

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



*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 Streubereich 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

Direktinvestitionen 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 Lücke 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 Verschuldungsgrad 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. Diese 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 Erklärung ist, dass in den Transformationsländern wesentlich weniger Kredite an Haushalte (Hypothekenkredite etc.) vergeben werden als in den Industrieländern.