagegen meist immer noch relativ klein und schwer handelbar. Im Jahre 2003 waren die Börsen Polens und Russlands gemessen an der Anzahl gehandelter Titel im regionalen Vergleich mit je ca. 200 am grössten, gefolgt von Slowenien (ca. 130) sowie Ungarn, Tschechien und Rumänien (zwischen 50 und 60 Titel).¹⁵

Wie La Porta, et al. in einer empirischen Studie gezeigt haben, hängt die Effizienz von Kapitalmärkten stark von den regulatorischen Rahmenbedingungen ab. Einen positiven Einfluss haben demnach vor allem die Existenz einer unabhängigen Wertpapierkommission, die Regulierung von Insidergeschäften und Regeln zum Schutz von Minderheitsaktionären. Pistor, et al. zeigen für die

Transformationsländer, dass zwischen 1992 und 1998 in der ganzen Region in all diesen Bereichen substantielle Fortschritte gemacht worden sind. Sie führen entsprechend die Unterschiede zwischen den verschiedenen Ländern weniger auf die rechtlichen Grundlagen zurück, sondern vielmehr darauf, dass die Regeln und Regulierungen je nach Land unterschiedlich durchgesetzt werden. Nach ihren Untersuchungen ist die effektive Durchsetzung von Regeln in Mitteleuropa und dem Baltikum am ehesten gegeben.¹⁶

Land	Beginn Aktienhandel ^a	Aktienmarktkapitalisierung, in % des BIP ^b	Aktienmarkt, Handelsvolumen, in % des BIP ^b	Umsatz, in % der Marktkapitalisierung ^b	Bondmarktkapitalisierung, in % des BIP ^c	EBRD Index für Reformen der Kapitalmärkte ^a	
						1998	2003
Estland	1996	14.1	1.6	12.4	1.0	3.0	3.3
Kroatien	1994	15.7	0.7	4.3	k.A.	2.3	2.7
Lettland	1995	7.8	1.5	19.8	6.5	2.3	3.0
Litauen	1993	11.3	1.4	12.3	3.5	2.3	3.0
Polen	1991	14.8	3.7	24.9	10.8	3.3	3.7
Slowakei	1993	6.9	3.3	48.1	7.0	2.3	2.7
Slowenien	1990	16.8	3.7	23.5	6.2	2.7	2.7
Ungarn	1990	18.8	9.4	50.8	20.2	3.3	3.7
Tschechien	1993	17.2	7.7	44.7	10.1	3.0	3.0
Albanien	1996	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	1.7	1.7
Bulgarien	1992	4.8	0.9	18.6	k.A.	2.0	2.3
Mazedonien	1996	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	1.7	1.7
Rumänien	1995	6.6	0.8	12.5	k.A.	2.0	2.0
Russland	1991	29.7	12.2	40.4	k.A.	1.7	2.7
Ukraine	1992	5.7	0.4	7.4	k.A.	2.0	2.0

^a Quelle: EBRD Transition Report (2003). Für den EBRD Index für Finanzinstitutionen im Nichtbankenbereich: Bewertung zwischen 1 und 4.3.

^b Quelle: Weltbank (2005), Durchschnitt der Zahlen von 2000-2003, eigene Berechnungen.

^c Quelle: Köke/ Schröder (2003). Zahlen für das Jahr 2000.

Abb. 5: Stand der Reformen im Kapitalmarktsektor 2003.

Wie Abbildung 5 zeigt, waren die regionalen Kapitalmärkte in den ersten Jahren des neuen Jahrhunderts über alle Indikatoren hinweg am weitesten in Ungarn, Tschechien, Polen und auch Russland entwickelt. In den übrigen Ländern sind Marktkapitalisierung und Handelsvolumen niedriger oder gar ganz zu vernachlässigen. Im Vergleich zu den entwickelten Volkswirtschaften sind jedoch die Kapitalmärkte aller Transformationsländer stark unterentwickelt. So betrug die durchschnittliche Kapitalisierung des Aktienmarktes 2000-2003 in Deutschland knapp fünfzig, in den USA und Grossbritannien deutlich über hundert und in der Schweiz gar 230 Prozent des BIP. Das Handelsvolumen lag zwischen 62% (Deutschland) und 226% des BIP (USA), der Umsatz in Prozent der Marktkapitalisierung zwischen 85% (Schweiz) und 174% (USA). Auch die Kapitalisierung der Anleihenmärkte lag mit über hundert Prozent des BIP (Deutschland, USA) deutlich über den Ländern Mittel- und Osteuropas.

Insgesamt waren die Voraussetzungen für die Einrichtung von Kapitalmärkten in den Transformationsländern schlechter als für die Schaffung eines funkti-

onsfähigen Bankensystems. Die institutionellen, regulatorischen und technischen Rahmenbedingungen waren in noch geringerem Masse vorhanden, das Wissen über die Funktionsweise von Kapitalmärkten noch knapper als im Bankensektor. Verschiedene Studien zeigen denn auch, dass der Bankensektor in allen Transformationsländern bis heute deutlich besser ausgebildet ist als die Kapitalmärkte.¹⁷ Die Allokation von Finanzmitteln findet somit in der ganzen Region weiterhin eher über Banken statt, die Kapitalmärkte stecken trotz der beachtlichen technischen und institutionellen Fortschritte der letzten Jahren noch in den Anfängen. Zu den Herausforderungen gehört nicht nur die vielerorts mangelnde Liquidität sondern auch ein starker Trend zur Internationalisierung der Börsenlandschaft: die meisten grösseren Firmen lassen sich an grösseren ausländischen Märkten wie London oder New York kotieren, der Druck zur regionalen und überregionalen Konsolidierung wächst. Dies sind allerdings Probleme, die sich auch vielen Börsen in kleineren entwickelten Volkswirtschaften stellen – aus dieser Sicht sind die Kapitalmärkte Mittel- und Osteuropas demnach vielfach längst in der Marktwirtschaft angekommen.

3 Finanzsektor und Wachstum

Es dauert lange, bis die Erfolge von grundlegenden institutionellen Reformen wirklich eingeschätzt werden können. Das gilt besonders für die Umwandlung ganzer Wirtschaftssysteme, wie dies im Falle Mittel- und Osteuropas geschah. Technische und institutionelle Veränderungen wirken nur langsam, da sie zunächst innerhalb einer Gesellschaft diffundieren müssen, um Anpassungsprozesse an neue Regeln und neues Wissen in Gang zu setzen. Etwas über fünfzehn Jahre nach Beginn der Transformation ist eine genügende Menge an Daten gesammelt worden, um Aussagen über den Zusammenhang zwischen institutionellen Reformen und Wachstumserfolg wagen zu können.

	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001	2002
<i>MEB</i>	100.0	83.8	83.1	91.0	100.2	106.3	112.3	114.5
<i>SOE</i>	100.0	81.0	74.5	81.1	77.3	75.0	80.9	82.9
<i>OE</i>	100.0	89.8	70.1	57.4	55.3	55.2	63.8	66.3
<i>OECD</i>	100.0	104.3	108.0	114.3	121.9	129.1	134.8	137.2

Bemerkungen: Mit den BIP-Anteilen gewogener Durchschnitt. Für 1989 mangels Daten ungewogen.

Quelle: EBRD Transition Report (2001), OECD, Berechnungen aus Kleinewefers (2003).

Abb. 6: Indices des realen Bruttoinlandsprodukts in Mittel- und Osteuropa 1989-2002.

Wie Abbildung 6 zeigt, verliefen die Wachstumszahlen in allen Ländern Mittel- und Osteuropas während der Transformation von der Plan- zur Marktwirtschaft in einer ersten Phase klar negativ – der Konkurs des real existierenden Sozialismus trat deutlich und schmerzhaft zutage. In einer zweiten Phase, etwa ab 1994, konnten jene Länder hohe Wachstumsraten verzeichnen, die einen konsequenten Reformprozess durchlaufen hatten (sogenannter J-Kurven-Effekt). Es kann davon ausgegangen werden, dass die Indices für alle Regionen nach den hohen Wachstumsraten der letzten beiden Jahre inzwischen noch

deutlich besser aussehen als 2002. Dennoch gilt: Länder, die zaghaft reformierten, erholten sich später oder im schlimmsten Fall bis heute nicht vom drastischen Einbruch des BIP nach dem Zusammenbruch der Planwirtschaft.

In letzter Zeit ist eine ganze Reihe empirischer Studien über die Beziehung zwischen Finanzmärkten und Wachstum in den Transformationsländern erschienen.¹⁸ Die wichtigsten Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Länder mit gründlicheren Reformen im Finanzsektor verzeichnen ein höheres Wirtschaftswachstum. Allerdings kann hier nur eine Korrelation, keine Kausalität festgestellt werden.
- Der deutlichste Zusammenhang kann zwischen Umsätzen an den Kapitalmärkten und Wachstum festgestellt werden, der geringste zwischen Marktkapitalisierung und Wachstum. Dazwischen liegen die Indikatoren für den Entwicklungsstand von Bankensystemen.
- Im internationalen Vergleich relativ hohe Zinsmargen deuten auf ineffiziente Bankensysteme hin und sind negativ mit Wachstum korreliert. Ebenso leuchtet ein, dass zwischen Kreditvolumen und Wirtschaftswachstum keine robuste statistische Beziehung besteht.
- Die Struktur des Finanzsystems (Banken- versus Kapitalmarktorientierung) ist für den Wachstumserfolg nicht relevant.
- Wie bereits frühere Studien für andere Länder zeigen, besteht auch in Mittel- und Osteuropa während der Transformation ein sehr deutlicher negativer Zusammenhang zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum.
- Der Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Finanzsektors und dem Wirtschaftswachstum ist ähnlich gross wie dessen Korrelation mit Privatisierung und Liberalisierung.

Insgesamt kann festgestellt werden, dass die Entwicklungen nach 1989 in Mitteleuropa und dem Baltikum als Fortschritt bezeichnet werden können. Das gilt zumindest aus ökonomischer Sicht und zwar sowohl auf der Mikro- als auch auf der Makroebene. Zahlreiche empirische Studien liefern zudem Evidenz für die Gültigkeit der in Abbildung 1 dargestellten Zusammenhänge – falls man einen Zeitraum von 15 Jahren für sehr langfristige Prozesse bereits als lange genug bezeichnen kann. Jedenfalls spricht einiges dafür, dass der Aufholprozess vor allem der neuen EU-Mitgliedsstaaten auf die industrialisierten Länder des Westens erst begonnen hat.

4 Schlussbemerkungen

Der Titel dieses Buches stellt die Frage nach der Beziehung zwischen Marktwirtschaft und Fortschritt. In Mittel- und Osteuropa hat sich gezeigt, dass in jenen Ländern, in denen konsequent marktwirtschaftliche Reformen durchgeführt worden sind, die höchsten Wachstumsraten zu verzeichnen waren. Polen zum Beispiel, Anfang der 1990er Jahre bekannt als das Land des reformerischen „Big Bang“, hat zwischen 1989 und 2004 insgesamt das höchste durch-

schnittliche Wachstum aller Länder der Region zu verzeichnen. Heute kann es nicht zuletzt nach den Erfahrungen mit dem real existierenden Kommunismus wohl als erwiesen gelten, dass kapitalistische Systeme deutlich mehr Innovationskraft und Wachstumspotential aufweisen als Planwirtschaften. Wenn also langfristig höheres durchschnittliches Wirtschaftswachstum als Messgröße für (technischen) Fortschritt akzeptiert wird, scheint klar, dass auf Privateigentum und freiem Wettbewerb aufbauende liberale Wirtschaftssysteme dem Fortschritt förderlicher sind als planwirtschaftliche Systeme aller Art. Und ein zentrales Element solcher Systeme ist ein funktionierender Finanzsektor, der in einer Welt von Knappheit und Transaktionskosten eine möglichst effiziente Allokation von Finanzmitteln sorgt.

Heute tauchen in den modernen und reifen Dienstleistungsgesellschaften westlicher Prägung neue Herausforderungen auf. Anders als die meisten Länder Mittel- und Osteuropas leiden die „alten“ entwickelten Marktwirtschaften vielfach unter einer ausgeprägten Wachstumsschwäche. Ebenso wie die „alten“ stehen allerdings auch die „neuen“ Länder Europas vor gravierenden demographischen Veränderungen und alternden Gesellschaften. Ist die Wachstumsschwäche nur ein vorübergehendes Phänomen? Wie werden sich die bislang unbekannt demographischen Entwicklungen auswirken? Sind kapitalistische Wirtschaftssysteme vielleicht gar Opfer ihres eigenen Erfolges? Die Antworten auf diese Fragen bleiben zwangsläufig spekulativ. Die Geschichte hat jedoch deutlich gezeigt, dass bislang kein anderes Wirtschaftssystem besser in der Lage war, durch technische und institutionelle Innovationen auf Veränderungen und neue Herausforderungen zu reagieren, als die liberale Marktwirtschaft. Fast ist man geneigt zu sagen: Der Kapitalismus erscheint als die schlechteste der uns bekannten Wirtschaftsformen – mit Ausnahme aller anderen, die von Zeit zu Zeit ausprobiert worden sind.

Anmerkungen

¹ Vgl. Kleinewefers (2002).

² Vgl. Schumpeter (1911).

³ Vgl. Kleinewefers (2002), S.11-21.

⁴ Für einen Literaturüberblick vgl. Platek (2002), S.27-30.

⁵ Levine (1997), S.688.

⁶ Vgl. zu den Studien Platek (2002), Kapitel 2.

⁷ Vgl. dazu Kleinewefers (2003), S.6-11, sowie Platek, S.70-75.

⁸ Vgl. z.B. Cukierman/ Webb und Neyapti (1992).

⁹ Vgl. Cukierman/ Miller und Neyapti (2001). Für die Verankerung der Unabhängigkeit der Zentralbanken in den Verfassungen vgl. Adamovich (2004), S.136f.

¹⁰ Im Sinne der Übersichtlichkeit sind jeweils nur die wichtigsten Länder dargestellt.

¹¹ Vgl. Cukierman/ Miller und Neyapti (2001), S.13-23. Auch wenn die Ergebnisse der Autoren insgesamt plausibel erscheinen, muss hier auch wegen der geringen Zahl an Beobachtungen auf die Probleme solcher ökonometrischen Modelle hingewiesen werden.

¹² Vgl. Bank Austria Creditanstalt AG (2004), S.34.

¹³ Vgl. Platek (2002), 90-101.

¹⁴ Vgl. Bank Austria Creditanstalt AG (2004), S.38.

¹⁵ Vgl. Claessens/ Lee und Zechner (2003).

¹⁶ Vgl. La Porta, et al. (1998), Pistor, et al. (2000) und Adamovich (2004), Kapitel 6.

¹⁷ Vgl. z.B. Platek (2002), Kapitel 4 und Bód (2005).

¹⁸ Vgl. de Haas (2001), Platek (2002), Koivu (2002), Gillman/ Harris (2004) und Babl (2005).

Literatur

- ADAMOVIČ, Ivan Baron (2004): Entstehung von Verfassungen – Ökonomische Theorie und Anwendung auf Mittel- und Osteuropa nach 1989, Tübingen.
- BABL, Martin (2005): Monetäre Institutionen, Ordnungspolitik und Wirtschaftswachstum – Eine Untersuchung am Beispiel Mittel- und Osteuropas und der ehemaligen Sowjetunion.
- BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG (2004): Xplicit Extra Report, CEE – von der Transformation in die Konvergenz, Juni 2004.
- BÓD, Péter Á. (2005): A Great Transformation? Banking and Capital Markets in “Transition Countries”, MES Schriftenreihe, Europa-Universität Viadrina, Frankfurt (Oder).
- CLAESSENS, Stijn/ LEE, Ruben und ZECHNER, JOSEF (2003): The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries, CEPR Publications.
- CUKIERMAN, Alex (1992): Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence, Cambridge: MIT Press.
- CUKIERMAN, Alex/ MILLER, Geoffrey und NEYAPTI, Bilin (2001): Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies – An International Perspective, London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), Discussion Paper No. 2808.
- CUKIERMAN, Alex/ WEBB, Steven B. und NEYAPTI, Bilin (1992): Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, in: The World Bank Economic Review, 6 (3), 353–398.
- DE HAAS, Ralph T.A. (2001): Financial Development and Economic Growth in Transition Countries. A Survey of the Theoretical and Empirical Literature, Research Series Supervision, 35, Netherlands Central Bank.
- EBRD: Transition Reports, verschiedene Ausgaben.
- GILLMAN, Max/ HARRIS, Mark N. (2004): Inflation, Financial Development and Growth in Transition Countries, Department of Econometrics and Business Statistics, Monash University, Working Paper 23/ 04.
- KLEINWEFERS, Henner (2002): Wirtschafts- und Entwicklungspolitische Implikationen der vier Ansätze der Wachstumstheorie, Seminar für Wirtschafts- und Sozialpolitik der Universität Freiburg/ Schweiz.
- KLEINWEFERS, Henner (2003): Probleme und Erfahrungen beim Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft – Ein Überblick, Seminar für Wirtschafts- und Sozialpolitik der Universität Freiburg/ Schweiz.
- KOIVU, Tuuli (2002): Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries? Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Discussion Paper No. 14.
- LA PORTA, Rafael/ LOPEZ-DE-SILANES, Florencio/ SHLEIFER, Andrei, et al. (1998): Law and Finance, in: Journal of Political Economy, 106 (6), 1113-1155.
- LEVINE, Ross (1997): Financial Development and Economic Growth, Views and Agenda, Journal of Economic Literature 35, 688-726.

- PISTOR, Katharina/ RAISER, Martin und GELFER, Stanislaw (2000): Law and Finance in Transition Economies, in: *Economics of Transition*, 8 (2), 325-368.
- PLATEK, Mariusz (2002): *Financial Sector Development and Economic Growth in Transition Countries*, St. Gallen.
- SCHUMPETER, Joseph A. (1911): *The Theory of Economic Development*, Cambridge MA.
- WELTBANK (2005): *Financial Structure and Economic Development Database*.

Angaben zum Autor

Dr. Ivan Baron Adamovich, Jg. 1971. Studium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in Fribourg und Barcelona, Lizentiat 1997. Doktorstudium am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Wirtschaftssystemen in Jena, an der University of California at Berkeley und an der Universität Fribourg. Wissenschaftlicher Assistent am Seminar für Wirtschafts- und Sozialpolitik. Publikationen zur Ökonomie des Föderalismus sowie zu Diktatur und Wachstum. Promotion an der Universität Fribourg 2003 zum Thema „Entstehung von Verfassungen – Ökonomische Theorie und Anwendung auf Mittel- und Osteuropa nach 1989“. Seit 2004 bei Wegelin & Co. Privatbankiers, St. Gallen, tätig im Bereich Private Banking und Asset Management.