



DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG  
SONDERHEFT 170 · 2000

Mechthild Schrooten

## **Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation**

**Vom Zusammenbruch der Sowjetunion  
zur Finanzkrise in der Russischen Föderation**

DUNCKER & HUMBLOT · BERLIN

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-16 17:32:28

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

# DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

gegründet 1925 als INSTITUT FÜR KONJUNKTURFORSCHUNG von Prof. Dr. Ernst Wagemann  
Königin-Luise-Straße 5 · D-14195 Berlin (Dahlem)

## **VORSTAND**

Präsident Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann

## **Kollegium der Abteilungsleiter**

Dr. Gustav-Adolf Horn · Dr. Kurt Hornschild · Prof. Dr. Rolf-Dieter Postlep · Wolfram Schrettl, Ph. D.  
Dr. Bernhard Seidel · Dr. Hans-Joachim Ziesing

Mechthild Schrooten

**Geld, Banken und Staat  
in Sozialismus und Transformation**



# **Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation**

**Vom Zusammenbruch der Sowjetunion  
zur Finanzkrise in der Russischen Föderation**

**Von**

**Mechthild Schrooten**



**Duncker & Humblot · Berlin**

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-50243-1>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-16 17:32:28

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Schrooten, Mechthild:**

Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation : Vom Zusammenbruch der Sowjetunion zur Finanzkrise in der Russischen Föderation / Mechthild Schrooten. – Berlin : Duncker und Humblot, 2000  
(Sonderheft / Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung ; Nr. 170)  
ISBN 3-428-10243-6

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Str. 5,  
D-14195 Berlin, Telefon (0 30) 8 97 89-0 – Telefax (0 30) 8 97 89 200

Alle Rechte vorbehalten

© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0720-7026

ISBN 3-428-10243-6

# Inhaltsverzeichnis

I.	Vorbemerkung.....	13
II.	Sozialismus, Geld und Transformation .....	18
1.	Geld im Systemvergleich .....	19
2.	a) Marx: Sozialismus impliziert Abschaffung des Geldes .....	20
2.	b) Von Mises: Sozialistische Eigentumsordnung begrenzt Geldfunktion .....	22
2.	c) Eucken: Zentraler Plan versus Preismechanismus .....	23
2.	d) Kornai: „Weiche“ versus „harte“ Budgetrestriktion .....	24
2.	Geldfunktionen im Sozialismus .....	26
2.	a) Spezialgelder zur Sicherung der sozialistischen Eigentumsordnung .....	26
2.	b) Inflation im Sozialismus .....	30
2.	3. Ansatzpunkte der Transformation .....	32
III.	Finanzsektor, Staat und Wachstum .....	38
1.	Theoretische Legitimation finanzieller Repression? .....	40
2.	a) Keynes: Liquiditätspräferenz und Zins .....	41
2.	b) Tobin: Portfolioentscheidung und Zins.....	43
2.	2. McKinnon und Shaw: Unterentwickelte Finanzmärkte, Finanzmarktliberalisierung und Wachstum .....	45
2.	a) McKinnon: Komplementarität zwischen Geldhaltung und Investition .....	45
2.	b) Shaw: Finanzintermediation und Wachstum.....	47
2.	c) Zinsobergrenzen versus Finanzmarktliberalisierung.....	49
2.	3. Finanzmarktliberalisierung und endogene Wachstumstheorie .....	54
2.	a) Aufgaben der Finanzintermediäre .....	54
2.	b) Pagano: Leistungsfähigkeit des Finanzmarktes und gesamtwirtschaftliches Wachstum .....	59
2.	c) King und Levine: Finanzmarktliberalisierung und Wachstum.....	61
2.	4. Fiskalische Implikationen finanzieller Repression.....	71
2.	a) Staatliche Einflussnahme auf die Kreditvergabe.....	72
2.	b) Fiskalische Entlastung durch staatliche Einflussnahme auf die Kreditverzinsung....	76
2.	c) Seigniorage und Inflationssteuer.....	78
2.	d) Quantifizierung des Gesamtausmaßes finanzieller Repression.....	81
2.	5. Kritik an der Finanzmarktliberalisierung .....	83
IV.	Geld und Finanzsektor im sowjetischen Sozialismus .....	89
1.	1. Entstehung und Reform des sowjetischen Sozialismus.....	89
1.	a) Der traditionelle sowjetische Sozialismus.....	90
1.	b) Perestroika: Zwischen Systemerhalt und Transformation.....	94
1.	2. Von der zentralen Planung zur finanziellen Repression.....	98
1.	a) Zentralbank, Geldmengenentwicklung und Kreditvergabe.....	99
1.	b) Staatliche Eingriffe in den Geschäftsbankensektor.....	103
1.	c) Finanzierung des Staatssektors .....	108
1.	d) Staatssektor versus private Haushalte .....	113
1.	3. Von der Perestroika zur Finanzkrise .....	117

V.	Zwischen Finanzmarktliberalisierung und Demonetisierung: Wachstumshemmisse in der Russischen Föderation.....	122
1.	Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen.....	123
a)	Privatisierung, „gemischter Sektor“, privates Eigentum.....	124
b)	Geldfunktionen und Finanzmarktregulierung .....	128
2.	Stabilisierung, Finanzmarktliberalisierung und Wachstum.....	132
a)	Geld- und währungspolitische Grundausrichtung .....	133
b)	Leistungsfähigkeit des Finanzmarktes und gesamtwirtschaftliche Entwicklung .....	140
c)	Finanzmarktliberalisierung im Spannungsfeld finanzpolitischer Ansprüche .....	152
3.	Der Russische Weg: Postsozialistische Demonetisierung.....	160
a)	Bankensektor und Bad-loans .....	161
b)	Wechselseitige Verschuldung und Barter .....	170
4.	Russische Finanzkrise .....	174
a)	Staatsverschuldung .....	175
b)	Transformationserfolg?.....	178
VI.	Zusammenfassung und Ausblick.....	181
	Literaturverzeichnis.....	187

## Abbildungsverzeichnis

1	Geldkreisläufe im Sozialismus.....	28
2	Wirkungsweise von Zinsobergrenzen für Depositen (McKinnon / Shaw) .....	51
3	Wirkungsweise von Zinsobergrenzen für Investitionskredite (McKinnon / Shaw).....	52
4	Zusammenhang zwischen Eigentum, Finanzierung und Ertrag .....	58
5	Finanzmarktliberalisierung und Wachstum.....	69
6	Endogene Wachstumstheorie und Finanzintermediation .....	70
7	Anteil von M2 am BIP 1986 - 1991 .....	100
8a)	Zentralbankkredite in % der Gesamtkredite ( $Z_{TOT}$ ) 1975 - 1985.....	101
8b)	Zentralbankkredite in % des BIP ( $Z_{BIP}$ ) 1975 - 1985 .....	101
9a)	Zentralbankkredite in % der Gesamtkredite ( $Z_{TOT}$ ) 1988 - 1991.....	102
9b)	Zentralbankkredite in % des BIP ( $Z_{BIP}$ ) 1988 - 1991 .....	102
10a)	Kredite der Geschäftsbanken in % der Gesamtkredite ( $Bank_{TOT}$ ) 1975 - 1985.....	104
10b)	Kredite der Geschäftsbanken in % des BIP ( $Bank_{BIP}$ ) 1975 - 1985.....	104
11a)	Kredite der Geschäftsbanken in % der Gesamtkredite ( $Bank_{TOT}$ ) 1988 - 1991 .....	107
11b)	Kredite der Geschäftsbanken in % des BIP ( $Bank_{BIP}$ ) 1988 - 1991.....	107
12a)	Kredite an den Unternehmenssektor in % der Gesamtkredite 1975 – 1990 .....	108
12b)	Kredite an den Unternehmenssektor in % des BIP 1975 - 1990 .....	108
13	Wechselkurs des russischen Rubels zum US-Dollar 1975 - 1991 .....	111
14a)	Kredite an die öffentlichen Haushalte in % der Gesamtkredite ( $Staat_{TOT}$ ) 1986 - 1991	113
14b)	Kredite an die öffentlichen Haushalte in % des BIP 1986 - 1991 .....	113
15	Depositen in % des BIP 1975 - 1991 .....	114
16	Verbraucherpreisentwicklung 1975 - 1991 .....	116

17a)	Kredite an private Haushalte in % der Gesamtkredite ( $Privat_{TOT}$ ) 1975 - 1991 .....	116
17b)	Kredite an private Haushalte in % des BIP ( $Privat_{BIP}$ ) 1975 - 1991 .....	116
18	Staatliche Verschuldung gegenüber Inländern in % des BIP 1985 - 1991 .....	120
19	Refinanzierungszins (jährlich, real) .....	134
20	Entwicklung der Inflation und der Geldmenge M2 .....	136
21	Wechselkurs des russischen Rubels zum US-Dollar .....	138
22	Anteil der Geldmenge M1 am BIP 1992 – 1999 .....	142
23	Anteil der Geldmenge M2 am BIP 1992 - 1999 .....	142
24	Reale Einlagen- und Kreditzinsen (jährlich) 1995 - 1999 .....	144
25a)	Kredite der Zentralbank in % der Gesamtkredite ( $Z_{TOT}$ ) 1993 – 1999 .....	146
25b)	Kredite der Zentralbank in % des BIP ( $Z_{BIP}$ ) 1993 – 1999 .....	146
26a)	Kredite der Geschäftsbanken in % der Gesamtkredite ( $Bank_{TOT}$ ) 1993 – 1999 .....	146
26b)	Kredite der Geschäftsbanken in % des BIP ( $Bank_{BIP}$ ) 1993 – 1999 .....	146
27a)	Kredite an den Privatsektor in % der Gesamtkredite ( $Privat_{TOT}$ ) 1993 – 1999 .....	147
27b)	Kredite an den Privatsektor in % des BIP ( $Privat_{BIP}$ ) 1993 – 1999 .....	147
28a)	Kredite an den Staat in % der Gesamtkredite ( $Staat_{TOT}$ ) 1993 – 1999 .....	148
28b)	Kredite an den Staat in % des BIP ( $Staat_{BIP}$ ) 1993 – 1999 .....	148
29	Investitionstätigkeit .....	151
30	Reale Verzinsung von Staatsanleihen (jährlich) .....	158
31	Zinsdifferenz (real, jährlich) .....	164
32	Auslandsverschuldung .....	169
33	Barter-Geschäfte (Industrie) .....	173

## Tabellenverzeichnis

1	Daten zur Wirtschaftsentwicklung der UdSSR 1961-1985 .....	94
2	Konsolidierter Haushalt der UdSSR.....	109
3	Minderausgaben des konsolidierten Staatshaushalts und staatlicher Unternehmen durch Zinsobergrenzen für Kredite in % des BIP.....	112
4	Daten zur Wirtschaftsentwicklung 1986 - 1991 .....	118
5	Entwicklung der Geldmenge und ihrer Aggregate in der Russischen Föderation .....	137
6	Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren in der Russischen Föderation 1990 - 1999 .....	149
7	Konsolidierter Haushalt der Russischen Föderation.....	153
8	Inflationssteuer in % des BIP 1992 - 1999 .....	155
9	Realverzinsung russischer Kredite auf dem internationalen Kapitalmarkt.....	160
10a	Die 10 größten Banken 1996.....	163
10b	Die 10 größten Banken 1998.....	163
11	Aggregierte Bilanz des Geschäftsbankensektors.....	166

## Verzeichnis der verwendeten Symbole

$A$	Produktivitätskoeffizient
$C$	Konsum
$e$	Anzahl innovativer Unternehmer
$I$	Investitionen
$\frac{I}{Y}$	Investitionsquote
$i$	nominaler Zins
$i^d$	Nominalverzinsung der Depositen
$i_{eff}$	effektiver Nominalzins
$K$	Kapital in seinen verschiedenen Erscheinungsformen
$k$	Kassenhaltungsdauer
$L(\dots)$	Geldnachfragefunktion
$M^d$	nominale Geldnachfrage
$(M/P)^d$	reale Geldnachfrage
$\frac{M}{Y}$	Monetisierungsgrad
$M1$	Summe aus Bargeld und Sichteinlagen
$M2$	M1 plus Termingelder inländischer Nichtbanken (Laufzeit unter vier Jahre)
$M3$	M2 plus Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist
$\frac{M1}{Y}$	monetäre Tiefe
$\frac{M2}{Y}$	finanzielle Tiefe
$m$	mark-up-pricing
$N$	Arbeitskräftepotential
$n$	Arbeitsinput
$P$	Preisniveau
$\hat{p}$	Inflation
$q$	Marktwert eines innovativen Unternehmers
$r$	Realzins
$r^*$	realer Gleichgewichtszins
$r_{eff}$	effektiver Realzins

$\bar{r}^e$	erwartete Rentabilität auf Sachanlagen
$S$	Sparen
$s$	Sparquote
$T$	technischer Fortschritt in der Finanzsphäre
$u$	Multiplikator
$v$	Umlaufgeschwindigkeit
$w$	Reallohn
$Y$	reales Einkommen, reales Bruttoinlandsprodukt
$y$	Pro-Kopf-Einkommen
$y_t(\omega)$	Output eines Unternehmens der Branche ( $\omega$ ) zum Zeitpunkt t
$\alpha$	Erfolgswahrscheinlichkeit eines potentiellen Unternehmers
$\delta$	Dividendenzahlung
$\phi$	Abschreibungsrate
$\gamma$	Veränderungsrate
$\Lambda$	Qualitätsindex
$\lambda$	Maß für den Qualitätssprung
$\mu$	Vektor der Opportunitätskosten der Geldhaltung
$\pi$	Wahrscheinlichkeit
$\pi$	Erfolgswahrscheinlichkeit einer Innovation
$\rho$	Diskontfaktor
$\tau$	Transaktionskostensatz
$v'$	erwarteter zukünftiger Kurswert der Aktien
$\omega$	Branchenindex
$\Omega$	Vermögensposition
$\kappa$	Liquiditätssituation
$\varepsilon$	Veränderung der Nettoverschuldung

## Abkürzungsverzeichnis

<b>BIP</b>	Bruttoinlandsprodukt
<b>BIZ</b>	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
<b>DIW</b>	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
<b>EBRD</b>	European Bank for Reconstruction and Development
<b>ECE</b>	United Nations Economic Commission for Europe
<b>FIG</b>	Finanz-Industrielle-Gruppen
<b>GKO</b>	Gosudarstvennye Kratkosročnye Obligacii (Kurzfristige Staatsanleihen)
<b>GOSKOMSTAT RF</b>	Statistisches Amt der Russischen Föderation
<b>GOSKOMSTAT SSSR</b>	Statistisches Amt der UdSSR
<b>GUS</b>	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten
<b>IFS</b>	International Financial Statistics
<b>IfW</b>	Institut für Weltwirtschaft, Kiel
<b>IFW</b>	Internationaler Währungsfonds
<b>IMF</b>	International Monetary Fund
<b>IWH</b>	Institut für Wirtschaftsforschung, Halle
<b>LIBOR-Zins</b>	London Interbank Offered Rate
<b>NDA</b>	Net Domestic Assets
<b>NFA</b>	Net Foreign Assets
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>ROA</b>	Return on Assets
<b>ROE</b>	Return on Equity
<b>ROSTAT</b>	Statistisches Amt der Russischen Föderation
<b>UdSSR</b>	Union Unabhängiger Sowjetrepubliken

## I. Vorbemerkung

Transformation bezeichnet seit Ende der 80er Jahre den Übergang der vormals sozialistischen Volkswirtschaften auf eine marktwirtschaftlich orientierte Wirtschaftsordnung. Inzwischen beschreibt der Transformationsbegriff kein einheitliches Phänomen mehr. Vielmehr zeigen die unterschiedlichen Entwicklungen in den vormals sozialistischen Staaten, dass der Übergang auf eine marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnung nicht immer zu der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Erholung und damit zum Übergang auf einen dauerhaften Wachstumsprozess geführt hat. Nahezu kontrastierend lassen sich zwei Transformationstypen festmachen: Einige mittel-osteuropäische Transformationsökonomien können bereits auf erhebliche Wachstumserfolge verweisen. Die wirtschaftspolitische Ausrichtung dieser Staaten zielt inzwischen auf einen Beitritt zur Europäischen Union. Dagegen sind die zur Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) zusammengeschlossenen Nachfolgerepubliken der Sowjetunion mit besonders lang anhaltenden und tiefgreifenden wirtschaftlichen Krisenerscheinungen konfrontiert. Auch in der Russischen Föderation, der wirtschaftlich bedeutendsten Nachfolgerepublik der Sowjetunion, zeichnete sich bis Mitte 1998 keine endgültige, nachhaltige Trendwende ab. Der Übergang auf einen Wachstumspfad gestaltete sich hier schwierig.

Ein wesentlicher Faktor für die Verschiedenheit der Transformationsverläufe dürfte die unterschiedlich starke Verbundenheit mit der sozialistischen Vergangenheit sein. Von besonderer Bedeutung ist hierbei, inwieweit diese als Negativfolie oder als Maßstab zukünftiger Entwicklungen betrachtet wird. Dieser gesellschaftliche Vergangenheitsbezug lässt sich allerdings mit ökonomischen Kategorien nur schwer beurteilen. Dagegen kann die sich im Transformationsprozess vollziehende Veränderung des Staatsverständnisses in vielfältiger Hinsicht einer ökonomischen Analyse unterworfen werden. Einen Ansatzpunkt dazu bietet die Analyse des Finanzsektors. Hier hatte nach dem Zusammenbruch des Sozialismus nicht nur eine formale Abgrenzung zwischen den Aktivitäten der öffentlichen Haushalte und den Finanzintermediären, sondern auch die Reaktivierung der Geldfunktionen und geldwirtschaftlicher Kategorien stattzufinden. Geld, geldwirtschaftliche Kategorien, Banken und öffentliche Haushalte waren zwar beim Übergang auf den Sozialismus nicht abgeschafft, aber ihrer traditionellen Funktionen enthoben und völlig redefiniert worden. Eine ähnlich grundlegende Revision und eine Reaktivierung ihrer Funktionen ist im Zuge der aktuellen Transformation und damit beim Übergang auf eine marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnung zu vollziehen.

Die zentrale These dieser Arbeit ist, dass die besonderen Transformationsprobleme in der Russischen Föderation, aber auch in anderen GUS-Republiken eng mit den Funktionsbedingungen des Finanzsektors verknüpft sind. Dabei wird davon ausgegangen, dass die spezifischen Transformationshemmnisse wesentlich darauf zurückgehen, dass hier der

ehemals sozialistische Staat zunächst auf eine Politik *finanzialer Repression* übergegangen ist. Die Grundlagen für den Übergang von der Planwirtschaft zur finanziellen Repression wurden bereits mit der Perestrojka, der sowjetischen Variante des Reformsozialismus eingeleitet. Typische Erscheinungsformen finanzieller Repression sind niedrige bzw. negative Realzinsen, die auf staatliche Eingriffe in den Finanzsektor zurückgehen, sowie schwankende, hohe Inflationsraten. Bei einer weiterreichenden Definition des Begriffes der finanziellen Repression, wie sie die neueren Modelle finanzieller Entwicklung vorschlagen, lassen sich bei der Analyse der Reformpolitik der Perestrojka und des Transformationsprozesses der Russischen Föderation vielfältige Erscheinungsformen ausmachen. Zentralbankkredite an die Regierung, präferentielle Kreditvergabe an einzelne Branchen, Devisenregulierungen und andere Eingriffe des Staates prägten die ersten Transformationsjahre. Als weitere, den Transformationsverlauf in der Russischen Föderation bestimmende Erscheinungsformen finanzieller Repression sind der schwache Schutz der Gläubigerrechte, die staatliche Tolerierung der Nichtzahlung und die diskretionäre Steuerpolitik zu begreifen. Insgesamt wurde und wird durch diese Rahmenbedingungen über den Transformationsbeginn hinaus die Investitionstätigkeit, die private Vermögensbildung und das gesamtwirtschaftliche Wachstum behindert und zugleich dem Staat ein weitreichender Einfluss auf die Wirtschaftsprozesse ermöglicht.

Im Zuge dieser Arbeit wird nicht nur die Wirkungsweise der finanziellen Repression auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung analysiert, sondern darüber hinaus ein Zusammenhang zwischen den unterschiedlichen Formen finanzieller Repression und der Finanzpolitik hergestellt. Dieser oft vernachlässigte Aspekt der Wirkungsweise finanzieller Repression ist insbesondere für die Analyse des Transformationsprozesses in der Russischen Föderation und anderen GUS-Republiken von Bedeutung. Denn die unterschiedlichen Formen finanzieller Repression erhöhen nicht nur die Transaktionskosten der übrigen Wirtschaftseinheiten, sondern erweitern auch den (quasi-)fiskalischen Handlungsspielraum des Staates. Finanzielle Repression begünstigt daher ein Festhalten an der staatlichen Einflussnahme auf den gesamtwirtschaftlichen Prozess und damit eine Konservierung sozialistischer Strukturen.

Ansatzpunkt der folgenden Analyse ist die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen der Wirtschafts-, Eigentums- und Geldordnung vor dem Hintergrund der dichotomisch einander gegenüber gestellten Wirtschaftssysteme, Sozialismus und Marktwirtschaft. Dabei wird gezeigt, dass die implementierte Geldordnung und die Funktionsweise des Finanzsektors in einer Volkswirtschaft als Spiegelbilder des gesamten Wirtschaftssystems begriffen werden können; je nach Ausgestaltung fördern oder behindern sie den Transfer von Eigentumsrechten. Die erfolgreiche Transformation eines Wirtschaftssystems erfordert daher nicht nur eine Revision der Eigentums-, sondern auch oder vor allem der Geldordnung und die Liberalisierung des Finanzsektors.

Im Mittelpunkt des dritten Kapitels stehen theoretische Überlegungen zur Finanzmarktliberalisierung. Den Ausgangspunkt dieser Analyse liefern die Arbeiten von Keynes

und Tobin, denen die Modelle von McKinnon und Shaw gegenübergestellt werden. McKinnon und Shaw kommen bei ihren Ansätzen zu dem Ergebnis, dass von der finanziellen Repression eine dämpfende, von der Finanzmarktliberalisierung dagegen eine expansive Wirkung auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum ausgeht. Die neueren Modelle finanzieller Entwicklung wurden auf der Grundlage endogener Wachstumstheorie formuliert. Diese betonen nicht nur die typischen Finanzmarktrisiken (Diamond), die aus der Intertemporalität der Transaktionen auf dem Finanzmarkt resultieren, sondern auch die Funktionen des Finanzsektors bei der Allokation der Finanzressourcen und der Herausbildung des Unternehmertums in einer Volkswirtschaft (Schumpeter). Vorgestellt werden hier die Modelle von Pagano sowie von King und Levine. Auch diese neueren theoretischen Ansätze lassen den Schluss zu, dass durch die Finanzmarktliberalisierung in einer zuvor mit Erscheinungsformen finanzieller Repression konfrontierten Volkswirtschaft positive Impulse auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ausgehen. In einem nächsten Schritt wird die fiskalische Relevanz staatlicher Finanzmarkteingriffe diskutiert. Abschließend wird im Zuge der Auseinandersetzung mit der Kritik an der Finanzmarktliberalisierung auch auf die Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen stabilisierungspolitischen Instrumenten, Finanzmarktregulierungen und finanzieller Repression hingewiesen.

Die vorgestellten theoretischen Überlegungen bilden die Grundlage bei der empirischen Analyse der Geldfunktionen und des Finanzsektors im sowjetischen Sozialismus sowie in der Transformation. Dabei wird der traditionelle sowjetische Sozialismus, in dem freiwillige Transaktionen weitgehend zurückgedrängt waren und der staatliche Zugriff auf die vorhandenen Ressourcen durch die Eigentumsordnung gesichert war, als eine *Extremform einer repressiven Wirtschaft* verstanden. Im Rahmen der Analyse wird ein Zusammenhang zwischen der hochgradigen Repression, dem Anwachsen des systeminhärenten Inflationspotentials und den abnehmenden gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten hergestellt. Die Reformen der *Perestrojka* werden im Wesentlichen als der Übergang von der Planwirtschaft auf die finanzielle Repression begriffen.

Die anhaltende Finanzkrise in der Russischen Föderation und ihre Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung stehen im Mittelpunkt des fünften Kapitels. Bei der Analyse des Transformationsverlaufs werden in einem ersten Schritt die transformationsbedingten Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen, wie die Privatisierung, die Wiederzulassung privaten Eigentums, die Revision der Geldfunktionen und des Bankenrechts thematisiert. Anschließend werden die anhaltende Wachstumsschwäche und die Einbrüche in der Investitionstätigkeit unter Hinweis auf die theoretischen Überlegungen zur Wirkungsweise staatlicher Finanzmarkteingriffe, aber auch subtilerer Formen finanzieller Repression analysiert. Die fiskalische Bedeutung der Finanzmarkteingriffe, die staatliche Tolerierung der Nichtzahlung und die wechselseitige Verschuldung stehen im Mittelpunkt der folgenden Absätze. Dabei wird auch die Rolle der internationalen Finanzorganisationen, die

durch ihre präferentielle Kreditvergabe ein Festhalten an überkommenen Strukturen begünstigten, problematisiert.

Ein Hinweis zur Datenlage ist unabdingbar. In der Sowjetunion lag die Erfassung, Verarbeitung und Veröffentlichung der Daten zur wirtschaftlichen Entwicklung maßgeblich in der Verantwortung des staatlichen statistischen Komitees der Sowjetunion (Goskomstat SSSR).<sup>1</sup> Wie in westlichen Volkswirtschaften blieben die Aktivitäten der Schattenwirtschaft unerfasst. Das letzte von Goskomstat SSSR vorgelegte statistische Jahrbuch stammt aus dem Jahre 1991; das Datenmaterial reicht bis ins Jahr 1990. Daten zur wirtschaftlichen Entwicklung der Sowjetunion im Jahre 1991 sind in vergleichbarer Breite und Tiefe nicht veröffentlicht worden.<sup>2</sup> Nach dem Zusammenbruch der UdSSR forcierten die statistischen Ämter auf der Ebene der Unionsrepubliken die Herausgabe nationaler statistischer Jahrbücher. In Russland - wie auch in den anderen Nachfolgerepubliken der Sowjetunion - hat das nationale statistische Komitee (Goskomstat RF, seit Juni 1999 Rosstat) die Rolle des statistischen Amtes übernommen. Darüber hinaus veröffentlicht die Zentralbank fortlaufend Daten über die Entwicklung des Finanzsektors. Wichtige makroökonomische Indikatoren werden auch durch den Internationalen Währungsfonds (IWF) und von anderen internationalen Organisationen publiziert.<sup>3</sup> Des Weiteren geben die in der GUS zusammengeschlossenen Nachfolgerepubliken der Sowjetunion gemeinsam statistische Jahrbücher heraus.<sup>4</sup>

Dennoch muss die Datenlage aufgrund der oftmals inkonsistenten Angaben und der mangelhaften Erfassung der wirtschaftlichen Aktivitäten immer noch als problematisch gelten.<sup>5</sup> Dies gilt sowohl für die Dokumentation der realwirtschaftlichen Entwicklung als auch bezüglich der monetären Prozesse. Wenn daher - wie im Folgenden getan - mit den Angaben

<sup>1</sup> Die von sowjetischen Institutionen veröffentlichten Daten für den Zeitraum bis 1991 ergeben kein vollständiges Bild über die wirtschaftliche Entwicklung. Im realwirtschaftlichen Bereich unterlagen die Aktivitäten ganzer Wirtschaftsbereiche - wie der Rüstungsindustrie - der strengen Geheimhaltung. Im monetären Bereich wurden beispielsweise keine Daten über die Kreditplanung vorgelegt; erst für das Jahr 1990 wurde die (konsolidierte) Bilanz des Bankensystems veröffentlicht.

<sup>2</sup> Allerdings wurden einzelne makroökonomische Indikatoren in Zeitschriften abgedruckt. Vgl. z.B. *Ekonomika i žizn'*; verschiedene Ausgaben 1992. Auch liegen Arbeitsunterlagen des IWF über die Entwicklung der Sowjetwirtschaft im Jahr ihres Zusammenbruchs vor. Darüber hinaus hat auch die OECD an einer konsistenten Rückrechnung der Daten gearbeitet. Vgl. OECD: *National Accounts for the Former Soviet Union*. Paris 1993.

<sup>3</sup> Vgl. International Monetary Fund (IMF): *International Financial Statistics (IFS)*. Verschiedene Ausgaben. Sowie Working Center for Economic Reform. *Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends*. Verschiedene Ausgaben.

<sup>4</sup> Vgl. *Ekonomika sotrudstva nezavisimych gosudarstv*. Moskau 1993.

<sup>5</sup> Weitgehend unstrittig ist, dass während der Sowjetära die offizielle Statistik die reale Wirtschaftsaktivität überzeichnete, während gegenwärtig die tatsächlichen Wirtschaftsaktivitäten durch die Statistik eher unterzeichnet werden. Vgl. Götz, R.: *Revidierte Ergebnisse für das russische Bruttoinlandsprodukt 1991-1994*. In: *Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. Aktuelle Analysen* Nr. 61/1995.

nationaler Quellen und internationaler Organisationen operiert wird, dann erfordert der sorgsame Umgang mit den vorhandenen Datensätzen, nicht nur auf Abweichungen und Inkonsistenzen hinzuweisen, sondern auch die vorhandenen Datensätze sowie die Ergebnisse der vorgenommenen Berechnungen in erster Linie als Trends zu interpretieren.

Grundlage der vorliegenden Studie ist meine Dissertation an der Freien Universität Berlin; der empirische Teil wurde für diese Drucklegung aktualisiert. Promotionsvorhaben stellen immer eine Herausforderung dar. Allen, die mich bei diesem Abenteuer ermutigt haben – vor allem aber dem treuen Fiete –, danke ich herzlich. Der Erfolg des Projektes geht auch auf meinen Doktorvater Prof. Dr. Ulrich Baßeler zurück. Für die bereitwillige Übernahme des Zweitgutachtens ist Prof. Dr. Horst Tomann zu danken. Dem Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) gilt mein Dank nicht zuletzt für diese Drucklegung. Besonders geduldige Unterstützung habe ich bei der grafischen Gestaltung durch Wolfgang Härle erfahren. Das Manuskript für diese Druckfassung hat Heidrun Becker sorgfältig „gestylt“. Auch bedanke ich mich bei allen, die sich am Korrekturlesen beteiligt haben. Zudem geht - ex ante - ein herzliches Danke an alle kritischen LeserInnen.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Kontakt: mschrooten@diw.de.

Alles wirtschaftliche Handeln ist soziales Handeln, daher ist Wirtschaft auch immer Vollzug von Gesellschaft.  
(Niklas Luhmann)

## II. Sozialismus, Geld und Transformation

Wie Wirtschaftsordnungen anderer Volkswirtschaften wurde der Sozialismus durch die Normen und Institutionen<sup>7</sup> bestimmt, die den ökonomischen Entscheidungen einen Rahmen gaben.<sup>8</sup> Die sozialistische Wirtschaftsordnung, die als Negation der Marktwirtschaft entworfen worden war, war durch die Dominanz des staatlichen Eigentums an Produktivvermögen geprägt. Die sozialistische Eigentumsordnung wurde nicht zuletzt durch die Verstaatlichung des Finanzsektors und eine starke Einschränkung der traditionellen Geldfunktionen abgesichert. Obwohl in der realwirtschaftlich orientierten, sozialistischen Wirtschaftsordnung die Handlungsspielräume der einzelnen Gesellschaftsmitglieder beschnitten waren, ließen sich die wirtschaftlich und gesellschaftspolitisch relevanten Handlungen nicht vollständig determinieren.<sup>9</sup> Vielmehr wohnte auch dem Sozialismus ein Veränderungs- und damit ein Innovationspotential inne. Allerdings lag die Durchsetzung veränderter Problemlösungsstrategien in diesen Volkswirtschaften allein im Kompetenzbereich des Staates.

Typisch für die sozialistischen Reformbemühungen war, dass systemimmanente Veränderungen gegenüber radikalen Revisionen der Vorrang gegeben wurde.<sup>10</sup> Erst als sich Ende

---

<sup>7</sup> Der Institutionenbegriff wird in der Literatur unterschiedlich verwandt. Zum einen werden Institutionen als Regeln menschlichen Handelns begriffen. Zum anderen fassen einige Ansätze sowohl Organisationen als auch die Regeln, die das Handeln in einer Gesellschaft bestimmen, unter den Begriff der Institution. Die letztere Definition wird im Folgenden zugrunde gelegt. Vgl. zum Institutionenbegriff North, D. C.: *Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung*. Tübingen 1992, sowie als Überblicksartikel Richter, R.: *Institutionen ökonomisch analysiert*. Tübingen 1994.

<sup>8</sup> Die Elemente der Wirtschaftsordnung, die den gesamten Ablauf des Wirtschaftens in einer Volkswirtschaft nachhaltig mitbestimmen, können als Konstituenten des *Wirtschaftssystems* begriffen werden. Nach der Theorie der sozialen Systeme kann ein Gesellschaftssystem als sinnverbundenes Handlungssystem begriffen werden, dessen funktionale Teilsysteme in einem Interdependenzverhältnis stehen. Durch die rechtlich-institutionellen Rahmenbedingungen wird dem Handeln innerhalb einer Gesellschaft eine Ordnung gegeben. Durch diese Handlungsrechte werden die legitimen Handlungsmöglichkeiten der einzelnen Entscheidungsträger in einer Gesellschaft bestimmt und zugleich die Spielräume des zugelassenen, autonomen Handelns begrenzt. Vgl. Luhmann, N.: *Soziale Systeme - Grundriss einer allgemeinen Theorie*. Frankfurt a.M. 1984.

<sup>9</sup> Als Teil des gesamten Gesellschaftssystems werden dem Wirtschaftssystem alle die Handlungen zugeordnet, die mit der Produktion, Nutzung und Übertragung von Gütern und Dienstleistungen oder - im Falle einer Geldwirtschaft - mit monetären Transaktionen verbunden sind. Vgl. Luhmann, N.: *Die Wirtschaft der Gesellschaft*. 2. Aufl. Frankfurt 1989. S. 63 ff.

<sup>10</sup> „Die politische Ordnung muss der wirtschaftlichen vorausgehen.“ Ein Beispiel dafür sind die Entwicklungen während der Perestrojka; erst als auf der politischen Ebene eine Reformbereitschaft

der 80er Jahre durch abnehmende gesamtwirtschaftliche Wachstumsraten die Legitimationskrise des Sozialismus verschärfte, wurde erkannt, dass die Grenzen des bestehenden Systems erreicht worden waren. In nahezu allen sozialistischen Volkswirtschaften wurde die Lösungsmöglichkeit der Krise in der *Transformation* und damit in dem Übergang auf eine marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnung gesehen.<sup>11</sup> Der formulierte Anspruch an die Transformation war - wie beim Übergang auf die sozialistische Wirtschaftsordnung in der Sowjetunion -, die gesamtwirtschaftliche Krise zu bewältigen und zugleich das Wachstum zu beschleunigen. Von anderen Volkswirtschaften, die mit dem Problem der nachholenden Entwicklung konfrontiert sind, unterscheiden sich die Transformationsökonomien vor allem dadurch, dass hier grundlegend neue Institutionen geschaffen werden müssen. Dazu gehört die völlige Revision der Geldfunktionen und der Funktionsbedingungen des Finanzsektors, der in einer Marktwirtschaft - anders als im Sozialismus - den Transfer und die Wahrnehmung der Eigentumsrechte erleichtert.

Ausgangspunkt des Kapitels ist die Analyse der Geldfunktionen im Systemvergleich. Während Marx davon ausging, dass Geld und geldwirtschaftliche Kategorien im Sozialismus schrittweise abgeschafft werden würden, war dieser Schritt vom real-existierenden Sozialismus nicht vollzogen worden. Dem Geld und dem Finanzsektor waren im sozialistischen Wirtschaftssystem jedoch völlig andere Funktionen als in einer Marktwirtschaft zugewiesen worden. Die sozialistische Geldfunktion, aber auch die systeminhärenten Verwahrungen des Finanzsektors werden daher hier in einem zweiten Schritt analysiert. Die Bedeutung der Wiederherstellung traditioneller Geldfunktionen für den Transformationserfolg, aber auch die Notwendigkeit der Liberalisierung des Finanzsektors wird anschließend thematisiert.

## 1. Geld im Systemvergleich

Die Existenz des sozialistischen Wirtschaftssystems als Gegenentwurf zur Marktwirtschaft stellte eine erhebliche Herausforderung für die wirtschaftswissenschaftliche Theoriebildung dar. Zwar stand die Herausarbeitung der Gemeinsamkeiten und nationalen Unterschiede in der Art des Wirtschaftens und deren Einfluss auf zentrale wirtschaftliche Indikatoren seit jeher im Interesse der Wirtschaftswissenschaften. Allerdings zielen diese Analysen auf die Beurteilung der Effizienz von unterschiedlichen Institutionen in Volkswirt-

---

eingeräumt wurde, konnten sich Veränderungen der Wirtschaftsordnung durchsetzen lassen. Vgl. Brennan, G. H.; Buchanan, J. M.: Die Begründung für Regeln. Tübingen 1993. S. 34.

<sup>11</sup> Aufgrund der Interdependenzen zwischen den einzelnen Subsystemen ist die Transformation des Wirtschaftssystems in der Regel Teil eines gesamtgesellschaftlichen Veränderungsprozesses. Insbesondere durch ein unterschiedliches Reaktionstempo der einzelnen gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Subsysteme auf die Transformationserfordernisse können dabei in der Transformationsphase erhebliche Spannungen zwischen den einzelnen gesellschaftlichen Subsystemen entstehen. Vgl. Bühl, W. L.: Krisentheorien. Politik, Wirtschaft und Gesellschaft im Übergang. 2. Aufl. Darmstadt 1988. S. 34 ff.

schaften, die auf dem Privateigentum an Produktivvermögen basierten. Eine Theorie des Sozialismus fehlt bis in die Gegenwart hinein. Allerdings entstand im Zuge der Auseinandersetzung mit dem real-existierenden sozialistischen Wirtschaftssystem der wirtschaftswissenschaftliche Systemvergleich,<sup>12</sup> der jedoch letztendlich immer auf ein *tertium comparationis* angewiesen ist.<sup>13</sup>

### a) Marx: Sozialismus impliziert Abschaffung des Geldes

Nach Marx, auf den sich der sowjetische Sozialismus berief, liefert die Lösung der Eigentumsfrage in einer Volkswirtschaft das entscheidende Systemkriterium.<sup>14</sup> Die Bedeutung der Eigentumsordnung für die Funktionsweise eines Wirtschaftssystems resultiert aus den mit dem Eigentum verbundenen Rechten:<sup>15</sup> Die Wahl der Eigentumsordnung hat nicht nur erheblichen Einfluss auf die Verteilung der ökonomischen Entscheidungs- und Handlungsrechte, sondern darüber hinaus distributive Bedeutung.<sup>16</sup>

Das Privateigentum an Produktivvermögen ist nach Marx die wesentliche Konstituente des kapitalistischen Wirtschafts- und Gesellschaftssystems.<sup>17</sup> Das den Kapitalismus konstituierende private Eigentum bedingt - so Marx - dezentrale Produktionsentscheidungen, die sich an den erwarteten Gewinnen und damit an geldwirtschaftlichen Kategorien orientie-

---

<sup>12</sup> Vgl. Eckstein, A. (Hrsg.): Comparison of Economic Systems. Berkeley 1971, Gregory, P. R.; Stuart, R. C.: Comparative Economic Systems. 2. Aufl. Boston 1985.

<sup>13</sup> Die Gemeinsamkeiten der real-existierenden Wirtschaftssysteme wurden insbesondere im Zuge der Konvergenzdebatte betont.

<sup>14</sup> Vgl. Marx, K.: Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Bd. 1-3. In: Marx-Engels-Werke. Bd. 23. 14. Aufl. Berlin 1983. Bd. 24. 19. Aufl. Berlin 1981. Bd. 25. 25. Aufl. Berlin 1984.

<sup>15</sup> Nicht nur nach Marx bestimmt die jeweilige Lösung der Eigentumsfrage in einer Gesellschaft maßgeblich die sozioökonomischen Verhältnisse; vielmehr kommt auch die relativ junge Property-Rights-Theorie zu dem Ergebnis, dass die wirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklung in einem engen Zusammenhang mit der Art und Verteilung der durch die jeweilige Eigentumsordnung eingeräumten Handlungsrechte steht. Vgl. North, D. C.; Thomas R. P.: The First Economic Revolution. In: Economic History Review. Vol. 30. Nr. 3/1977. S. 229 ff.

<sup>16</sup> Die Eigentumsordnung bestimmt daher die Einkommensordnung einer Gesellschaft entscheidend mit. Marx ging davon aus, dass das private Eigentum an Produktionsmitteln die systemimmanenten Widersprüche des Kapitalismus offen zu Tage treten lasse und letztendlich zum Zusammenbruch dieses Wirtschaftssystems führen würde. „Die Stunde des kapitalistischen Privateigentums schlägt.“ Vgl. Marx, K.: Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Bd. 1. a.a.O. S. 791. Auf diese Weise würden die inhärenten Widersprüche der kapitalistischen Produktionsweise im historischen Prozess den Übergang zu einer neuen Gesellschaftsordnung erfordern. Bereits in der „Deutschen Ideologie“ hatten Marx und Engels ein historisches Stufenmodell entwickelt, das den Sozialismus und Kommunismus als postkapitalistische Gesellschaftsformen begreift. Vgl. Marx, K.; Engels, F.: Die deutsche Ideologie. In: Marx-Engels-Werke. Bd. 3. Berlin 1983. S. 17 ff.

<sup>17</sup> Marx hat die den Kapitalismus prägenden sozialen Klassen entsprechend ihrem Eigentum bzw. ihrem Nichteigentum an Produktionsmitteln unterschieden.

ren. Aus der für Marktwirtschaften typischen dezentralen Entscheidungsstruktur und der damit fehlenden gesamtwirtschaftlichen *ex-ante*-Abstimmung der Produktion leitete Marx die Krisenfälligkeits des kapitalistischen Wirtschaftssystems ab, die - so Marx - langfristig zu einer Konzentration des privaten Eigentums an Produktionsmitteln führt. Wachsende soziale Konflikte und tief greifende Wirtschaftskrisen, die Marx aus der Eigentumsordnung ableitet, würden in der Spätphase des Kapitalismus zum Zusammenbruch dieses Wirtschaftssystems führen. Aufgrund des angenommenen historischen Determinismus ist nach Marx der Übergang zum Sozialismus für alle kapitalistischen Volkswirtschaften unausweichlich. Die Überlegenheit des Sozialismus gegenüber dem Kapitalismus galt für Marx entsprechend seiner historischen Stufentheorie als gesichert.<sup>18</sup>

Postkapitalismus, d.h. Sozialismus und Kommunismus, bedeutet entsprechend der Marx'schen Dialektik vor allem die Negation der den Kapitalismus konstituierenden Eigentumsordnung. Der Übergang zum Sozialismus geht danach mit der Abschaffung des privaten Eigentums an Produktivvermögen einher. An die Stelle des Privateigentums tritt das kollektive bzw. vergesellschaftete Eigentum. Die Abschaffung des Privateigentums an Produktivvermögen in der postkapitalistischen Gesellschaft zieht - nach Marx - die schrittweise Aufhebung der geldwirtschaftlichen Elemente des Kapitalismus nach sich. Die Produktionsentscheidungen werden nicht länger durch geldwirtschaftliche Kategorien und Marktsignale, sondern durch eine „wirklich vorherbestimmte Kontrolle der Gesellschaft“<sup>19</sup> koordiniert. Dies bedingt eine Aufhebung der traditionellen Geldfunktionen und geldwirtschaftlichen Parameter. Geld kann nicht länger als allgemeines Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel sowie als Verrechnungseinheit fungieren. Allerdings legte Marx keine konkreten Vorstellungen über die Funktionsweise sozialistischer bzw. kommunistischer Gesellschaften und die Koordination der wirtschaftlichen Entscheidungen dar.<sup>20</sup> Insbesondere ist den Marx'schen Werken kein sozialistisches Aktionsprogramm zu entnehmen,<sup>21</sup> auch die Definition der zukünftigen Staatsaufgaben fehlt.

<sup>18</sup> Mit dem Übergang zu einer sozialistischen Gesellschaftsordnung sollen die Krisenhaftigkeit des Kapitalismus überwunden und zugleich anhaltendes Wirtschaftswachstum, Wohlstand sowie Verteilungsgerechtigkeit gesichert werden. Im Kommunismus würden demnach „alle Springquellen des gemeinschaftlichen Reichtums voller fließen“. Vgl. Marx, K.: Kritik des Gothaer Programms. In: Marx-Engels-Werke. Bd. 15. S. 21.

<sup>19</sup> Infolge der neuen Eigentumsordnung würde die „Ware-Geld-Beziehung“ und damit die Tauschmittelfunktion des Geldes zunächst im Sozialismus absterben und im Kommunismus endgültig überwunden sein. Vgl. Marx, K.: Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Bd. 3. a.a.O. S. 197.

<sup>20</sup> Engels selbst weist auf das Fehlen eines entsprechenden Programms mit folgenden Worten hin: „Wer sich auf dies Vergnügen gespitzt hat, der hat sich gründlich geirrt. Er erfährt allerdings, wie die Dinge nicht sein sollen.“ Vgl. Engels, F.: Rezension des Ersten Bandes 'Das Kapital' für die Düsseldorfer Zeitung. In: Marx-Engels-Werke. Bd. 16. Berlin 1962. S. 216 f.

<sup>21</sup> Vielmehr heißt es in der „Deutschen Ideologie“: „Der Kommunismus ist für uns nicht ein *Zustand*, der hergestellt werden soll, ein Ideal, wonach die Wirklichkeit sich zu richten haben [wird]. Wir nennen Kommunismus die *wirkliche* Bewegung, welche den jetzigen Zustand aufhebt.“ Marx, K.; Engels, F.: Die deutsche Ideologie. a.a.O. S. 35.

### b) Von Mises: Sozialistische Eigentumsordnung begrenzt Geldfunktion

Nach dem Übergang auf eine sozialistische Wirtschaftsordnung analysierte von Mises die Geldfunktionen in diesem System. Dabei kommt von Mises bereits in den 20er Jahren zu dem Ergebnis, dass die Negation des privaten Eigentums an Produktivvermögen die Funktion des heimischen Geldes als Tauschmittel einschränkt. Indem die sozialistische Eigentumsordnung den Ausschluss des freien und freiwilligen Transfers von Eigentumsrechten an Produktivvermögen notwendig machte, lag es in ihrer Logik, potentielle Investitionsgüter zum *res extra commercium* zu erklären und sie damit *a priori* vom Tausch auszuschließen.<sup>22</sup> Nur so konnte die sozialistische Eigentumsordnung, d.h. die Dominanz staatlichen Eigentums an Produktionsmitteln dauerhaft aufrecht erhalten werden. Der Schutz der sozialistischen Eigentumsordnung zog folglich eine Systematisierung der Güter nach ihrem Verwendungszweck, Konsum oder Investition, nach sich. Sind Geld und geldwirtschaftliche Parameter, wie Preise etc., in einer sozialistischen Volkswirtschaft nicht abgeschafft, so ist eine spezifische Geldordnung notwendig, die den systembedingten Beschränkungen des Transfers von Eigentumsrechten entspricht. In der Folge muss die allgemeine Tausch- und Zahlungsmittelfunktion des heimischen Geldes aufgehoben werden. Von Mises erklärt diesen Zusammenhang folgendermaßen:

„Die gleichen Gründe, die auch sonst zur Herausbildung des indirekten Tausches geführt haben, werden ihn auch in der sozialistischen Gesellschaft im Interesse der Tauschenden als vorteilhaft erscheinen lassen. Daraus folgt, dass die sozialistische Gesellschaft auch Raum bietet für die Verwendung eines allgemeinen Tauschmittels, des Geldes. (...) Doch die Bedeutung (...) ist (...) eine andere als die in der auf dem Sondereigentum an Produktionsmitteln beruhenden. Sie ist in der sozialistischen Gemeinschaft unvergleichlich geringer, weil der Tausch in dieser Gesellschaft eine viel geringere Bedeutung hat, weil er hier überhaupt nur Konsumgüter erfasst.“<sup>23</sup>

Weiter leitet von Mises ab: „Die Rolle, die das Geld in der Verkehrswirtschaft auf dem Gebiet der Produktionsrechnung spielt, kann es in der sozialistischen Wirtschaft nicht behalten. Die Wertrechnung in Geld wird in ihr unmöglich.“<sup>24</sup> Daraus ergeben sich für von Mises weit reichende Konsequenzen bezüglich der Leistungsfähigkeit des sozialistischen Wirtschaftssystems: „Jeder Schritt, der uns vom Sondereigentum an Produktionsmitteln und vom Geldgebrauch wegführt, führt uns auch von der rationalen Wirtschaft weg.“<sup>25</sup> Das staatliche Eigentum an Produktionsmitteln und die damit einhergehende eingeschränkte Geldfunktion sei - so von Mises - verantwortlich für die allokativen Ineffizienz, denn „die Theorie der Wirtschaftsrechnung zeigt, dass im sozialistischen Gemeinwesen Wirtschafts-

---

<sup>22</sup> De facto wurden die Investitionsgüter den staatlichen Unternehmen zugewiesen, ein Erwerb war nicht möglich.

<sup>23</sup> Vgl. von Mises, L.: Die Wirtschaftsrechnung im sozialistischen Gemeinwesen. In: Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik. Bd. 47. 1920. S. 86-121. Hier S. 90 und von Mises, L.: Die Gemeinwirtschaft. 2. Aufl. Jena 1932. S. 133 f.

<sup>24</sup> Vgl. von Mises, L.: Die Gemeinwirtschaft. a.a.O. S. 134.

<sup>25</sup> Vgl. von Mises, L.: Die Wirtschaftsrechnung ... a.a.O. S. 99.

rechnung nicht möglich ist“.<sup>26</sup> Die Aufhebung der traditionellen Geldfunktionen würde damit letztendlich den ineffizienten Ressourceneinsatz im Sozialismus bedingen.<sup>27</sup>

### c) Eucken: Zentraler Plan versus Preismechanismus

Eucken grenzt den real-existierenden Sozialismus von historisch gewachsenen Volkswirtschaften entlang dem gewählten Allokationsmechanismus ab.<sup>28</sup> Dabei stellt er die Verkehrswirtschaft, die auf der Grundlage von Marktsignalen operiert, der Zentralverwaltungswirtschaft, in der die Wirtschaftsprozesse einer staatlichen Planung unterliegen, als Idealtypen gegenüber. Nach Eucken ist für das sozialistische Wirtschaftssystem konstitutiv, „dass die Lenkung des gesamten wirtschaftlichen Alltags eines Gemeinwesens aufgrund der Pläne einer Zentralstelle erfolgt“.<sup>29</sup> Er weist explizit auf den Zusammenhang zwischen der gewählten Eigentumsordnung in einer Volkswirtschaft und dem Allokationsmechanismus hin: Zwar ist für ihn eine zentrale Planung des Wirtschaftsprozesses durch den Staat mit dem formalen Vorhandensein von privatem Eigentum denkbar. Die langfristige staatliche Verfügung über das private Eigentum allerdings kommt einer Enteignung nahe.<sup>30</sup> Vorwiegend staatliches Eigentum, wie es für den sowjetischen Sozialismus typisch war, erfordert nach Eucken dagegen eine zentralstaatliche Lenkung: „Vor allem aber zwingen die Investitionen den Staat, dem der Produktionsapparat gehört, auch die Lenkung des Produktionsprozesses zu übernehmen“.<sup>31</sup> Daraus folgert er: „Aus der Logik der Sache heraus verbindet sich (...) Kollektiveigentum mit zentraler Leitung des Wirtschaftsprozesses (...). Übernimmt der Staat große Teile des Produktionsapparates in Kollektiveigentum, so wird er zu einer Politik zentraler Leitung des Wirtschaftsprozesses gezwungen.“<sup>32</sup> Staatliches Eigentum, wie es eine Konstituente des sowjetischen Wirtschaftssystems war, erleichtert die Bündelung

---

<sup>26</sup> Ebenda S. 119.

<sup>27</sup> Diese Aussage über den real-existierenden Sozialismus regte die Konstruktion eines Konkurrenzsozialismusmodells durch Oskar Lange an. In seinem Modell ersetzte Lange den Walras'schen Auktionator durch einen allwissenden Planer, dessen Entscheidungen sich an der Minimierung der Durchschnittskosten sowie der Gleichheit von Grenzkosten und Preis zu orientieren haben. Lange weist nach, dass unter diesen Bedingungen ein allgemeines Gleichgewicht erreicht werden kann. Die Berechnung der konkurrenzsozialistischen Preise erfolgt durch ein umfangreiches Gleichungssystem. Vgl. Lange, O.: Zur ökonomischen Theorie des Sozialismus. In: Lange, O.: Ökonomisch-theoretische Studien. Frankfurt a.M. 1977. S. 259-322.

<sup>28</sup> Dem historischen Determinismus des Marx'schen Systemverständnisses, der den Sozialismus als die zwangsläufig auf den Kapitalismus folgende Gesellschaftsformation begreift, stellte Eucken eine Analyse der nach dem Entstehen der Sowjetunion *de facto* koexistierenden Wirtschaftssysteme gegenüber.

<sup>29</sup> Vgl. Eucken, W.: Grundlagen der Nationalökonomie. 4. Aufl. Jena 1944. S. 96.

<sup>30</sup> Vgl. Eucken, W.: Grundsätze der Wirtschaftspolitik. 6. Aufl. Tübingen 1990. S. 271 ff.

<sup>31</sup> Ebenda S. 137.

<sup>32</sup> Ebenda.

und damit eine Zentralisierung der Eigentumsrechte; so resultierte aus dem staatlichen Eigentum auch der Anspruch der Zentralbehörden auf das Produktionsergebnis. Die Zentralbehörden entschieden im real-existierenden Sozialismus auch über die Aufteilung der einzelnen, mit dem Eigentum verbundenen Rechte auf unterschiedliche staatliche Instanzen. Privates Eigentum ermöglicht eine dezentrale Wahrnehmung der gesamten Eigentumsrechte durch einzelne Wirtschaftssubjekte; die einzelnen Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte werden in der Verkehrswirtschaft durch Marktsignale wie Preise etc. vermittelt.<sup>33</sup>

Eucken hat bei seiner Analyse auf die geringe Aussagekraft geldwirtschaftlicher Kategorien für die Allokationsentscheidungen in einer Zentralverwaltungswirtschaft hingewiesen und das Spannungsverhältnis zwischen dem implementierten Allokationsmechanismus und dem Vorhandensein monetärer Parameter betont: „Zentrale Pläne und Preise können nicht gleichzeitig den Wirtschaftsprozess lenken“.<sup>34</sup>

#### d) Kornai: „Weiche“ versus „harte“ Budgetrestriktion

Einen eigenständigen Beitrag zur Abgrenzung der real-existierenden Wirtschaftssysteme leistete der ungarische Ökonom Kornai. Er erhebt die Budgetrestriktion, unter der Unternehmen in einer Volkswirtschaft üblicherweise operieren, zum Systemkriterium. Diese bestimmt nach Kornai die Logik des Unternehmensverhaltens in den jeweiligen Wirtschaftssystemen. Idealtypisch wird dabei die „harte Budgetrestriktion“ der Unternehmen zur Systemkonstituente funktionsfähiger Marktwirtschaften, durch die „weiche Budgetrestriktion“ der Unternehmen dagegen wird die sozialistische Wirtschaftsordnung charakterisiert:<sup>35</sup>

„The classical capitalist firm has a hard budget constraint. If it is insolvent, it will sooner or later become bankrupt. It can be granted a credit at best in advance of its future proceeds, which it has to pay back later with interest. It can buy only as much input as it can pay from selling its products. Therefore it cannot produce more than it can expect to sell. It decides its production plans voluntarily at the level of demand constraints. (...)

As opposed to this, the budget constraint of the traditional socialist firm is soft. If it works with a loss, that does not yet lead to real bankruptcy, i.e. ceasing operation. The firm is helped somehow (...), it survives financial difficulties. Accordingly, its demand is hardly constrained by solvency considerations. The firm, as buyer, tries to acquire as much input as possible in order that shortage should not hinder production. The other side of the same phenomenon is that the firm, as seller, faces an almost insatiable demand. (...) the superior authority determining the plan would also like

<sup>33</sup> Auf die Bedeutung der Eigentumsordnung für die Einkommensverteilung in einer Gesellschaft ging Eucken nicht ein.

<sup>34</sup> Vgl. Eucken, W.: Grundsätze der Wirtschaftspolitik. 6. Aufl. Tübingen 1990. S. 117.

<sup>35</sup> Grundsätzlich unterscheidet Kornai drei Restriktionen: die Ressourcenrestriktion, die Nachfragerrestriktion und die Art der Budgetrestriktion: „(...) which of the above discussed three types of constraints is effective, is deeply characteristic of the functioning of the economic system. (...) With the classical capitalist firm it is usually the demand constraint that is binding, while with the traditional socialist firm it is the resource constraint.“ Vgl. Kornai, J.: Economics of Shortage. Vol. A + B. Amsterdam et al. 1980. Hier Vol. A. S. 28 f.

to encourage the firm towards the largest possible production. The final result is that the production plan of the traditional socialist firm is set at the level of resource constraints<sup>36</sup>.

Die „weiche“ Budgetrestriktion der sozialistischen Unternehmung<sup>37</sup> bedingte nach Kornai eine systematische Überschussnachfrage der Unternehmen. Aus der Sicht der Unternehmung war im Sozialismus nicht das Geld, sondern waren die Güter knapp. Das einzelne Unternehmen konnte bereits *ex ante* unter einer „weichen Budgetrestriktion“<sup>38</sup> operieren. Aus der Unternehmensperspektive musste das staatliche Kredit- und Subventionsangebot als völlig elastisch gelten.<sup>39</sup>

Grundlage der unterschiedlichen Budgetrestriktionen in den verschiedenen Wirtschaftssystemen ist nach Kornai wiederum die Eigentumsordnung: Das staatliche Eigentum an Produktivvermögen garantierte dem sozialistischen Unternehmen die staatliche Haftung für eingegangene Verpflichtungen und bedingte die Konkursunmöglichkeit der Unternehmen;

---

<sup>36</sup> Ebenda.

<sup>37</sup> Empirisch lässt sich feststellen, dass alle sozialistischen Volkswirtschaften dauerhaft mit dem Problem des Mangels in der Produktionsphäre konfrontiert waren. Auch durch die systemimmanenten Reformen des Sozialismus wurde dieser Ressourcenmangel nicht überwunden; die weiche Budgetrestriktion blieb den staatlichen Unternehmen im Zusammenhang mit der Unmöglichkeit eines Konkurses erhalten. „Shortage breeds shortage“ - so Kornai; der in allen sozialistischen Volkswirtschaften beobachtbare Ressourcenmangel und die daraus resultierende Existenz von Verkäufermärkten kann als Systemspezifikum des Sozialismus begriffen werden.

<sup>38</sup> Die „weiche Budgetrestriktion“ eines im real existierenden Sozialismus operierenden Unternehmens definiert Kornai folgendermaßen: „1. Price-making. The majority of firms are not price-takers but price-makers. Price is not exogenous for most firms. 2. The tax system is soft. A few of its characteristics manifestations are these: (a) the formulation of tax rules is influenced by the firm; (b) the firm may be granted exemption or postponement as an individual favour; and (c) taxes are not collected strictly. 3. Free state grants. The firm can get these in various forms: (a) contributions to investment expenditures; (b) permanent subsidies paid continuously in compensation for a lasting loss or to encourage an activity over a long period; and (c) ad hoc nonrecurrent subsidies to counterbalance an occasional loss or to encourage a special activity. 4. The credit system is soft. It does not follow „orthodox“ or „conservative“ principles. The firm is granted credit even if there is no full guarantee of its ability to repay it on a schedule from its proceeds from sales. Credit is not strictly an „advance payment“, its granting is not closely related to production and sales. The firm is permitted to fail to fulfill its repayment obligations undertaken in the credit agreement. Moreover, the firm, in the role of buyer of inputs, is allowed arbitrarily to postpone payments without previous agreement with the seller. 5. External financial investment at soft conditions. In the case of a firm in state ownership this cannot be distinguished from condition 3, free state grants. Phenomena of this kind may also be observed with private enterprise: owners invest money from their own resources in the firm - not in order to develop and enlarge it but to help it out of its financial difficulties.“ Vgl. Kornai, J.: Economics of Shortage. Vol. B. Amsterdam et al. S. 306 ff. Ders.: Socialist System. Princeton 1992. S. 229 ff. Die Hypothese Kornais, dass die „weiche Budgetrestriktion“ im Sozialismus ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht impliziert, löste eine umfassende Diskussion aus. Vgl. Davis, C.; Charemza, W. (Eds.): Models of Disequilibrium and Shortage in Centrally Planned Economies. London. New York 1989.

<sup>39</sup> Das staatliche Unternehmen war sich im Sozialismus der Zuweisung entsprechender Finanzmittel sicher, so dass *ex post* immer galt:  $\text{Geldbestände (t}_0\text{)} + \text{Einnahmen} \geq \text{Geldbestände (t}_1\text{)} + \text{Ausgaben}$ .

Defizite wurden grundsätzlich durch Finanzzuweisungen in Form von Bankkrediten oder Subventionen gedeckt. Dabei ließen sich die Ursachen der Unternehmensdefizite kaum klar identifizieren; sie konnten aus dem Primat der Politik über die Wirtschaft, aus den Preisverzerrungen oder aber aus dem Unternehmensverhalten selbst oder einer Kombination von Faktoren resultieren. Privates Eigentum an Produktivvermögen dagegen bedingt - nach Kornai - die private Haftung für die unternehmerischen Entscheidungen; im Falle von Finanzierungsschwierigkeiten droht dem betroffenen Unternehmen der Konkurs.<sup>40</sup>

## 2. Geldfunktionen im Sozialismus

In der systemtheoretischen Auseinandersetzung mit dem real-existierenden Sozialismus wurden vor dem Hintergrund der Dichotomisierung der Wirtschaftssysteme einzelne Aspekte der sozialistischen Geldordnung herausgearbeitet. Eine in sich geschlossene Theorie der monetären Prozesse im Sozialismus liegt bis heute nicht vor.<sup>41</sup> Die vorhandenen theoretischen Ansätze ermöglichen Partialanalysen oder aber unternehmen den Versuch, Ansätze, die zur Analyse monetärer Prozesse in marktwirtschaftlich organisierten Volkswirtschaften entwickelt wurden, auf den real-existierenden Sozialismus zu übertragen. Die spezifische Bedeutung der Geldfunktionen und der Funktionsbedingungen des Finanzsektors zur Absicherung der sozialistischen Wirtschaftsordnung wurde dagegen oftmals vernachlässigt.

### a) Spezialgelder zur Sicherung der sozialistischen Eigentumsordnung

Trotz der Negation marktwirtschaftlicher Wirtschaftsformen waren Geld, geldwirtschaftliche Kategorien und auch der Finanzsektor im traditionellen Sozialismus nicht abgeschafft, sondern in ihren Funktionen redefiniert und damit stark eingeschränkt worden. Ein wesentliches Ziel der sozialistischen Geldordnung war die Einschränkung von Transaktionen, die der sozialistischen Eigentumsordnung entgegenstanden. Die sozialistische Geldordnung sollte insbesondere den privaten Erwerb von Investitionsgütern und somit den Transfer von Produktionsmitteln vom staatlichen in den privaten Sektor ausschließen, da nur so die als systemkonstituierend begriffene Dominanz des staatlichen Eigentums im

---

<sup>40</sup> Die Kritik an dem von Kornai entwickelten Ansatz, letztendlich die Wirtschaftssysteme entsprechend der Art der Budgetrestriktion, unter der Unternehmensentscheidungen getroffen werden, zu unterscheiden, setzt vor allem daran an, dass auch in nicht-sozialistischen Gesellschaften das Phänomen der weichen Budgetrestriktion grundsätzlich auftreten kann. Diese geht allerdings in kapitalistischen Volkswirtschaften nicht zwangsläufig mit dem Phänomen des Ressourcenmangels einher. Vgl. dazu Gomulka, St.: Kornai's Soft Budget Constraint and the Shortage Phenomenon. In: Economics of Planning. Vol. 19. Nr. 1/1985. Vgl. Kornai, J.: Economics of Shortage. a.a.O. S. 26 f.

<sup>41</sup> Vgl. als einen Versuch, die unterschiedlichen Ansätze darzustellen: Peebles, G.: A Short History of Socialist Money. Sydney 1991.

Produktionsbereich dauerhaft festgeschrieben werden konnte.<sup>42</sup> Im traditionellen Sozialismus wurde diesem Anspruch Rechnung getragen, indem die allgemeine Tauschmittelfunktion der heimischen Währung, des Rubels, aufgehoben war. Je nach Zugehörigkeit zum Privat- oder zum Staatssektor wurden die einzelnen Wirtschaftseinheiten mit Bar- *oder* Verrechnungsgeld versorgt. Das Bargeld, mit dem die privaten Haushalte über Lohn- und Transfereinkommen versorgt wurden, konnte zum Erwerb von Konsumgütern oder zur Ersparnisbildung genutzt werden. Ersparnisse konnten in Form von Bargeld, Depositen oder Staatsanleihen gebildet werden. Allerdings war es den privaten Haushalten nicht möglich, durch den Erwerb von Finanzaktiva Anteile an Unternehmen zu halten. Das den privaten Haushalten zur Verfügung gestellte Bargeld kam einer potentiellen Forderung gegenüber dem Staat gleich. Mit dem Kauf von Konsumgütern in staatlichen Läden ging die Einlösung dieser Forderung einher. Das Geld der privaten Haushalte hatte in diesem System im Wesentlichen den Charakter von Bezugsscheinen.

Das den Unternehmen zur Verfügung gestellte Verrechnungsgeld diente dagegen allein zur Verrechnung von Leistungen innerhalb des staatlichen Sektors.<sup>43</sup> Konsumgüter konnten gegen Verrechnungsgeldguthaben nicht erworben werden. Die Kreisläufe von Bar- und Verrechnungsgeld waren weitgehend voneinander getrennt (vgl. Abbildung 1). Die entscheidende Schnittstelle zwischen dem Bargeld- und dem Verrechnungsgeldkreislauf stellten die öffentlichen Haushalte dar. Sie dienten demnach nicht nur der Umverteilung innerhalb des staatlichen Sektors, sondern konnten auch zwischen dem privaten und dem staatlichen Sektor vermitteln. Durch die öffentlichen Haushalte wurden Subventionszahlungen an einzelne staatliche Unternehmen und Transferzahlungen an die privaten Haus-

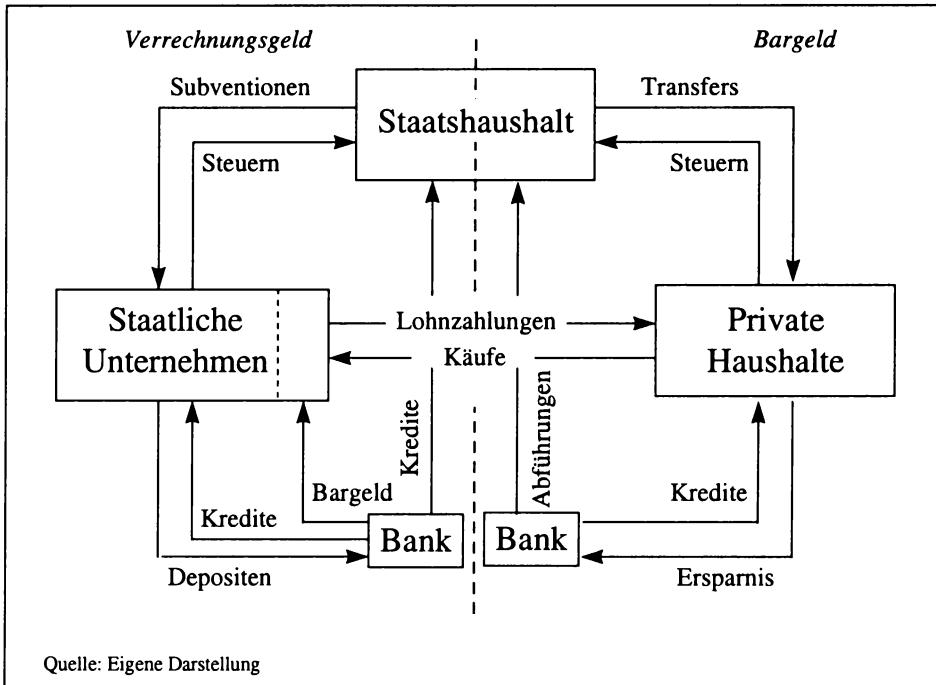
---

<sup>42</sup> So hoben die sowjetische Verfassung, aber auch die Verfassungen anderer sozialistischer Volkswirtschaften die Bedeutung dieser Eigentumsordnung für das sozialistische Selbstverständnis hervor. Vgl. Brunner, G.; Meissner, B. (Hrsg): Verfassungen der kommunistischen Staaten. Paderborn 1980. In der Sowjetunion wurde explizit das „sozialistische Eigentum an Produktionsmitteln“ zur „Grundlage des Wirtschaftssystems der UdSSR“ erklärt. Grundsätzlich existierte nach der sowjetischen Verfassung das sozialistische Eigentum an Produktionsmitteln in zwei Ausprägungen, nämlich „in Form von Eigentum des Staates (des gesamten Volkes) und des kollektivwirtschaftlich-genossenschaftlichen Eigentums“. Als dominante sozialistische Eigentumsform wurde das Staatseigentum festgelegt, das in allen als strategisch betrachteten Branchen die einzige zugelassene Eigentumsform war. Vgl. Verfassung (Grundgesetz) der Union der Sozialistischen Sowjetrepubliken. a.a.O. S. 388 ff.

<sup>43</sup> Allerdings erleichterte die weiche Budgetrestriktion den Unternehmen eine Übererfüllung der „weichen“ Planvorgaben, so dass aus dem Zusammenspiel von weicher Budgetrestriktion und dem implementierten Prämienystem Einkommenseffekte für die privaten Haushalte entstehen konnten.

halte vermittelt.<sup>44</sup> Im Gegensatz zu den privaten Haushalten und den Unternehmen verfügten die öffentlichen Haushalte auch über legale Deviseneinnahmen.<sup>45</sup>

*Abbildung 1*  
**Geldkreisläufe im Sozialismus**



Eine vergleichbare Schnittstellenfunktion kam den Banken nicht zu. Vielmehr dienten die Spezialbanken entweder der Verrechnung innerhalb des staatlichen Sektors oder waren auf die Verwaltung der Ersparnisse der Bevölkerung spezialisiert. Insbesondere waren die Banken nicht in der Lage, aus den vorhandenen Bargeldbeständen Giralgeld zu schöpfen; auch ein Interbankenmarkt existierte nicht. Die von den privaten Haushalten gebildeten Ersparnisse wurden an die Zentralbank abgeführt, die ihrerseits dem Finanzministerium unter-

<sup>44</sup> Vgl. Haffner, F.: Monetäre Zentralplanung und Volkswirtschaftsplanung. In: Thieme, H. J.: Geldtheorie. Baden-Baden 1985. S. 189-209. hier S. 200 ff.; Dembinski, P. H.: Quantity versus Allocation of Money : Money Problems of the Centrally Planned Economies Reconsidered. In: Kyklos. Vol. 41. Nr. 2/1988. S. 281-300. Hier S. 281 ff.

<sup>45</sup> Weder in Form von Verrechnungs- noch von Bargeld vorhandene Rubelbestände konnten offiziell gegen ausländische Währungen eingetauscht werden.

stand. Indirekt war damit festgeschrieben, dass die Ersparnisse der Bevölkerung zur Finanzierung staatlicher Ansprüche genutzt wurden.

Ein wesentliches Charakteristikum des sozialistischen Finanzsektors war seine Passivität bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Prozesse. Der Finanzsektor sollte in erster Linie die reibungslose Umsetzung der Planvorgaben ermöglichen und zugleich die Kontrolle über die Planumsetzung sichern. Zugleich war das gesamte Finanzsystem darauf gerichtet, das (Wieder-)Entstehen privaten Eigentums an Produktivvermögen zu verhindern; seine Funktionsbedingungen waren daher auf eine weitestgehende Repression freiwilliger Transaktionen gerichtet. Auf der Grundlage des staatlichen Eigentums an Produktionsmitteln entstand damit ein hochgradig repressives Wirtschaftssystem, das auf der weitestgehenden Zurückdrängung privatwirtschaftlicher Aktivitäten und des Unternehmertums fußte. Das entscheidende Instrument zur Wahrnehmung und Durchsetzung der staatlichen Eigentumsrechte und damit auch zur Durchsetzung der Unternehmenskontrolle stellte die zentrale Planung dar. Die monetäre Planung folgte den realwirtschaftlichen Vorgaben, indem den geplanten güterwirtschaftlichen Transaktionen die entsprechenden monetären Transaktionen zugeordnet wurden.<sup>46</sup> Im Rahmen der monetären Planung wurden nicht nur die Löhne, sondern auch die Preise für die einzelnen Produkte und die Zinsen für eventuelle Kredite administrativ festgelegt.<sup>47</sup>

Theoretisch bot die Existenz des passiven Bankensektors nicht nur die Möglichkeit einer weitgehenden Kontrolle über die Transaktionen zwischen den staatlichen Wirtschaftseinheiten. Praktisch scheiterte diese Kontrolle auch an den buchungstechnischen Voraussetzungen; die einzelnen Vorgänge konnten zwar erfasst, aus Kapazitätsgründen aber nur stichprobenartig mit den Planvorgaben abgeglichen werden. Die für die Sowjetwirtschaft postulierte „Kontrolle durch den Rubel“ (*kontrol' rubljom*) konnte nur fragmentarisch bleiben. Darüber hinaus wurden die Kontrollmöglichkeiten nicht zuletzt durch die fehlenden Sanktionsmechanismen unterminiert. Systembedingt wurde die an Effizienzkriterien orientierte Kreditfinanzierung durch eine „weiche“ Budgetrestriktion für den Staatssektor ersetzt.

Im traditionellen Sozialismus untermauerte die Organisation des Bankensektors die funktionale Trennung der Spezialgelder. Ob die jeweiligen Spezialgelder zukünftig in Güter gewandelt werden konnten, hing maßgeblich von den realwirtschaftlichen Prozessen und damit auch von politischen Entscheidungen zugunsten der Produktion bestimmter Güter ab. Es bestand daher eine erhebliche Unsicherheit darüber, ob mit dem Geld später tatsächlich Güter erworben werden konnten. Zwar war die Verfügung über Geld eine notwendige Voraussetzung für eine realwirtschaftliche Transaktion, sie stellte allerdings keine hinreichende

---

<sup>46</sup> Die monetäre Planung schloss das Volumen sowie die Struktur des Staatshaushalts, die Lohn- und Gehaltssumme und die Gewinne ein.

<sup>47</sup> Aufgrund dieser Staatseingriffe in den Preisbildungsmechanismus lieferten die Preise keine Informationen über Knaptheiten und Produktionskosten; sie waren in der Regel Ausdruck der wirtschaftspolitischen Entscheidungen. Ausgenommen von weit reichenden staatlichen Vorgaben waren allein die Preise auf den Kolchosmärkten.

Bedingung für den Gütererwerb dar. Durch diese Unsicherheit war letztendlich auch die Wertaufbewahrungsfunktion der Spezialgelder unterminiert; ohne ein entsprechendes staatlich bereitgestelltes Güterbündel waren diese Gelder wertlos.

Im Zuge des Reformsozialismus wurde die strikte Trennung der beiden inländischen Geldkreisläufe abgeschwächt. Damit wurde auch der Absicherung der sozialistischen Eigentumsordnung durch die eingeführten Spezialgelder die Grundlage entzogen. Indem den einzelnen Staatsunternehmen ein größerer Gestaltungsfreiraum bezüglich der Mittelverwendung eingeräumt wurde, entstand die Möglichkeit, das Geld, das durch Leistungsverrechnungen, Subventionen und Kredite an das Unternehmen floss, als Lohn in Bargeld auszuzahlen. Damit wandelte sich die Funktion der Unternehmen auch im Hinblick auf die monetären Prozesse weit reichend; sie stellten jetzt die entscheidende Schnittstelle zwischen dem Privat- und dem Staatssektor dar.

### b) Inflation im Sozialismus

Die Existenz der „weichen Budgetrestriktion“ im Staatssektor implizierte, dass die mit der monetären Planung beabsichtigte Rationierung der Unternehmenskredite kaum durchgesetzt werden konnte. Folglich hatte die Versorgung des Staatssektors mit dem Verrechnungsgeld einen akkommadierenden Charakter. Die relativ rigidien administrierten Preise<sup>48</sup> und das politisch determinierte Güterangebot unterminierten Anpassungsreaktionen sowohl im güterwirtschaftlichen als auch im monetären Bereich. Das Auftreten einer *offenen Inflation* wurde verhindert.

Um das Ausmaß der tatsächlichen Geldentwertung dennoch zu bestimmen, wurden in der Auseinandersetzung mit den Funktionsbedingungen des Sozialismus Hilfsindikatoren konstruiert. Oftmals wurde dabei eine für marktwirtschaftlich orientierte Volkswirtschaften entwickelte Theorie auf die sozialistische Realität angewandt, um in einem zweiten Schritt zu empirischen Ergebnissen zu gelangen. Einen Ansatzpunkt dazu bot die Quantitätsgleichung

$$M * v = P * Y.$$

Denn bei einer vorgegebenen (geplanten) Produktion ( $Y$ ) kann theoretisch die entsprechende Geldmenge ( $M$ ) rechnerisch als Residualgröße abgeleitet werden. Bei administrierten Preisen, verbindlicher Planung der Produktion und bei bekannter Umlaufgeschwindigkeit ( $v$ ), d.h. bei vollständiger Voraussicht, ließe sich der Wert der rechten Seite der Gleichung *ex ante* vollständig bestimmen.<sup>49</sup> Zugleich lässt sich - bei konstanter Umlaufge-

<sup>48</sup> Nicht nur in den sozialistischen Volkswirtschaften, sondern auch in vielen Marktwirtschaften - insbesondere in Entwicklungsländern - sind und waren staatliche Eingriffe in den Preisbildungsmechanismus zu beobachten. Das Spezifikum des Sozialismus allerdings lag darin, dass von dieser staatlichen Preisfixierung nahezu alle Transaktionen betroffen waren.

<sup>49</sup> Zudem wurde davon ausgegangen, dass auch im Sozialismus die Umlaufgeschwindigkeit ( $v$ ) wesentlich von den Zahlungsgewohnheiten abhängt und auf der Grundlage von Erfahrungswerten geschätzt werden kann. Da die Umlaufgeschwindigkeit dem reziproken Wert der Kassenhaltungsdauer

schwindigkeit und konstanten Preisen - ein Zusammenhang zwischen den Veränderungsra-ten der Geldmenge ( $\gamma_M$ ) und der Produktion ( $\gamma_Y$ ) herstellen:

$$\gamma_M = \gamma_Y.$$

Demnach ließe sich unter Verwendung der Quantitätsgleichung die „angemessene“ oder „gleichgewichtige“ Geldmengenentwicklung für zentralistisch organisierte Volkswirtschaften ableiten. Nach diesem Konzept kann bei staatlich induzierter Preisstarrheit jede Abweichung von dieser „gleichgewichtigen“ Geldmengenentwicklung als Indikator vorhandener, nicht offen auftretender De- oder Inflation verstanden werden.

Danach war einer sozialistischen Volkswirtschaft dann das Vorhandensein eines (zurück-gestauten) Inflationspotentials zu attestieren, wenn die Wachstumsrate der Geldmenge ( $\gamma_M$ ) die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate überstieg. In dieser Argumentationskette konnte die Differenz zwischen dem Geldmengenwachstum und dem Produktionswachstum der Veränderung des Inflationspotentials in der betrachteten Periode gleichgesetzt werden.<sup>50</sup> Damit war das Ausmaß der zurückgestauten Inflation periodenbezogen zu berechnen:

$$\text{Veränderung des Inflationspotentials} = \gamma_M - \gamma_Y.$$

Nicht nur die Quantitätsgleichung wurde bei der Analyse der monetären Prozesse in sozialistischen Volkswirtschaften angewandt. Teilweise wurden zur Beurteilung des vorhandenen Inflationspotentials auch Geldnachfragefunktionen konzipiert. Diese und andere Vorge-hensweisen waren jedoch mit erheblichen methodischen Schwierigkeiten behaftet, die vor allem daraus resultierten, dass wesentliche Besonderheiten des Sozialismus, nämlich die de-zidierte Negation funktionsfähiger geldwirtschaftlicher Parameter, weitgehend ignoriert wurden. Darüber hinaus blieb unbeachtet, dass im traditionellen Sozialismus durch die Exis-tenz der Spezialgelder die binnenwirtschaftliche Konvertibilität der heimischen Währung aufgehoben war und folglich differenzierte Analysen für Verrechnungs- und Bargeldmen-

---

( $k$ ) entspricht und diese als konstant angenommen wurde, konnte bei einer antizipierten Produktion das erforderliche, „inflationsneutrale“ Geldmengenwachstum bestimmt werden. Durch Logarithmisie-rung von  $M = P * Y * k$  lässt sich unter Vernachlässigung des Residuums die „gleichgewichtige“ Wachstumsrate der Geldmenge ableiten:

$$\gamma_M = \gamma_Y + \gamma_P + \gamma_k.$$

Danach muss die Wachstumsrate der Geldmenge ( $\gamma_M$ ) der Summe aus den Wachstumsraten der Pro-duk-tion ( $\gamma_Y$ ), der Preise ( $\gamma_P$ ) und der Kassenhaltungsdauer ( $\gamma_k$ ) entsprechen. Bei über den betrach-teten Zeitraum konstanter Kassenhaltungsdauer bzw. Umlaufgeschwindigkeit ergibt sich:

$$\gamma_M = \gamma_Y + \gamma_P.$$

Vgl. dazu Cassel, D.: Inflation und Inflationswirkungen in sozialistischen Planwirtschaften. In: Thie-me, H. J. (Hrsg.): Geldtheorie. Baden-Baden 1985. S. 255-286.

<sup>50</sup> Cassel spricht von dem Inflationspotential einer sozialistischen Volkswirtschaft. Gemeint ist al-lerdings die Veränderungsrate des Inflationspotentials. Vgl. Cassel, D.: Inflation und Inflationswir-kungen in sozialistischen Planwirtschaften. a.a.O. S. 255-286.

genentwicklung hätten angestellt werden müssen. Zudem dürfte die Vorgehensweise, aus theoretischen Überlegungen empirische Befunde abzuleiten, ohnehin zu einer stark verzerrten Realitätsbeschreibung führen.<sup>51</sup>

Während diese theoretischen Ansätze schon aufgrund ihrer marktwirtschaftlichen Orientierung nur begrenzt zur Analyse der Prozesse in sozialistischen Volkswirtschaften dienen konnten, boten die theoretischen Überlegungen Kornais ein anderes Erklärungsmuster monetärer Prozesse in sozialistischen Volkswirtschaften. Kornai hatte bei seiner Analyse der monetären Prozesse im Sozialismus nicht nur die weiche Budgetrestriktion des Staatssektors, sondern auch den Zusammenhang zwischen dem Sparverhalten der privaten Haushalte und dem Güterangebot betont. Dabei ist - so Kornai - von besonderem Gewicht, dass im Sozialismus den privaten Haushalten bei ihren Konsumententscheidungen durch das starre staatliche Güterangebot enge Grenzen gesetzt waren. In das zum Konsumverhalten komplementäre Sparverhalten der privaten Haushalte geht im Sozialismus nicht nur die freiwillige Ersparnisbildung, sondern darüber hinaus das durch das rigide Güterangebot bedingte *Zwangssparen* ein. Dieses *Zwangssparen* führte zu einem systemspezifischen Kaufkraftüberhang der privaten Haushalte. Dieser wiederum war nach Kornai ein wesentlicher Indikator für das Ausmaß der zurückgestauten Inflation. Aufgrund der getrennten Geldkreisläufe war demnach die weiche Budgetrestriktion des staatlichen Unternehmenssektors nur bedingt für das Auftreten einer zurückgestauten Geldentwertung auf dem Konsumgütermarkt verantwortlich.

### 3. Ansatzpunkte der Transformation

Abnehmende gesamtwirtschaftliche Wachstumsraten lösten Ende der 80er Jahre eine umfassende Legitimationskrise des real-existenten Sozialismus aus. Der sich zuspitzenden Krise waren systemimmanente Reformbemühungen in den sozialistischen Volkswirtschaften

<sup>51</sup> Auch bei anderen Ansätzen, das Ausmaß der zurückgestauten Inflation zu berechnen, entstehen erhebliche methodische Probleme. Dies gilt insbesondere für die theoretischen Überlegungen, die die Existenz einer Geldnachfragefunktion unterstellen, die ihrerseits von geldwirtschaftlichen Parametern wie Preisen und Zinsen abhängt, deren Aussagekraft im Sozialismus stark eingeschränkt war. Im Wesentlichen standen sich bei der Beurteilung des Inflationspotentials im Sozialismus zwei Schulen gegenüber: So gehen die Disequilibriumansätze (insbesondere Portes und Winter) davon aus, dass die empirisch beobachtbaren überproportional steigenden Ersparnisse mit einer wachsenden Sparneigung bei steigenden Einkommen zu erklären sind, und die Ungleichgewichte auf der Mikroebene nicht zwangsläufig zu Ungleichgewichten auf der Makroebene führen müssen. Die Verfechter der „Excess-demand“-Hypothese dagegen, die maßgeblich auf Kornai zurückgeht, stellen die steigende Ersparnisbildung in einen engen Zusammenhang mit dem Gütermangel, der zu einem Systemspezifikum des Sozialismus erklärt wird. Das Modell von Portes und Winter wurde nicht auf die sowjetische Ökonomie angewandt, da die entsprechenden Datensätze nicht zur Verfügung standen. Vgl. Portes, R.; Winter, D.: Disequilibrium Estimates for Consumption Goods Markets in Centrally Planned Economies. In: Review of Economics and Statistics. Vol. 47. Nr. 1/1980. S. 137-159. Einen Überblick über die unterschiedlichen Ansätze und ihre makroökonomischen Implikationen geben Davis, Ch.; Charemza, W.: Models of Disequilibrium ... a.o.

vorausgegangen. Diese Reformen hatten - bei unterschiedlicher Ausprägung - auf eine Senkung der Transaktions- und Informationskosten durch eine partielle Remonetisierung und die Dezentralisierung wirtschaftlicher Entscheidungen abgezielt.<sup>52</sup> Tatsächlich jedoch hatten sie zu einer Verschärfung der Krisenerscheinungen des sozialistischen Wirtschafts- und Gesellschaftssystems beigetragen.<sup>53</sup>

Mit dem faktischen Zusammenbruch des Sozialismus stellten die Funktionsbedingungen der historisch gewachsenen Marktwirtschaften nicht länger allein die Negativfolie des „Sozialismus“ dar. Vielmehr sollten die existierenden marktwirtschaftlich fundierten Wirtschaftsordnungen jetzt Orientierungspunkte für die Ausrichtung des Transformationsprozesses ehemals sozialistischer Volkswirtschaften liefern. Dabei zeigte sich die wirtschaftswissenschaftliche Teildisziplin „Systemvergleich“ nur begrenzt fähig, die relevanten Teilordnungen und Funktionsbedingungen einer Marktwirtschaft zu benennen und gestaltend in den Transformationsprozess einzugreifen.<sup>54</sup> Vor allem die relativ junge Institutionenökonomik,<sup>55</sup> aber auch die Entwicklungsländerökonomik hatten diese Lücke zu schließen.

In diesem Rahmen wurde auf der theoretischen Ebene ein enger Zusammenhang zwischen der Wiederzulassung privater Vermögensbildung und der Privatisierung staatlichen Eigentums einerseits und dem Transformationserfolg andererseits hergestellt.<sup>56</sup> Mit der Gewich-

<sup>52</sup> Den wesentlichen Ansatzpunkt der systemimmanenten Reformbemühungen lieferten die erkannten Funktionsschwächen des Allokationsmechanismus „zentrale Planung“. Dies galt sowohl für die Reformbemühungen in den sozialistischen Volkswirtschaften Mittel-Osteuropas als auch für die Reformversuche der Perestrojka-Ära in der Sowjetunion.

<sup>53</sup> Der Reformsozialismus ist in all seinen Facetten ein Beispiel dafür, dass, wenn die Funktionsweisen und Ziele der einzelnen Teilordnungen zueinander dauerhaft im Widerspruch stehen, das Wirtschaftssystem als Ganzes zur Instabilität neigt. Aus dem Spannungsverhältnis der Teilordnungen im Reformsozialismus resultierte, dass die Konstituente des Sozialismus, das staatliche Eigentum an Produktionsmitteln, auch in Frage gestellt werden musste: Denn eine Dezentralisierung der Entscheidungen erfordert auch eine Dezentralisierung der Haftung. Die Transformation des Wirtschaftssystems war damit die logische Konsequenz des Reformsozialismus.

<sup>54</sup> Vielmehr hatte der wirtschaftswissenschaftliche Systemvergleich, der die Frage nach den institutionellen Konstituenten der „Marktwirtschaft“ vor allem vor dem Hintergrund konkurrierender Systeme zu beantworten versucht hatte, mit dem Zusammenbruch des Sozialismus sein „Referenzsystem“ und damit auch seine wissenschaftliche Legitimationsgrundlage verloren.

<sup>55</sup> Vor allem durch die Property-Rights-Theorie wird die Frage nach der Zuordnung der Eigentumsrechte sowie der mit der Wahrnehmung und dem Transfer von Eigentumsrechten verbundenen Kosten gestellt. Die neoklassisch fundierte „Neue Institutionenökonomik“, als deren Teildisziplin die Property-Rights-Theorie zu verstehen ist, berücksichtigt - anders als traditionelle neoklassische Modelle - das Vorhandensein von Transaktionskosten. Vgl.: Pejovich, S.: Towards a General Theory of Property Rights. In: Furubotn, E.; Pejovich, S. (Eds.): The Economics of Property Rights. Cambridge/Mass. 1974. S. 341-353. Pejovich, S.: The Economics of Property Rights: Towards a Theory of Comparative Systems. Dordrecht. Boston. London. 1990.

<sup>56</sup> Privatisierung ist der Übertragung vormals staatlichem Eigentum in den Privatsektor gleichzusetzen. Davon abzugrenzen sind die Neugründungen von Unternehmen. Grundsätzlich wurden gerade zu Beginn des Transformationsprozesses von dem Wechsel der Eigentumsordnung nicht nur Effizienzgewinne, sondern über die Gewinnpartizipation auch distributive Effekte erwartet. Darüber

tung der Transformationserfordernisse zu Gunsten der Privatisierung wurde implizit die Lösung der Eigentumsfrage zur eigentlichen Systemkonstituente erhoben. Neben der Privatisierung galten jedoch die Liberalisierung und die Stabilisierung der heimischen Währung als weitere zentrale Ansatzpunkte der Transformation.<sup>57</sup> Die Liberalisierung wurde vor allem als Preisliberalisierung sowie als Liberalisierung der Außenwirtschaft begriffen. Die Transformationsdiskussion war zunächst davon bestimmt, eine Festlegung der zeitlichen Abfolge einzelner Reformschritte zu leisten. In diesem Rahmen wurden auf der theoretisch-begrifflichen Ebene der „Gradualismus“ von der „Schocktherapie“ abgegrenzt und die Argumente für eine schrittweise Anpassung der ehemals sozialistischen Volkswirtschaften an marktwirtschaftlich orientierte Rahmenbedingungen problematisiert.

Obwohl im Zuge der Transformation aus den Spezialgeldern, die im Sozialismus als Verrechnungseinheit fungierten, ein allgemeines Tausch- und Zahlungsmittel zu kreieren<sup>58</sup> sowie der Tausch und die Zahlung als eine verbindliche Regel in der Volkswirtschaft zu etablieren war, wurden die Zusammenhänge zwischen der Funktionsfähigkeit der heimischen Währung,<sup>59</sup> den Funktionsbedingungen des Finanzmarktes und der allgemeinen Durchsetzung

---

hinaus sollte die Veräußerung staatlichen Eigentums zu einer Verbesserung der fiskalischen Situation beitragen. Vgl. dazu Engerer, H.: Eigentum in der Transformation. Grenzen der Privatisierung in Mittel- und Osteuropa. Dissertation an der FU-Berlin. 1997. S. 9 ff.

<sup>57</sup> Vgl. Funke, N.: Timing and Sequencing Reforms: Competing Views and the Role of Credibility. In: Kyklos. Vol. 46. Nr. 3/1993. S.337-362. Hier S. 340.

<sup>58</sup> Nur in wenigen Staaten Mittel-Osteuropas war mit Transformationsbeginn eine Währungsreform erwogen und durchgesetzt worden. In den Nachfolgestaaten der Sowjetunion grenzten sich mit Transformationsbeginn allein die baltischen Staaten von der Rubelzone ab und führten nationale Währungen ein. Das spätere Auseinanderbrechen der Rubelzone und die Einführung eigener Währungen in den GUS-Republiken ging dagegen auf eine einseitige Aufkündigung der Währungsunion durch die Russische Föderation zurück. Vgl. Schrooten, M.; Weißenburger, U.: Zum Transformationsprozess in der Russischen Föderation. DIW-Diskussionspapier Nr. 128. Berlin 1996. S. 81 ff.

<sup>59</sup> „The transaction role of money cannot be separated from its function as a store of value. If after the sale of one commodity for money, but before the purchase of another commodity with it, money perished, it could hardly serve as a medium separating purchase from sale. Though a medium of exchange must necessarily be a store of value, but stores of value are not necessarily money.“ Vgl. Ostroy, J. M.; Starr, R. M.: The Transaction Role of Money. In: Handbook of Monetary Economics. Friedman, B. M.; Hahn, F. (eds.): Vol. 1. Amsterdam et al. 1990. S. 4. Die einzelnen Geldfunktionen werden in der sozialphilosophischen Analyse stärker separiert. So bedingt nach Elias die Zahlungsmittelfunktion die Tauschmittelfunktion des heimischen Geldes. Danach hatte im historischen Prozess die Art der Steuerzahlung eine herausragende Bedeutung für die Akzeptanz des Geldes als Zahlungsmittel. War es möglich, die Steuern in Form von Geld zu entrichten, so konnte das heimische Geld dazu dienen, grundsätzlich Schuld zu begleichen. Die Zahlungsmittelfunktion des Geldes konnte sich auch auf andere Wirtschaftsfelder ausdehnen und damit die allgemeine Tauschmittelfunktion konstituieren. Während Elias aus der Zahlungsmittelfunktion des Geldes die Tauschmittelfunktion ableitet, dreht Polanyi den Zusammenhang zwischen diesen beiden Geldfunktionen um. Polanyi konstatiert: „Sobald Geld als Tauschmittel in einer Gesellschaft eingeführt ist, breitet sich die Gepflogenheit des Bezahlens allgemein aus.“ Die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes wird - zumindest von Elias und Polanyi - als nachgeordnet betrachtet. Vgl. Elias, N.: Über den Prozess der Zivilisation. Zweiter Band. Frankfurt a. M. 1976. S. 307 ff.; Polanyi, K.: Ökonomie und Gesellschaft.

barkeit von Zahlungsverpflichtungen in der Transformationsdebatte nur selten hervorgehoben. Dabei blieb weitgehend unberücksichtigt, dass die formal-rechtliche Entstaatlichung des Eigentums nicht zwangsläufig zur Entstehung eines leistungsfähigen Unternehmenssektors führt. Denn dazu ist neben dem Schutz der Eigentumsrechte und der rechtlichen Absicherung von Transaktionen vor allem die Funktions- und Leistungsfähigkeit des heimischen Kapitalmarktes von entscheidender Bedeutung. In der Transformationsdebatte galt jedoch die Liberalisierung des heimischen Finanzsektors als nachgeordnet.<sup>60</sup>

Weitgehend ausgeblendet wurde folglich, dass der vormals sozialistische Finanzsektor im Zuge der Transformation einen radikalen Funktionswandel zu vollziehen hatte. Denn aus den auf die Verrechnung innerhalb des staatlichen Sektors gerichteten passiven Banken hatten im Zuge der Transformation leistungsfähige Finanzintermediäre zu werden, die das Entstehen eines unternehmerisch operierenden Privatsektors ermöglichen sollten. Dabei kann die staatliche Sicherung der Geldfunktionen, insbesondere der Wertaufbewahrungs-funktion, ebenso wie die staatliche Absicherung der auf dem Finanzmarkt eingegangenen Verträge als Teil des Eigentumsschutzes begriffen werden, aus der sowohl in der ökonomischen Theorie als auch in der Rechtsphilosophie eine wesentliche Legitimation des modernen Staates gesehen wird.<sup>61</sup> Nicht nur bei John Locke (1689) heißt es:

---

Frankfurt a. M. 1979. S. 325, aber auch Simmel, G.: Philosophie des Geldes. Frankfurt a.M. 3. Auflage. 1994. S. 482 ff.

<sup>60</sup> So sind auch für Dornbusch die institutionellen Reformen - wie für viele andere Autoren auch -, begriffen als Wandel der Eigentumsordnung prioritär; die Liberalisierung des heimischen Finanzsektors wird dagegen an die letzte Stelle gesetzt. Vgl. Dornbusch, R.: Strategies and Priority for Reform. In: Marer, P.; Zecchini, S. (eds.): The Transition to a Market Economy. Vol. 1. Paris 1991. S. 169-183.

<sup>61</sup> Danach erfolgt die Sicherung der Eigentumsrechte über den Ausschluss der Nichteigentümer von eben diesen Rechten (Exklusivität der Eigentumsrechte); verantwortlich für den Schutz der Eigentumsrechte ist der Staat. Bereits Hobbes erklärt (1651): „The only way to erect such a common power, as may be able to defend them from the invasion of foreigners, and the injuries of one another, and thereby to secure them in such sort as that by their own industry and by the fruits of the earth they may nourish themselves and live contentedly, is to confer all their power and strength upon one man, or upon one assembly of men, that may reduce all their wills, by plurality of voices, unto one will: which is as much as to say, to appoint one man, or assembly of men, to bear their person; and every one to own and acknowledge himself to be author of whatsoever he that so beareth their person shall act, or cause to be acted, in those things which concern the common peace and safety; and therein to submit their wills, every one to his will, and their judgements to his judgement. This is more than consent, or concord; it is a real unity of them all in one and the same person, made by covenant of every man with every man, in such manner as if every man should say to every man: I authorise and give up my right of governing myself to this man, or to this assembly of men, on this condition; that thou give up, thy right to him, and authorise all his actions in like manner. This done, the multitude so united in one person is called a COMMONWEALTH; in Latin, CIVITAS. This is the generation of that great LEVIATHAN, or rather, to speak more reverently, of that mortal god to which we owe, under the immortal God, our peace and defence.“ Vgl. Hobbes, T.: Leviathan. 1651. Zitiert nach: Web gopher://gopher.vt.edu:10010/02/98/1.

„MEN being, as has been said, by nature all free, equal, and independent, no one can be put out of this estate and subjected to the political power of another without his own consent, which is done by agreeing with other men, to join and unite into a community for their comfortable, safe, and peaceable living, one amongst another, in a secure enjoyment of their properties, and a greater security against any that are not of it. This any number of men may do, because it injures not the freedom of the rest; they are left, as they were, in the liberty of the state of Nature. When any number of men have so consented to make one community or government, they are thereby presently incorporated, and make one body politic, wherein the majority have a right to act and conclude the rest.“<sup>62</sup>

Sondern auch Rousseau erläutert später (1762):

„Réduisons toute cette balance à des termes faciles à comparer. Ce que l'homme perd par le contrat social, c'est sa liberté naturelle et un droit illimité à tout ce qui le tente et qu'il peut atteindre; ce qu'il gagne, c'est la liberté civile et la propriété de tout ce qu'il possède. Pour ne pas se tromper dans ces compensations, il faut bien distinguer la liberté naturelle qui n'a pour bornes que les forces de l'individu, de la liberté civile qui est limitée par la volonté générale, et la possession qui n'est que l'effet de la force ou le droit du premier occupant, de la propriété qui ne peut être fondée que sur un titre positif.“<sup>63</sup>

Das Entstehen eines solchen, über die Ausgestaltung der institutionellen Rahmenbedingungen die gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Prozesse regulierenden Staates ist selbst ein wesentliches Ziel des Transformationsprozesses. Diese transformationsinhärente Revision des Staatsverständnisses erfordert nicht nur die Wiederzulassung privaten Eigentums und die Liberalisierung von eigentumsrechtlichen Transaktionen, sondern ebenso die Etablierung verbindlicher Haftungsregelung (Konkursgesetz; Gläubigerschutz). Den Zusammenhang zwischen der Qualität dieser öffentlichen Güter und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung einer Volkswirtschaft hatte bereits Adam Smith herausgearbeitet:

„Commerce and manufactures can seldom flourish long in any state which does not enjoy a regular administration of justice, in which the people do not feel themselves secure in the possession of their property, in which the faith of contracts is not supported by law, and in which the authority of the state is not supposed to be regularly employed in enforcing the payment of debts from all those who are able to pay. Commerce and manufactures, in short, can seldom flourish in any state in which there is not a certain degree of confidence in the justice of government. The same confidence which disposes great merchants and manufacturers, upon ordinary occasions, to trust their property to the protection of a particular government, disposes them, upon extraordinary occasions, to trust that government with the use of their property. By lending money to government, they do not even for a moment diminish their ability to carry on their trade and manufactures. On the contrary, they

---

<sup>62</sup> Vgl. Locke, J.: *Concerning Civil Government*. London. 1690. Hier §95. Zitiert nach: Internet-Adresse gopher://gopher.vt.edu:10010/02/116/1.

<sup>63</sup> Weiter heißt es: „On pourrait sur ce qui précède ajouter à l'acquis de l'état civil la liberté morale, qui seule rend l'homme vraiment maître de lui; car l'impulsion du seul appétit est esclavage, et l'obéissance à la loi qu'on s'est prescrite est liberté.“ Vgl. Rousseau, J. J.: *Du contrat social ou principes du droit politique*. (Edition de 1762, orthographe modernisée). Zitiert nach Web: <http://hypo.ge-dip.etatge.ch/www/athena/rousseau/>. Später (1845/46) legen Marx und Engels in der „Deutschen Ideologie“ dar: „Durch die Emanzipation des Privateigentums vom Gemeinwesen ist der Staat zu einer besonderen Existenz neben und außer der bürgerlichen Gesellschaft geworden; er ist aber weiter nichts als die Form der Organisation, welche sich die Bourgeois sowohl nach Außen als nach Innen zur gegenseitigen Garantie ihres Eigentums und ihrer Interessen notwendig geben.“ Vgl. Marx, K.; Engels, F.: *Die deutsche Ideologie*. a.a.o. S. 62.

commonly augment it. The necessities of the state render government upon most occasions willing to borrow upon terms extremely advantageous to the lender. The security which it grants to the original creditor is made transferable to any other creditor, and, from the universal confidence in the justice of the state, generally sells in the market for more than was originally paid for it. The merchant or monied man makes money by lending money to government, and instead of diminishing, increases his trading capital. He generally considers it as a favour, therefore, when the administration admits him to a share in the first subscription for a new loan. Hence the inclination or willingness in the subjects of a commercial state to lend.“<sup>64</sup>

Vor diesem Hintergrund impliziert die Transformation eines vormals sozialistischen Wirtschaftssystems nicht nur eine Revision der Eigentumsordnung und den staatlichen Schutz der privaten Eigentumsrechte, sondern auch die staatliche Garantie der Geldfunktionen. Zugleich stellen die staatliche Sicherung der Geldwertstabilität, aber auch die staatliche Absicherung der auf dem Finanzmarkt eingegangenen Verpflichtungen Spezialformen des im Zuge des Transformationsprozesses zu etablierenden Eigentumsschutzes dar. Dazu gehört vor allem die institutionelle Absicherung von Schuldner-Gläubiger-Beziehungen, die den Übergang auf eine „Zahlungs“-Wirtschaft ermöglicht.

In einer solchen „Zahlungs“-Wirtschaft wird durch den Kredit das gesamtwirtschaftliche Transaktionsvolumen erhöht; durch die Verpfändbarkeit des privaten Eigentums und die Existenz professioneller Finanzintermediäre wird wiederum das Kreditvolumen ausgeweitet. Die entwickelte Marktwirtschaft, deren Etablierung das Ziel des Transformationsprozesses ist, lässt sich demnach daran erkennen, ob die Zahlung zur allgemeinen Regel geworden ist.<sup>65</sup> Bezogen auf den Transformationsprozess bedeutet dies, dass die eigentliche Transformation einer sozialistischen Volkswirtschaft dann als erfolgreich abgeschlossen gelten kann, wenn die Zahlung zur Regel, die Nichtzahlung aber zur Ausnahme geworden ist.

---

<sup>64</sup> Vgl. Smith, A.: *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. 1776. Zitiert nach Web: <gopher://gopher.vt.edu:10010/02/141/14>.

<sup>65</sup> Vgl. Luhmann, N.: *Die Wirtschaft der Gesellschaft*. a.a.O. S. 14 ff.

Das oft leidenschaftliche, stets große Interesse, das den praktischen Fragen des Geldwesens und des Geldwertes gilt, erklärt sich nur daraus, dass sich im Geldwesen eines Volkes alles spiegelt, was dieses Volk will, tut, erleidet, ist ...  
(Schumpeter)

### III. Finanzsektor, Staat und Wachstum

In den Transformationsökonomien kann ein funktions- und leistungsfähiger Finanzsektor, über den Zahlungen abgewickelt werden, erst im Zuge der Restitution der Geldfunktionen entstehen. Die glaubwürdige Durchsetzung und Absicherung des heimischen Geldes als funktionsfähiges und (relativ) wertstables Tausch- und Zahlungsmittel ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass sich die wirtschaftlichen Entscheidungen an monetären Parametern orientieren und langfristige Verträge zwischen den Wirtschaftssubjekten eingegangen werden. Die entscheidende Bedeutung des Finanzsektors für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in einer marktwirtschaftlich fundierten Volkswirtschaft resultiert daraus, dass durch seine Existenz Verträge zur Finanzierung von Investitionsvorhaben formuliert werden können, auf deren Grundlage die unternehmerische Tätigkeit von der Finanzierung der Investition und damit auch der Innovation getrennt werden kann.

Grundsätzlich hat der Staat unterschiedliche Möglichkeiten, in die Funktionsbedingungen des Finanzsektors und damit in das Zustandekommen derartiger Verträge einzugreifen: Zum einen werden durch die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen die Aktionsmöglichkeiten und Transaktionsbedingungen auf dem Finanzmarkt bestimmt. Die staatliche Regulierung des Finanzsektors ist in den Transformationsökonomien wie in anderen Volkswirtschaften mit den spezifischen Formen des Marktversagens in diesem Segment begründbar. De facto gehört der Finanzmarkt auch in funktionsfähigen Marktwirtschaften zu den am stärksten regulierten Teilmärkten. Zum anderen kann der Staat durch den Einsatz des prozesspolitischen Instrumentariums, d.h. der zur Verfügung stehenden geld-, währungs- und finanzpolitischen Instrumente, entscheidende Impulse für die Transaktionen geben bzw. sie behindern.

Zwar beruhen die Einnahmen des Staates in einer Marktwirtschaft in erster Linie auf der Besteuerung der privatwirtschaftlichen Aktivitäten,<sup>66</sup> jedoch kann der Staat durch seinen

---

<sup>66</sup> Über die Besteuerung greift der Staat in die primäre Einkommensstruktur ein, die durch das Eigentum an den Produktionsfaktoren Arbeit, Kapital und Boden entsteht. Allerdings wird in der Regel nicht nur die Einkommensentstehung, sondern auch andere ökonomische Aktivitäten (z.B. die Einkommensverwendung) und Sachverhalte (z.B. Vermögen) besteuert. Zugleich kann der Staat durch Transfer- und Subventionszahlungen eine Redistribution der erwirtschafteten Einkommen entsprechend den politischen Entscheidungen bewirken. Die konkrete Ausgestaltung des Steuerrechts lässt jeweils bestimmte Anreizstrukturen für die Wirtschaftssubjekte in einer Volkswirtschaft entstehen. In der Regel versuchen die privaten Wirtschaftseinheiten, ihre Steuerbelastung zu minimieren, dazu passen sie ihr ökonomisches Verhalten der jeweiligen Anreizstruktur an. Maßgeblich für die Leistungs-

ordnungs- und prozesspolitischen Gestaltungsspielraum den Zugriff auf die in einer Volkswirtschaft vorhandenen Ressourcen erhöhen. Insbesondere kann durch staatliche Eingriffe in die Finanzsphäre der Transfer von Eigentumsrechten beschränkt, besteuert, aber auch gefördert werden. Eingriffe in den heimischen Finanzmarkt, die darauf gerichtet sind, den staatlichen Zugriff auf die Finanzressourcen zu erhöhen, werden im Folgenden unter den Begriff der *finanziellen Repression*<sup>67</sup> gefasst. Bei dieser Definition der finanziellen Repression werden sowohl staatliche Eingriffe in den Zinsmechanismus, in die Kreditvergabepraxis der Geschäftsbanken als auch andere Formen der Einschränkung und Besteuerung von Finanztransaktionen berücksichtigt. Typische Erscheinungsform finanzieller Repression sind nominale Zinsobergrenzen, die im Zusammenspiel mit einer hohen und oftmals schwankenden Inflation zu negativen bzw. extrem niedrigen Realzinsen bei der Kreditvergabe führen. Da die Kreditnachfrage bei real negativen Zinsen gegen unendlich geht, zieht dies oftmals weitere staatliche Eingriffe in die Kreditvergabepraxis der Geschäftsbanken nach sich. Weitere Instrumente finanzieller Repression sind hohe Mindestreservesätze, Verpflichtungen der Geschäftsbanken zum Aufkauf von Staatspapieren, Devisenverkehrsbeschränkungen etc., die Erhebung einer Inflationssteuer auf die Geldhaltung sowie der geringe Schutz von Property-Rights und die Diskriminierung freiwilliger Transaktionen.

Im Mittelpunkt dieses Kapitels steht die theoretische Auseinandersetzung mit der Wirkungsweise finanzieller Repression und der Bedeutung der Finanzmarktliberalisierung für das gesamtwirtschaftliche Wachstum<sup>68</sup> sowie der oftmals vernachlässigte Zusammenhang zwischen den Erscheinungsformen finanzieller Repression und ihren fiskalischen Implikationen. In einem ersten Schritt wird die Bedeutung des Zinses für den gesamtwirtschaftlichen Prozess vor dem Hintergrund des einfachen standard-keynesianischen Modells und der wesentlich auf Tobin zurückgehenden Portfoliotheorie dargestellt und auf die aus diesen Modellen ableitbare theoretische Legitimation einzelner Erscheinungsformen finanzieller Repression eingegangen. In einem zweiten Schritt werden diese Ergebnisse den Ansätzen von McKinnon und Shaw gegenübergestellt. McKinnon und Shaw setzen sich mit den wachstumsrelevanten Implikationen finanzieller Repression und der Liberalisierung des Finanzmarktes unter besonderer Berücksichtigung der Funktionsbedingungen des Finanzmarktes in Volkswirtschaften auseinander, die mit dem Problem der nachholenden Entwicklung konfrontiert sind. Die anschließend vorgestellten neueren Modelle finanzieller

---

fähigkeit einer Markt- bzw. Geldwirtschaft ist die Antizipierbarkeit und Regelbindung der Besteuerung. Dazu gehört, dass im Rahmen der Finanzpolitik die steuerlichen Belastungen der einzelnen Einkommensarten bzw. Transaktionen festgeschrieben werden.

<sup>67</sup> Die Wirkung derartiger Staatseingriffe in die Finanzmärkte wurde in der Entwicklungsländerökonomie in den 70er Jahren diskutiert. Im Mittelpunkt der theoretischen Arbeiten stand der Zusammenhang zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum und der Liberalisierung des heimischen Finanzmarktes. Inzwischen liegen Modelle der finanziellen Entwicklung vor, die zum einen die neuere Literatur über die Funktionen der Finanzintermediation und zum anderen die Grundgedanken der endogenen Wachstumstheorie berücksichtigen. Vgl. McKinnon, R. I.: Money and Capital in Economic Development. Washington. 1973. Shaw, E. S.: Financial Deepening in Economic Development. New York 1973. Pagano, M.: Financial Markets and Growth. In: European Economic Review. Vol. 37. Nr. 4/1993. S. 613-622. King, R.; Levine, R.: Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. In: Journal of Monetary Economics. Vol. 32. Nr. 3/1993. S. 513-542.

<sup>68</sup> Vgl. Fry, M.: Money, Interest, and Banking in Economic Development. 2. Aufl. London 1995.

Entwicklung (Pagano, King/Levine), die auf den Grundlagen der endogenen Wachstumstheorie formuliert wurden, betonen noch stärker als das Modell von Shaw die Bedeutung der Leistungsfähigkeit des Finanzsektors für das gesamtwirtschaftliche Wachstum.<sup>69</sup> Die unterschiedlichen Instrumente finanzieller Repression werden dabei verallgemeinernd als eine Besteuerung der (freiwilligen) Transaktionen auf dem Finanzmarkt begriffen, die die Kosten dieser Transaktionen steigen lassen und negativ auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum wirken. Diesen durch die Staatseingriffe gestiegenen Transaktionskosten stehen direkte oder indirekte Staatseinnahmen gegenüber, die den durch die finanzielle Repression vergrößerten Zugriff des Staates auf die Finanzressourcen widerspiegeln. Im Anschluss an die Darstellung des Modells von King und Levine werden daher die Zusammenhänge zwischen unterschiedlichen Erscheinungsformen der finanziellen Repression und dem fiskalischen Handlungsspielraum des Staates untersucht.

## 1. Theoretische Legitimation finanzieller Repression?

Die Bedeutung monetärer Prozesse für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung haben bereits vor Keynes andere herausragende Ökonomen - wie etwa Marx und Schumpeter - betont. Erst Keynes jedoch ist es gelungen, eine hinter der Geldhaltung der Wirtschaftssubjekte stehende Verhaltenslogik zum Kernpunkt makroökonomischer Theorie zu erheben. Damit wies Keynes nicht nur die von der Neoklassik postulierte Neutralität des Geldes zurück, sondern zugleich den monetären Prozessen eine herausragende Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu.<sup>70</sup> Auch nachdem Keynes eine theoretische Fundierung für eine Analyse des Zusammenhangs zwischen den monetären Prozessen und der gesamtwirtschaftlichen Produktion gelegt hatte, blieb die Wachstumstheorie zunächst weiterhin realwirtschaftlich fundiert. Erst in den 60er Jahren wurden monetäre Wachstumsmodelle formuliert.<sup>71</sup> Keynes und auch Tobin, der als einer der ersten ein monetäres Wachstumsmo-

<sup>69</sup> Die neuere Wachstumstheorie erklärt das gesamtwirtschaftliche Wachstum nicht länger mit einem exogen gegebenen Zuwachs der Arbeitsproduktivität, sondern aus einer endogenen Veränderung der Präferenzen, der Technologie und der Marktstrukturen. Wesentlich ist dabei der Zusammenhang zwischen dem technischen Fortschritt, dem Humankapital und dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum. King und Levine haben bei ihrem Modell insbesondere auf Arbeiten von Romer und Grossman/Helpman zurückgegriffen. Vgl. Romer, P. M.: Endogenous Technical Change. In: Journal of Political Economy. Vol. 98. Nr. 5(ii)/1990. S. 71-102. Sowie Grossman, G.; Helpman, E.: Quality Ladders in the Theory of Economic Growth. In: Review of Economic Studies. Vol. 58. Nr. 1/1991. S. 43-61.

<sup>70</sup> Die Neoklassik hatte die Geldnachfrage auf der Grundlage der Cambridge-Gleichung

$$M^d = Y * P * k$$

erklärt, wobei  $M^d$  der nominalen Geldnachfrage,  $Y$  der Produktion,  $P$  dem Preisniveau und  $k$  der Kassenhaltung entspricht. Die hinter der Kassenhaltung stehenden Verhaltensparameter wurden nicht weiter berücksichtigt. Die Kassenhaltung der Cambridge-Gleichung wurde dabei als reziproker Wert der Umlaufgeschwindigkeit gefasst. Geld galt als neutral gegenüber den realwirtschaftlichen Prozessen. In der Quantitätstheorie wurde die Kassenhaltung mit den Zahlungsgewohnheiten und damit mit dem Transaktionsvolumen in Verbindung gebracht.

<sup>71</sup> Vgl. Tobin, J.: Money and Economic Growth. In: Econometrica. Vol. 33. Nr. 4/1965. S. 671-684.

dell entwickelte, haben jeweils auf der Grundlage spezifischer Prämisseien theoretische Analysen der in der Marktwirtschaft von ihnen beobachteten Prozesse unternommen und die Rolle des Zinses als einen der wesentlichen Bestimmungsfaktoren ökonomischen Verhaltens herausgearbeitet.<sup>72</sup>

Obwohl im Mittelpunkt der Arbeiten von Keynes und Tobin marktvermittelte Prozesse stehen, wird in der sich mit der finanziellen Entwicklung und der Wirkungsweise finanzieller Repression beschäftigenden Literatur häufig darauf hingewiesen, dass gerade die theoretischen Arbeiten von Keynes, das einfache standard-keynesianische Modell oder aber auch Tobins neoklassisch fundierte monetäre Wachstumstheorie Ansatzpunkte für eine theoretische Legitimation von Zinsobergrenzen geben.

### a) Keynes: Liquiditätspräferenz und Zins

Die von Keynes entwickelte Liquiditätspräferenztheorie liefert die Basis seiner Erklärung der Geldhaltung bzw. Geldnachfrage. Die Geldnachfrage wird dabei auf das zu tätige Transaktionsvolumen, das Vorsichtsmotiv und das Spekulationsmotiv der Wirtschaftssubjekte zurückgeführt. Nach der Liquiditätspräferenztheorie hängt die Geldnachfrage aus dem Transaktionsmotiv von der realen Einkommenshöhe ab, die auf das Vorsichtsmotiv zurückgehende Geldnachfrage wird von der Einkommenshöhe und dem Zins und die auf das Spekulationsmotiv zurückgehende Geldhaltung allein von dem Zins bestimmt.<sup>73</sup> Der betrachtete Zins ist der Zins, der durch die Haltung von staatlichen Wertpapieren erzielt werden kann.<sup>74</sup> Der Zins wird hierbei als Prämie für die Aufgabe von Liquidität begriffen. Wesentlich ist dabei, dass die Wirtschaftssubjekte individuelle Kalküle über eine Mindestverzinsung der Wertpapiere entwickeln, die ihre Entscheidung zwischen dem Wertpapiererwerb und der Geldhaltung und damit auch Veränderungen ihres Portfolios beeinflussen. In dem einfachen standard-keynesianischen Modell ergibt sich für die reale aggregierte Geldnachfrage ( $M/P$ )<sup>d</sup>:

$$(M/P)^d = L(Y, i).$$

Die reale Geldnachfrage steigt c.p. mit dem realen Einkommen ( $Y$ ) und sinkt mit dem nominalen Zins ( $i$ ); d.h.  $\delta L / \delta Y > 0$  und  $\delta L / \delta i < 0$ . Dabei wird eine substitutive Beziehung zwischen der Geldnachfrage und der Haltung von (staatlichen) Wertpapieren angenommen. Die Geldhaltung konkurriert danach mit anderen Formen der Vermögenshaltung.<sup>75</sup> Das Sparverhalten wird nicht vom Zins, sondern durch das reale Einkommen bestimmt: Je höher das Einkommen, desto höher die Sparneigung. In einem zweiten Schritt wird über die Aufteilung der Ersparnisbildung in Form von Geld- und sonstiger Vermö-

<sup>72</sup> Die von Keynes entwickelte Liquiditätspräferenztheorie ist eine der Wurzeln der im wesentlichen auf Tobin zurückgehenden Portfoliotheorie.

<sup>73</sup> Vgl. Keynes, J. M.: The General Theory of Employment, Interest and Money. Cambridge 1936. S. 166 ff.

<sup>74</sup> Die Verzinsung der Wertpapiere setzt sich aus der fix vereinbarten „Dividende“ und der Kursveränderung zusammen.

<sup>75</sup> Vgl. Keynes, J. M.: The General Theory ... a.a.O. S. 201.

genshaltung entschieden. Diese Entscheidung geht in die Bestimmung des Nominalzinses auf dem Geldmarkt ein, wo die auf die Liquiditätspräferenz zurückgehende Geldnachfrage auf das Geldangebot der Zentralbank<sup>76</sup> trifft. Im IS-LM-Modell gilt das Preisniveau als exogen; im einfachen standard-keynesianischen Modell wird das Preisniveau auf dem Gütermarkt festgelegt. Für die zinsabhängige Investitionstätigkeit stellt der auf dem Geldmarkt gebildete Zins ein Datum dar.<sup>77</sup> Die Spar- und Investitionsentscheidungen werden nicht durch den Zins, sondern über den Gütermarkt koordiniert.

Im Extremfall kann nach Keynes die Geldnachfrage durch die zinsabhängige Spekulationskasse dominiert werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn von den Wirtschaftssubjekten die aktuelle Verzinsung als niedrig empfunden wird. Dann kann schon eine geringfügige weitere Zinssenkung vor dem Hintergrund einer erwarteten Zinswende zu einer erheblichen Portfoliostrukturierung zugunsten von Geld führen. Liegt dann der auf dem Geldmarkt fixierte Zins über dem Zinsniveau, bei dem Investition und Sparen übereinstimmen, so wird die Investitionstätigkeit eingeschränkt. Diese absolute Liquiditätspräferenz beschränkt damit die gesamtwirtschaftliche Produktion, es kommt zur Unterbeschäftigung aufgrund einer *Liquiditätsfalle*. In dieser Situation bleibt auch eine auf Expansion gerichtete Geldpolitik wirkungslos, da die Wirtschaftssubjekte wegen ihrer absoluten Liquiditätspräferenz jedes Geldangebot nachfragen. In der Folge kann es nicht zu der notwendigen Zinssenkung kommen. Makroökonomische Lehrbücher nennen als Ausweg aus einer Liquiditätsfalle üblicherweise eine expansive, eben nicht zinsreagible Fiskalpolitik.

Eine durch Keynes angeführte Alternative zur expansiven Fiskalpolitik bei Vorliegen einer Liquiditätsfalle wird gelegentlich in der Einführung von Zinsobergrenzen gesehen. Denn Keynes erklärt:

„There remains an allied, but distinct, matter where for centuries, indeed for several millenniums, enlightened opinion held for certain and obvious a doctrine which the classical school has repudiated as childish, but deserves rehabilitation and honour. I mean the doctrine that the rate of interest is not self-adjusting at a level best suited to the social advantage but constantly tends to rise too high, so that a wise government is concerned to curb it by statute and custom and even by invoking the sanction of the moral law.

(...) The destruction of the inducement to invest by an excessive liquidity-preference was the outstanding evil, the prime impediment to the growth of wealth, in the ancient and medieval worlds. And naturally so, since certain of the risks and hazards of economic life diminish the marginal efficiency of capital whilst others serve to increase the preference for liquidity. In a world, therefore, which no one reckoned to be safe, it was almost inevitable that the rate of interest, unless it was curbed by every instrument at the disposal of society, would rise too high to permit of an adequate inducement to invest.“<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> Üblicherweise wird die vollständige Kontrollierbarkeit des Geldangebotes durch die Zentralbank vorausgesetzt.

<sup>77</sup> Im Gegensatz zur Neoklassik geht Keynes davon aus, dass bei der Investitionsentscheidung nicht nur die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, sondern auch Erwartungen bezüglich der Realisierbarkeit von Erträgen berücksichtigt werden. Vgl. Keynes, J. M.: *The General Theory ... a.a.O.* S. 147 ff. In dem standard-keynesianischen Modell wird eine neoklassische Produktionsfunktion zugrunde gelegt, die von sinkenden Skalenerträgen ausgeht.

<sup>78</sup> Vgl. Keynes, J. M.: *The General Theory ... a.a.O.* S. 351.

Dieses Zitat kann als ein Votum für eine nicht-marktkonforme Lösung des Problems und damit auch für staatlich fixierte Zinsobergrenzen, die eine klassische Form der finanziellen Repression darstellen, interpretiert werden. Fry erklärt in diesem Zusammenhang:

„Keynes recognizes an alternative adjustment mechanism - a change in the relative returns on the two competing assets, money and capital. If the price level is fixed and expectations about the future price level are therefore static, expansionary monetary policy could reduce the interest rate and at the same time satisfy the increase in liquidity preference. Were an interest rate ceiling imposed by the authorities, investment could be still stimulated by the lower imposed interest rate, provided that the accommodative monetary policy were pursued. This Keynesian solution has strong appeal but ignores the inflationary consequences of monetary expansion or accommodation.“<sup>79</sup>

Allerdings wird bei einer solchen Interpretation vernachlässigt, dass es sich bei den Worten von Keynes nicht um eine keynesianische Lösung des Problems, sondern eine Keynesche Darstellung historischer Prozesse handelt. Aus der historischen Perspektive zeigt sich tatsächlich, dass aufgrund der Kapitalknappheit, der unterentwickelten Finanzierungsinstrumente und der schlechten Absicherung der Kredite Finanzgeschäfte oftmals mit dem Problem des Wuchers behaftet waren. Dies geht jedoch nicht zuletzt auf die mangelhafte Ausgestaltung der ordnungspolitischen Rahmenbedingungen und staatlichen Regulierungen zurück, die gewissermaßen durch Eingriffe in den Zinsmechanismus ersetzt wurden.<sup>80</sup> Keynes ist allerdings bei seiner historischen Analyse kaum nachzuweisen, dass er sich in einer entwickelten Marktwirtschaft, die das Objekt seiner theoretischen Überlegungen ist, für staatliche Eingriffe in den Zinsmechanismus einsetzt. Vielmehr kann das obige Zitat als ein Plädoyer für eine Verbesserung der Funktionsbedingungen des Finanzmarktes in weniger entwickelten Volkswirtschaften und damit für eine verbesserte Regulierung des Finanzmarktes verstanden werden.

Dagegen bietet die keynesianische Argumentation, dass im Falle einer auf starre Nominallöhne zurückgehenden Unterauslastung der Ressourcen von einer expansiven Geldpolitik Impulse für eine Vollbeschäftigung ausgehen, durchaus Ansatzpunkte zur Rechtfertigung finanzieller Repression - mittels Inflationssteuer: Denn bei starrem Nominallohn führt im einfachen keynesianischen Modell die expansive Geldpolitik zur Preissteigerung. Diese impliziert eine Absenkung der Reallohns, in deren Folge das Beschäftigungsvolumen ausgedehnt wird. Die fiskalische Relevanz einer staatlich gesteuerten Geldmengenexpansion, d.h. die Bedeutung der Inflationssteuer, wird allerdings im keynesianischen Modell nicht diskutiert.

## b) Tobin: Portfolioentscheidung und Zins

Den Grundstein einer monetären Wachstumstheorie legte Tobin in den 60er Jahren, als er ein Modell über den Zusammenhang zwischen der Portfolioentscheidung der Wirtschaftssubjekte und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung formulierte.<sup>81</sup> Wesentlich für das wirtschaftliche Wachstum ist nach Tobin die Entscheidung der Wirtschaftssubjekte, Ver-

<sup>79</sup> Vgl. Fry, M.: Money, Interest, ... a.a.O. S. 12.

<sup>80</sup> Vgl. North, M.: Das Geld und seine Geschichte. München 1994. S. 62.

<sup>81</sup> Vgl. Tobin, J.: Money and Economic Growth. a.a.O. S. 671-684.

mögen in Form von Geld oder von Realkapital zu halten. Ausschlag für diese Entscheidung geben in diesem Modell die Opportunitätskosten der Geldhaltung. Als Geldhaltung werden dabei die Bargeldhaltung und die Bildung von Sichteinlagen verstanden. Die Opportunitätskosten der Geldhaltung spiegeln sich in der Differenz zwischen der erwarteten Rendite auf Realkapital und der Verzinsung der Geldhaltung wider. Anders als in der keynesianischen Theorie angenommen, wird nach Tobin auch die Transaktionskasse unter dem Optimierungskalkül geführt. Die gewünschten realen Kassenbestände stehen demnach in einer negativen funktionalen Beziehung zur Ertragsrate alternativer Anlageformen. Die Anlageentscheidung der einzelnen Wirtschaftssubjekte wird von der Optimierung des erwarteten Ertrages dominiert; dabei haben die Individuen unterschiedliche Risikokalküle.<sup>82</sup>

In dem Tobinschen Wachstumsmodell gilt:<sup>83</sup> Die Entscheidung über die Geldhaltung bzw. die Anlage in Realkapital wird nachhaltig durch die *relativen* erwarteten Erträge der alternativen Anlageformen bestimmt. Änderungen der relativen Erträge führen zu einem Substitutionsprozess. Sinkt die Verzinsung der Geldhaltung, so begünstigt dies einen Substitutionsprozess zugunsten des Realkapitals. Steigt die Nachfrage nach Realkapital, so kommt dies einer Erhöhung der Investitionstätigkeit gleich, die für das gesamtwirtschaftliche Wachstum von entscheidender Bedeutung ist. Letztendlich ermöglicht diese Portfolioanpassung - im Modell von Tobin - über eine höhere Kapitalintensität eine höhere Produktivität und damit steigende Pro-Kopf-Einkommen. In diesem neoklassisch fundierten Wachstumsmodell ist die Neutralität des Geldes aufgehoben; an ihre Stelle tritt ein enger Zusammenhang zwischen den monetären Prozessen und der Realkapitalbildung.

Die relativen Erträge von Geldhaltung und Sachkapital lassen sich durch die Inflation beeinflussen. Im Tobin-Modell führt eine expansive Geldpolitik über höhere Inflationsraten zu einer Entwertung des Geldes und seiner Erträge. In der Folge kommt es zu einer Um- schichtung des Portfolios zugunsten des Realkapitals und damit zu einer Steigerung der Investitionstätigkeit und zu gesamtwirtschaftlichem Wachstum (*Mundell-Tobin-Effekt*). Damit kann das Tobin-Modell als eine theoretische Legitimation für eine inflationäre Geldpolitik herangezogen werden, die wiederum auch die Erhebung einer Inflationssteuer ermöglicht. Wird das Tobin-Modell dagegen zur theoretischen Legitimation für Zinsobergrenzen auf Depositen herangezogen, so ist zu beachten, dass hierbei der Argumentationsrahmen des Modells verlassen und eine nicht-marktkonforme Problemlösung angeboten wird.

---

<sup>82</sup> Aufgrund unterschiedlicher Erwartungsbildung differieren die von den einzelnen Wirtschaftssubjekten geschätzten Opportunitätskosten der Geldhaltung. In die subjektive Bestimmung der Opportunitätskosten der Geldhaltung geht nicht zuletzt das individuelle Risikokalkül der Wirtschaftssubjekte ein.

<sup>83</sup> In der Folgezeit wurden weitere neoklassisch fundierte monetäre Wachstumsmodelle entwickelt, die entweder als eine Erweiterung des Tobin-Ansatzes verstanden werden können, oder aber die Nichtneutralität des Geldes auf einzelne spezifische Eigenschaften zurückführen bzw. teilweise Geld sogar als Produktionsfaktor begreifen. Dabei wurden auch die aus dem Tobinschen Modell abgeleiteten Aussagen weitgehend revidiert. Vgl. Sidrauski, M.: Inflation and Economic Growth. In: Journal of Political Economy. Vol. 75. Nr. 6/1967 S. 796-810. Levhari, D.; Patinkin, D.: The Role of Money in a Simple Growth Modell. In: American Economic Review. Vol. 58. Nr. 3/1968. S. 713-753.

## 2. McKinnon und Shaw: Unterentwickelte Finanzmärkte, Finanzmarktliberalisierung und Wachstum

Keynes, Tobin und auch andere Theoretiker, die die gesamtwirtschaftlichen Effekte monetärer Prozesse analysierten, setzten die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors und des Geldes bei ihren Analysen der wirtschaftlichen Prozesse in entwickelten Volkswirtschaften voraus. McKinnon und Shaw erklären dagegen, dass diese Voraussetzung in Volkswirtschaften, die mit dem Problem der nachholenden Entwicklung konfrontiert sind, oftmals nicht gegeben ist. Folglich halten McKinnon und Shaw diese „traditionellen“ makroökonomischen Ansätze für Analysen und Politikempfehlungen in den Entwicklungsländerökonomen<sup>84</sup> für ungeeignet. Denn diese Ökonomen sind - anders als in den traditionellen Theorien angenommen - nicht nur mit einem wenig entwickelten, sondern in der Regel auch stark reglementierten Finanzsektor konfrontiert. Sind die traditionellen Theorien aber - wie von McKinnon und Shaw angenommen - tatsächlich nicht auf Entwicklungsländerökonomen anwendbar, so ist auch ihre Aussagekraft bei der Analyse der Transformationsökonomen begrenzt. Denn auch diese sind mit dem Problem der nachholender Entwicklung, fragmentarischer institutioneller Rahmenbedingungen für Finanztransaktionen und erst im Entstehen begriffener Finanzmärkte konfrontiert.

Unter Berücksichtigung der spezifischen Umstände in Volkswirtschaften mit einer unterentwickelten Finanzinfrastruktur empfehlen McKinnon und Shaw die Liberalisierung des Finanzmarktes auch dann, wenn mit dem Rückzug des Staates ein Anstieg der Realzinsen verbunden ist.<sup>85</sup> Sie stellen damit vor allem die wirtschaftspolitischen Strategien in Frage, die sich auf Grundaussagen der neoklassisch, keynesianisch oder portfoliotheoretisch fundierten makroökonomischen Modelle berufend für eine staatlich induzierte Niedrigzinspolitik aussprechen. Vielmehr stellen McKinnon und Shaw heraus, dass diese staatlichen Eingriffe in den Finanzmarkt wachstumshemmend wirken können.

### a) McKinnon: Komplementarität zwischen Geldhaltung und Investition

Nach McKinnon sind die betrachteten Ökonomen dadurch geprägt, dass die Geldhaltung die einzige Form der Ersparnisbildung darstellt und potentielle Investoren bzw. Unternehmer auf die Selbstfinanzierung ihrer Investitionen angewiesen sind.<sup>86</sup> Der geringe Ent-

<sup>84</sup> Begriffe wie Entwicklungsländer und nachholende Entwicklung werden in dieser Arbeit auf Volkswirtschaften mit einem deutlichen Einkommensabstand zu den führenden Industrienationen bezogen.

<sup>85</sup> „Liberalization opens the way to superior allocations of savings by widening and diversifying the financial markets on which investment opportunities compete for the savings flow (...) Liberalization and deepening of finance contribute to the stability of growth in output and employment.“ Vgl. Shaw, E. S.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O. S. 10 f.

<sup>86</sup> In dem von McKinnon entwickelten theoretischen Ansatz haben die Sparer aufgrund des geringen Entwicklungsstandes des Finanzmarktes allein die Alternative, sich zwischen der Lagerhaltung, der Bargeldhaltung und der Bildung von Sichteinlagen zu entscheiden. Wird die Lagerhaltung als

wicklungsstand des Finanzsektors bedingt, dass die der Liquiditätspräferenz- und Portfoliotheorie zugrunde liegende Annahme der Substituierbarkeit von Geldhaltung, Finanz- und Sachaktiva aufgehoben ist.<sup>87</sup> An ihre Stelle tritt - nach McKinnon - die Komplementarität zwischen der Geldhaltung und der Investitionstätigkeit.

Aufgrund der angenommenen Komplementarität zwischen Geldhaltung und Investition wird die Investitionstätigkeit zu einem wesentlichen Bestimmungsgrund der realen Geldnachfrage ( $M/P)^D$ ). Folglich wird die reale Geldnachfrage nicht nur vom realen Einkommen und der Verzinsung, sondern auch von der Investitionsquote bestimmt. Dabei gilt:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = L\left(Y, \frac{I}{Y}, (i^d - \hat{p}^e)\right) .$$

+ + +

Je höher das Realeinkommen ( $Y$ ), die Investitionsquote und die erwartete reale Verzinsung der Depositen ( $i^d - \hat{p}^e$ ), die als Differenz zwischen dem Nominalzins auf Depositen ( $i^d$ ) und der erwarteten Inflation ( $\hat{p}^e$ ) definiert wird,<sup>88</sup> desto höher ist die reale Geldhaltung.<sup>89</sup> Die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote ( $I/Y$ ) ihrerseits hängt von der erwarteten Rentabilität der Sachanlagen ( $\bar{r}^e$ ) und von dem erwarteten Realzins auf die Depositen ab:

$$\frac{I}{Y} = f\left(\bar{r}^e, (i^d - \hat{p}^e)\right) .$$

+ + -

---

Sparform vernachlässigt, so bleibt die Entscheidung zwischen der Bargeldhaltung und der Einlagenbildung.

<sup>87</sup> „The lack of organized finance in less developed countries and the inadequacy of government substitutes for financial processes (...) seem to justify the following additional simplifying assumptions for purposes of model building: A. All economic units are confined to self-finance (...). B. The small size of firm households implies that indivisibilities in investment are of considerable importance (...). C. The government does not participate directly in capital accumulation (...) Revenues are used only to finance government consumption.“ Vgl.: McKinnon, R.: Money, Capital and Economic Development. a.a.O. S. 56.

<sup>88</sup> Bei der empirischen Bestimmung der Realverzinsung wird der Quotient

$$r = \frac{(1+i)}{(1+\hat{p})} - 1$$

herangezogen. Bei der theoretischen Analyse wird allerdings in der Regel vereinfachend die Realverzinsung der Differenz aus dem Nominalzins und der Inflationsrate gleichgesetzt; auf dieser Grundlage wird ein Näherungswert der Realverzinsung bestimmt.

<sup>89</sup> „The average time interval between income and expenditure is longer in the case of investment as in the case of pure consumption. Correspondingly, the demand for real money balances will be strongly influenced by the propensity to save (invest). More precisely, if the desired rate of capital accumulation (and hence private saving) increases at any given level of income, the average ratio of real cash balances to income will also increase.“ Vgl.: McKinnon, R.: Money, Capital and Economic Development. a.a.O. S. 57. Kursiv im Original.

Dabei steigt die Investitionstätigkeit grundsätzlich mit der erwarteten durchschnittlichen realen Ertragsrate des Kapitals ( $\bar{r}^e$ ), d.h.  $\delta f / \delta \bar{r}^e > 0$ . Die partielle Ableitung der Investitionsfunktion nach der realen Verzinsung der Geldhaltung ( $df / \delta (i^d - \hat{p}^e)$ ) dagegen kann einen positiven oder einen negativen Wert annehmen.<sup>90</sup> Damit widerspricht McKinnon der These, dass bei einer Zinssteigerung grundsätzlich ein Rückgang der Investitionstätigkeit zu erwarten ist. Vielmehr gibt es nach McKinnon Situationen, in denen von einer Zinssteigerung ein expansiver Effekt auf die Investitionstätigkeit ausgehen kann. Dies ist dann der Fall, wenn - so McKinnon - auch nach der Zinserhöhung der erwartete reale Depositenzins hinter dem durchschnittlichen erwarteten Ertrag der Investition zurückbleibt, d.h.  $(\bar{r}^e) > (i^d - \hat{p}^e)$ . McKinnon stellt heraus:

„This complementarity works both ways; the conditions of money supply have first-order impact on decision to save and invest - again unlike the neoclassical model. In particular, if the real return on holding money increases, so will self-financed investment over a significant range of investment opportunities.“<sup>91</sup>

Das Vorzeichen der partiellen Ableitung der Investitionsfunktion hängt danach von dem Verhältnis der erwarteten realen Erträge auf Sachkapital ( $\bar{r}^e$ ) und auf Depositen ( $i^d - \hat{p}^e$ ) ab. Erst wenn durch die Zinserhöhung die erwartete Realverzinsung auf Depositen über die erwarteten Erträge aus Sachkapital steigt, wird in diesem Modell die Investitionstätigkeit sinken. Damit wird einer Senkung der Realverzinsung von Depositen sowohl durch Inflation als auch durch die administrative Festlegung nominaler Zinssätze eine expansive Wirkung abgesprochen; vielmehr ist umgekehrt zu erwarten, dass von den durch Inflation bzw. staatliche Eingriffe in den Zinsbildungsmechanismus zustande gekommenen niedrigen Realzinsen eine negative Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Leistungsfähigkeit ausgehen wird. Denn in diesem Modell geht die Ersparnisbildung c.p. bei einer geringeren Realverzinsung zurück; zugleich wird damit die Investitionstätigkeit behindert.

## b) Shaw: Finanzintermediation und Wachstum

Während für McKinnon die *fehlende* Finanzintermediation die wirtschaftlichen Prozesse in den betrachteten Volkswirtschaften bestimmt,<sup>92</sup> hebt Shaw auf die *mangelhafte* und *unterentwickelte* Finanzintermediation ab.<sup>93</sup> Nach dem „Debt-Intermediation“-Ansatz<sup>94</sup> von

---

<sup>90</sup> Vgl.: McKinnon, R.: Money, Capital and Economic Development. a.a.O. S. 60 f.

<sup>91</sup> Vgl. zu diesem „conduit effect“ McKinnon, R.: Money, Capital and Economic Development. a.a.O. S. 60 f. Kursiv im Original.

<sup>92</sup> Damit betrachtet er die Wirkung von Außengeld; Shaw bezieht in seiner Analyse das durch die Finanzintermediation geschaffene Innengeld ein.

<sup>93</sup> Shaw grenzt sich dabei vor allem von Keynes ab, dessen „Wealth View“ er seinem „Debt-Intermediation View“ entgegenhält. Vgl. Shaw, E.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O. S. 17 ff.

Shaw steigt die aggregierte Ersparnisbildung bei gegebenem gesamtwirtschaftlichen Real-einkommen ( $Y$ ) mit dem Zins und mit der Verbesserung der Finanzmarktpprodukte.<sup>95</sup> Von einer Verbesserung der Finanzintermediation werden dabei vor allem drei Effekte erwartet: eine Erhöhung der Ersparnisbildung, eine Steigerung der allokativen Effizienz bei der Kreditvergabe und eine Ausweitung des Transaktionsvolumens.

Die reale Geldnachfrage ( $M/P^D$ ), als Bargeldhaltung und Einlagenbildung bei den Finanzintermediären, liefert die Grundlage für die Finanzintermediation; sie hängt vom realen gesamtwirtschaftlichen Einkommen ( $Y$ ), der erwarteten Realverzinsung für Einlagen ( $i^d - \hat{p}^e$ ) sowie einem Vektor der Opportunitätskosten der Geldhaltung ( $\mu$ ), in dem die Realverzinsungen der unterschiedlichen sonstigen Anlagemöglichkeiten berücksichtigt sind, und dem technischen Fortschritt ( $T$ ) in der Finanzsphäre, ab:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = L(Y, (i^d - \hat{p}^e), \mu, T)$$

+ + - +

Damit widerspricht Shaw den Annahmen McKinnons und berücksichtigt die Opportunitätskosten der Geldhaltung, die sich durch die Substituierbarkeit von Geld und weniger liquiden Aktiva ergeben, d.h.  $\delta L / \delta \mu < 0$ .<sup>96</sup> In dieser Geldnachfragefunktion sind nicht nur die partiellen Ableitungen nach dem Realeinkommen ( $Y$ ), sondern auch die nach der erwarteten realen Ertragsrate für Geld ( $i^d - \hat{p}^e$ ) und dem technischen Fortschritt in der Finanzsphäre ( $T$ ) positiv.<sup>97</sup> Shaw erklärt:

„The argument  $T$  is included to suggest the stimulating effect on demand for money of technological improvement in the money industry, of increases in the currency area, and resulting gains in monetization of the economy. It may be interpreted as a trend term (...).“<sup>98</sup>

Steigt in diesem Modell die Geldhaltung etwa aufgrund einer Zinserhöhung für Depositen oder der Verbesserung der Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre, so kann die Finanzintermediation expandieren.<sup>99</sup> Bei der empirischen Betrachtung des Monetisierungs-

<sup>94</sup> „Money is debt, and growth in the real stock involves intermediation by the monetary system between savers and investors.“ Vgl. Shaw, E.: *Financial Deepening in Economic Development*. a.a.O. S. 93.

<sup>95</sup> Vgl. Shaw, E.: *Financial Deepening in Economic Development*. a.a.O. S. 71 ff.

<sup>96</sup> Damit geht Shaw mit den Annahmen der Liquiditätspräferenz- und der Portfoliotheorie bezüglich der Reagibilität der Geldhaltung auf die Verzinsung von anderen Anlageformen konform; er weicht indes bezüglich des von ihm hergestellten Zusammenhangs zwischen der realen Geldnachfrage und der Finanzintermediation von diesen Theorien ab.

<sup>97</sup> Vgl. Shaw, E.: *Financial Deepening in Economic Development*. a.a.O. S. 62 f.

<sup>98</sup> Shaw benutzt die Variable  $t$  zur Messung des technischen Fortschritts im Finanzsektor; im Zitat wurde  $t$  durch  $T$  ersetzt, da sonst eine Verwechslung mit dem Zeitindex  $t$  möglich ist. Vgl. Shaw, E.: *Financial Deepening in Economic Development*. a.a.O. S. 71 ff.

<sup>99</sup> Dies gilt insbesondere dann, wenn durch ihre spezifischen Aktivitäten die inländische Sparquote erhöht und eine effizientere Verwendung der Finanzressourcen in einer Volkswirtschaft gewährleistet wird.

grades einer Volkswirtschaft wird zu Beurteilung der „monetären“ Tiefe  $M1/BIP$ , zur Beurteilung der „finanziellen Tiefe“ der Quotient  $M2/BIP$  herangezogen. Indem der Monetisierungsgrad einer Volkswirtschaft ( $M/Y$ )<sup>100</sup> von Shaw einem Wachstumsmotor gleichgesetzt wird, bekommt er den Charakter eines Produktionsfaktors.<sup>101</sup>

### c) Zinsobergrenzen versus Finanzmarktliberalisierung

Trotz aller Unterschiede ist den Ansätzen von McKinnon und Shaw gemeinsam, dass sowohl die Investitionstätigkeit als auch die Ersparnisbildung auf Zinsänderungen reagiert: Bei gegebenem Realeinkommen ( $Y$ ) steigt die Ersparnisbildung mit den Zinsen auf die Geldhaltung (Depositen).<sup>102</sup> Die Investitionen sinken nach McKinnon unter bestimmten Umständen bei steigenden Zinsen; bei Shaw gilt dies grundsätzlich. Die Ansätze von McKinnon und Shaw weichen damit auf den ersten Blick nicht entscheidend von den Grundaussagen neoklassischer, keynesianischer oder portfoliotheoretischer Modelle ab. Der wesentliche Unterschied zwischen den Ansätzen McKinnons und Shaws und den von ihnen kritisierten makroökonomischen Modellen liegt vielmehr in den jeweils als relevant bezeichneten Bestimmungsgründen der Geldnachfrage.<sup>103</sup>

In der Praxis sind gerade Volkswirtschaften, die sich auf dem Pfad nachholender Entwicklung befinden und über einen nur rudimentär entwickelten Finanzmarkt verfügen, häufig mit staatlichen Eingriffen in den Finanzmarkt konfrontiert. Diese zielen in der Regel darauf ab, durch eine niedrige bzw. negative Realverzinsung die Investitionstätigkeit zu fördern und zudem die Kredite einer staatlich präferierten Verwendung zuzuführen.<sup>104</sup> So-wohl McKinnon als auch Shaw liefern eine theoretische Argumentation dafür, dass gerade in diesen Volkswirtschaften mit den staatlichen Eingriffen in den Finanzsektor das Wachs-

<sup>100</sup> Vgl. Shaw, E.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O. S. 4 ff.

<sup>101</sup> Durch die wachsende Monetisierung wird nicht zuletzt die Arbeitsteilung gefördert. Vgl. Shaw, E.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O. S. 70 ff.

<sup>102</sup> Vgl.: McKinnon, R.: Money, Capital and Economic Development. a.a.O. S. 67.

<sup>103</sup> Nach McKinnon ist die Geldhaltung bei der Ersparnisbildung die einzige Alternative zur Lagerhaltung. Blendet man die Lagerhaltung aus, so sind Geldnachfrage und Sparen gleichzusetzen. In der Folge steigen bei einer Zinserhöhung die Ersparnisbildung und die Geldnachfrage gleichermaßen an. Bei Shaw dagegen existieren zur Geldhaltung alternative Anlagemöglichkeiten; nicht die gesamte Ersparnisbildung spiegelt sich in der Geldhaltung wider. Da Shaw davon ausgeht, dass mit dem technischen Fortschritt im Finanzsektor die Geldhaltung steigt, setzt er einen weiten Begriff des Geldes voraus, der es ermöglicht, die Einlagenbildung auch über die Depositen und Bargeldhaltung hinaus (z.B. Termineinlagen) zu berücksichtigen.

<sup>104</sup> „Economic Policy in the lagging economies is intricately involved in price manipulation. The degree of intervention seems to reach its peak in markets for financial assets, partly because they are so ingenious at evasion. A standard package of intervention consists of a positive and variable inflation rate along with stipulations of loan and deposits rates at banks and other institutions of the ‘organized’ financial market.“ Vgl. Shaw, E.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O. S. 81. McKinnon und Shaw haben Finanzmarkteingriffe, die auf eine geringe Realverzinsung gerichtet sind, nicht zuletzt auf die theoretischen Argumentationen über die Wirkungsweise niedriger Realzinsen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zurückgeführt. Diesen Argumenten widersprechen sie in Bezug auf die Realitäten in den von ihnen betrachteten Ökonomien deutlich.

tum behindert und vielmehr von einer Finanzmarktliberalisierung Wachstumsimpulse zu erwarten sind. Ihre Argumentation lässt sich - bei allen Unterschieden im Detail - folgendermaßen zusammenfassen:

Grundsätzlich wird angenommen, dass die Investitionstätigkeit ( $I$ ) bei steigendem realen Zins sinkt, während die Spartätigkeit ( $S$ ) bei wachsendem Zins steigt (vgl. Abbildungen 2 und 3).<sup>105</sup> Die anderen über den realen Zins hinausgehenden Bestimmungsgrößen der Ersparnisbildung, wie die Höhe des Pro-Kopf-Einkommens in einer Volkswirtschaft, gehen in die Lageparameter der Kurve ( $S$ ) ein. Dabei gilt: Je höher das Pro-Kopf-Einkommen ( $y$ ), desto weiter verschiebt sich die Sparfunktion nach rechts (vgl. Abbildung 2). Sowohl nach den theoretischen Überlegungen von McKinnon als auch denen von Shaw kann das Sparen dem Finanzierungs- bzw. Kreditangebot<sup>106</sup> gleichgesetzt werden; die Investitionstätigkeit entspricht dann der Kreditnachfrage.

Die Wirkungsweise finanzieller Repression in Form von Zinsobergrenzen für Depositen lässt sich dann folgendermaßen fassen (vgl. Abbildung 2): Ohne staatliche Eingriffe in den Zinsmechanismus würde sich auf dem Finanzmarkt der reale Gleichgewichtszins  $r^*$  einstellen; Sparen und Investition würden das Volumen von  $S^*$  und  $I^*$  annehmen. Durch die administrative Festsetzung der Nominalverzinsung für Depositen dagegen wird im Zusammenspiel mit der Inflationsentwicklung eine reale Zinsobergrenze ( $r$ ) geschaffen.<sup>107</sup> Dies führt dazu, dass bei Zugrundelegung der Sparfunktion  $S(y)$  die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung auf  $S$ , begrenzt wird und hinter  $S^*$  zurückbleibt. In der Folge des geringen Kreditangebots wird das Investitionsvolumen beschnitten; es erreicht nur den Wert von  $I$ . Dabei sind die Investoren bereit, für das vorhandene Kreditangebot eine deutlich über der Zinsobergrenze  $r$ , liegende Prämie  $r'$  zu zahlen.<sup>108</sup> Unter diesen Umständen können die Finanzintermediäre einen erheblichen *Spread* realisieren, der die Grundlage ihres Gewinns darstellt. Die Kosten dieses staatlichen Eingriffs liegen vor allem bei den Sparern.

---

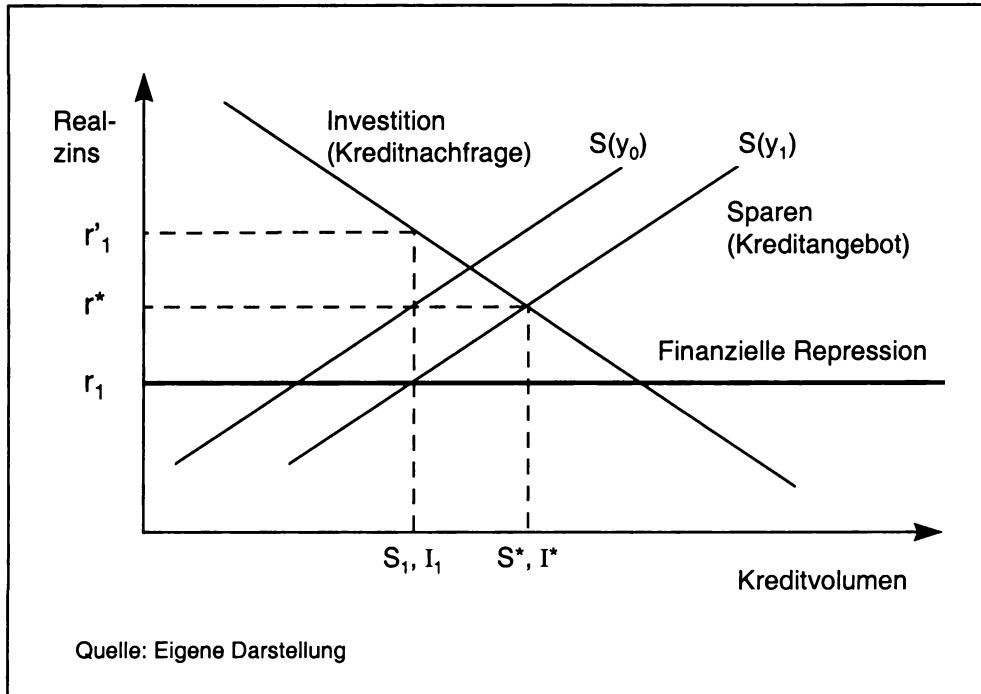
<sup>105</sup> Vereinfachend - und im teilweisen Gegensatz zum Ansatz von McKinnon - wird im Folgenden unterstellt, dass die Investitionstätigkeit grundsätzlich bei steigendem Realzins sinkt. Dies ist legitim, da die Wirkungsweise finanzieller Repression in Form von Zinsobergrenzen auch unter Berücksichtigung der Thesen McKinnons, d.h. des spezifischen Verlaufs der Investitionsfunktion in Volkswirtschaften, die mit dem Problem der nachholenden Entwicklung konfrontiert sind, analog ist. Dazu kommt, dass wesentliche Annahmen von McKinnon für die durchschnittliche Ökonomie, die mit Entwicklungs- und Wachstumsproblemen konfrontiert ist, nicht zutreffen. Dazu zählt die Selbstfinanzierung der Investitionstätigkeit. In der Regel sind in den entsprechenden Volkswirtschaften rudimentäre Finanzmärkte vorhanden, so dass durchaus - formell oder informell - eine Finanzintermediation stattfindet.

<sup>106</sup> Bei McKinnon stehen schon aufgrund der Selbstfinanzierung der Investitionen die Investitions- und Sparentscheidung in einem engen Zusammenhang.

<sup>107</sup> McKinnon und Shaw setzen sich allerdings bei ihren theoretischen Analysen stärker mit der Wirkungsweise der staatlichen Eingriffe in den Zinsmechanismus als mit der Bedeutung der Inflationssteuer auseinander.

<sup>108</sup> Aufgrund der Knappheit der Kredite können die Finanzintermediäre das zur Verfügung stehende Finanzvolumen zu einem realen Zins von  $r'$  als Kredit an potentielle Investoren vergeben.

Abbildung 2

Wirkungsweise von Zinsobergrenzen für Depositen  
(McKinnon / Shaw)

Ähnlich investitions- und in der Folge wachstumsbegrenzend wie staatliche Obergrenzen für Depositen wirken auch nominale Zinsobergrenzen für Investitionskredite (vgl. Abbildung 3).

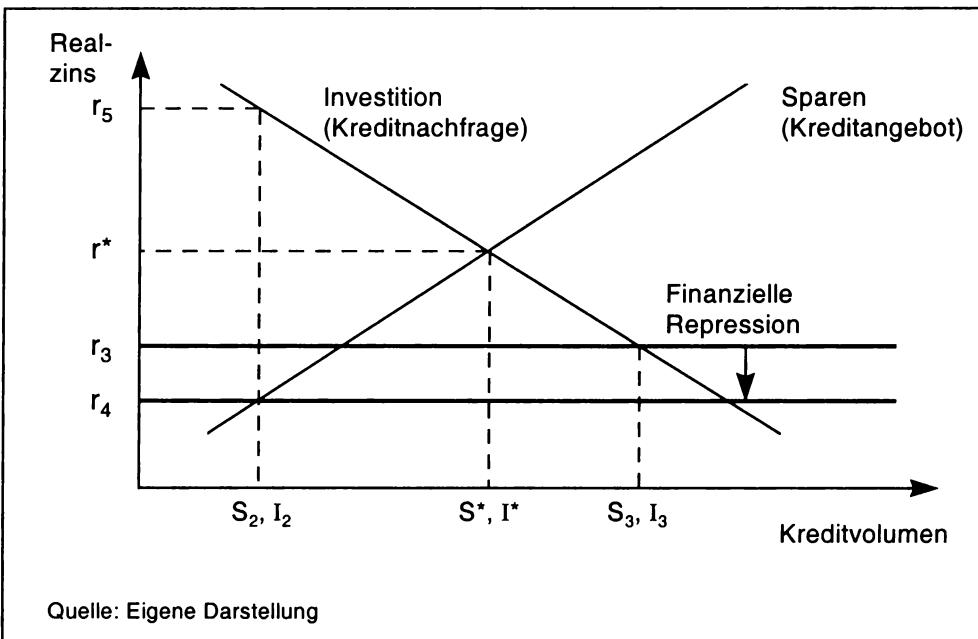
Werden Investitionskredite aufgrund staatlicher Interventionen zu einem realen Zinssatz  $r_1$  vergeben, so kann der Finanzintermediär nach Abzug der Intermediationskosten den Sparern nur eine Realverzinsung von  $r_1$  zahlen. Wiederum bleibt die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung und in der Folge auch die Investitionstätigkeit hinter dem Gleichgewichtswert zurück; Sparen und Investieren werden auf das Volumen von  $S_1$  und  $I_1$  begrenzt.<sup>109</sup> Der staatliche Eingriff in den Zinsmechanismus führt über die niedrigen Realzinsen zu einer Überschussnachfrage nach Krediten; bei der gegebenen Realverzinsung  $r_1$  könnte ein Investitionsvolumen von  $I_1$  realisiert werden.<sup>110</sup> Der vorhandenen Übernachfrage

<sup>109</sup> Analog wirkt das Zusammenspiel von Depositen- und Kreditzinsobergrenzen.

<sup>110</sup> Wie die ersten Transformationsjahre in der Russischen Föderation zeigten, sind negative bzw. niedrige Realzinsen nicht zwangsläufig allein mit administrativen Eingriffen in den Zinsbildungsmechanismus zu erklären. Hier bestimmte die Zentralbank durch ihre Zins- und Refinanzierungspolitik die Entwicklung auf den Finanzmärkten. In derartigen Fällen allerdings, in denen die Zentralbank Kredite an den Staat und die Unternehmen sowie Refinanzierungskredite an die Geschäftsbanken auf der Grundlage einer negativen Realverzinsung vergibt, geht die Kreditnachfrage gegen unendlich. Die

nach Krediten muss durch eine Mengenrationierung begegnet werden. Würde die Kreditallokation nach Effizienzkriterien erfolgen, so ließe sich mit diesen Krediten ein Grenzprodukt in der Höhe von  $r_5$  realisieren, den Unternehmen würden dabei Zinskosten in Höhe von  $r_3$  entstehen. In diesem Falle würde die staatlich verfügte Zinsobergrenze die Gewinne der Unternehmen vergrößern. Allerdings ist bei einer zeitgleichen, staatlich verfügten Mengenrationierung nicht von einer solchen, an Effizienzkriterien orientierten Auswahl von Investitionsobjekten auszugehen. Vielmehr ist zu erwarten, dass die Auswahl der Kreditnehmer politischen Entscheidungen folgt. Unter diesen Umständen führt die Zinsobergrenze nicht nur zu einer Kreditverknappung, sondern begünstigt darüber hinaus durch die Kreditrationierung die *Fehlallokation* der knappen Finanzressourcen.<sup>111</sup>

*Abbildung 3*  
**Wirkungsweise von Zinsobergrenzen für Investitionskredite  
(McKinnon / Shaw)**



Zentralbank hat in einer solchen Situation ein wesentliches Instrument zur Kontrolle des Geldangebotsprozesses, den Zinsmechanismus, aufgegeben. Inflation ist die unmittelbare Folge dieser Geldpolitik, die auf einer Unterordnung der geldpolitischen Instrumente unter die finanzpolitischen Ansprüche fußt.

<sup>111</sup> Denkbar ist auch die zeitgleiche Einführung von Zinsobergrenzen für Einlagen und Kredite. In diesem Fall treten analoge Verzerrungen auf. Allerdings ist unter diesen Umständen der Handlungsspielraum der Finanzintermediäre noch weiter eingeschränkt; sie haben nur noch einen geringen Einfluss auf die Zinsdifferenz.

Von der Liberalisierung des Finanzsektors sind unter diesen Umständen vor allem folgende Effekte zu erwarten: Durch die Finanzmarktliberalisierung steigen die Realzinsen, in der Folge wird die Spartätigkeit angeregt. Auf dieser Grundlage kommt es zu einer Ausdehnung der Investitionstätigkeit. Darüber hinaus wird durch die Liberalisierung das Volumen der Finanzintermediation erhöht und zudem die allokativen Effizienz der Kreditvergabe verbessert.<sup>112</sup> Hierbei führt die Liberalisierung des Finanzmarktes zu einer quantitativen Ausweitung der Investitionstätigkeit und zu einer qualitativen Verbesserung bei der Auswahl der Investitionsprojekte; beide Effekte führen zu einem höheren gesamtwirtschaftlichen Wachstum.<sup>113</sup> Die theoretischen Überlegungen von McKinnon und Shaw lassen sich dahingehend zusammenfassen, dass die Wirkungsweise von Zinsveränderungen erheblich durch die Ausgangssituation bestimmt wird, in der sie stattfinden. Liegt eine Situation finanzieller Repression vor, so werden von einer Finanzmarktliberalisierung grundsätzlich trotz der mit ihr einhergehenden Realzinserhöhungen Wachstumsimpulse ausgehen. Dies gilt in besonderem Maße für Ökonomien, deren Finanzsektor unterentwickelt ist, da hier zusätzliche Impulse für eine Ausweitung des Transaktionsvolumens und eine Verbesserung der Finanzintermediation zu erwarten sind.

McKinnon und Shaw haben die Bedeutung der staatlichen Eingriffe auf den Finanzmarkt analytisch in erster Linie im Hinblick auf eine geschlossene Volkswirtschaft analysiert.<sup>114</sup> Dennoch postulieren sie, dass die Liberalisierung des heimischen Finanzmarktes mit der Einführung eines flexiblen Wechselkurses einhergehen sollte. Lassen sich allerdings im Zuge der Liberalisierung die Preisauftriebstendenzen und Inflationserwartungen nicht brechen, so plädieren beide Autoren für die Einführung eines *crawling-peg*. Ein solches auf einer vorangekündigten nominalen Abwertungsrate beruhendes Wechselkurssystem soll bezüglich der Inflationserwartungen wie ein Anker wirken; zugleich geht von einem solchen Wechselkursregime ein Anpassungsdruck auf die heimische Wirtschaft auf. Denn um eine reale Aufwertung zu vermeiden, sind nach der Einführung eines solchen Währungsregimes die Fiskal-, Lohn- und Geldpolitik dem vorgegebenen Wechselkursziel unterzuordnen.

---

<sup>112</sup> Die Ausweitung der Spar- und Investitionstätigkeit wird von McKinnon hervorgehoben; die Verbesserung der Finanzintermediation wird von Shaw betont. Spellmann hat die Grundaussagen von McKinnon und Shaw in ein neoklassisches Wachstumsmodell eingebaut und die unterschiedlichen Aspekte der Finanzmarktliberalisierung formalisiert. Vgl. Spellmann, L.: Economic Growth and Financial Intermediation. In: McKinnon, R. (Ed.): Money and Finance in Economic Growth and Development: Essays in Honour of Edward S. Shaw. New York 1976. S. 11-22.

<sup>113</sup> Allerdings weist McKinnon in späteren Arbeiten darauf hin, dass die Liberalisierung des Finanzmarktes nur unter der Bedingung sinnvoll ist, dass es eine restriktive, an der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte orientierte Fiskalpolitik gibt.

<sup>114</sup> Die theoretische Betrachtung der Wirkungsweise finanzieller Repression in einer offenen Volkswirtschaft auf der Grundlage der Arbeiten von McKinnon und Shaw wurde vor allem von Kapur und Mathieson unternommen. Vgl. Kapur, B.K.: Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies. In: Journal of Political Economy. Vol. 84. Nr. 4/1976. S. 777-795. Ders.: Optimal Financial and Foreign Exchange Liberalization of Less-Developed Economies. In: Quarterly Journal of Economics. Vol. 98. Nr. 1/1985. S. 41-62. Sowie Mathieson, D.J.: Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy. In: Journal of Economic Development. Vol. 7. Nr. 3/1980. S. 359-395.

### 3. Finanzmarktliberalisierung und endogene Wachstumstheorie

Die neueren Modelle finanzieller Entwicklung, die auf der Grundlage der endogenen Wachstumstheorie formuliert wurden,<sup>115</sup> betonen noch stärker als der Ansatz von Shaw den Zusammenhang zwischen der Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Anders als in den Modellen von McKinnon und Shaw werden in diesen Ansätzen stabilisierungspolitische Probleme sowie die Bestimmungsgründe der Geldnachfrage weitgehend ausgeblendet; erstere spiegeln sich nur indirekt in der Betrachtung des Realzinses wider.<sup>116</sup> In diesen Modellen wird in der Leistungsfähigkeit des Finanzsektors eine Erscheinungsform des technischen Fortschritts gesehen. Zur Bedeutung des Finanzsektors in der endogenen Wachstumstheorie heißt es bei Pagano:

„The recent revival of interest in the link between financial development and growth stems mainly from the insights and techniques of endogenous growth models, which have shown that there can be self-sustaining growth without exogenous technical progress and that the growth rate can be related to preferences, technology, income distribution and institutional arrangements.“<sup>117</sup>

Diese Ansätze differenzieren nicht länger zwischen Volkswirtschaften, die mit dem Problem der nachholenden Entwicklung konfrontiert sind und den entwickelten Industrieökonomien, sondern stellen einen allgemeinen Zusammenhang zwischen der Leistungsfähigkeit des Finanzsektors und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung her.<sup>118</sup>

#### a) Aufgaben der Finanzintermediäre

Den Funktionsbedingungen des Finanzmarktes und den institutionellen Rahmenbedingungen und Funktionen der professionellen Finanzintermediäre kommt in den neueren Modellen finanzieller Entwicklung eine exponierte Bedeutung zu. Dabei wird zunächst betont, dass der Finanzmarkt sich von anderen Märkten vor allem durch die Intertemporalität der Transaktionen unterscheidet, die von den Akteuren durchgeführt werden. Aufgrund der in

<sup>115</sup> „The phrase 'endogenous growth' embraces a diverse body of theoretical and empirical works, that emerged in the 1980s. This work distinguishes itself from neoclassical growth by emphasizing that economic growth is an endogenous outcome of the economic system, not the result of forces that impinge from outside.“ Vgl. Romer, P. M.: The Origins of Endogenous Growth. In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 8. Nr. 1/1994. S. 3-22. Hier S. 4.

<sup>116</sup> Auch wird in diesen Modellen bestenfalls indirekt ein Zusammenhang zwischen der Währungspolitik, den Aktivitäten auf dem heimischen Finanzmarkt und dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum hergestellt; in der Regel werden diese Zusammenhänge vernachlässigt. Damit unterscheiden sich diese Ansätze in jeder Hinsicht von den Modellen finanzieller Entwicklung, die im Zuge der Auseinandersetzung mit den Arbeiten von McKinnon und Shaw entstanden sind, die die von der Liberalisierung zu erwartenden Wachstumsimpulse immer wieder in den Zusammenhang mit der Stabilisierungspolitik stellen.

<sup>117</sup> Pagano, M.: Financial Markets and Growth. In: European Economic Review. Vol. 37. Nr. 4/1993. S. 613-622. Hier S. 613. Pagano selbst integriert die Finanzintermediation in ein einfaches endogenes Wachstumsmodell vom AK-Typ und kommt zu dem Ergebnis, dass eine verbesserte Finanzintermediation zu einem höheren Wirtschaftswachstum führt.

<sup>118</sup> Einen Überblicksartikel liefert Levine. Vgl. Levine, R.: Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda. In: Journal of Economic Literature. Vol. 35. Nr. 2/1997. S. 688-726.

der Realität nicht vorhandenen vollständigen Voraussicht über die zukünftige Entwicklung operieren die Akteure gerade nicht unter Bedingungen, die eine neoklassische Modellökonomie vorsieht.<sup>119</sup> Vielmehr wird es als eine originäre Aufgabe des Finanzmarktes begriffen, die aus der Intertemporalität der Transaktionen sowie der unvollständigen und asymmetrischen Information der Marktteilnehmer resultierenden Risiken zu transformieren und zu diversifizieren.

Dabei wird angenommen, dass die Existenz professioneller Finanzintermediäre ein pragmatischer Ausdruck dafür ist, finanzmarktypische Erscheinungsformen des Marktversagens zu operationalisieren:<sup>120</sup> Aus der Sicht der *Sparer* eröffnet die Existenz von professionellen Finanzintermediären die Möglichkeit, eine feste Verzinsung der Einlagen zu erwirtschaften, das eingelegte Geld in der Regel kurzfristig in Bargeld zu wandeln<sup>121</sup> und zugleich das mit dem Kreditgeschäft verbundene Risiko weitgehend auf den Finanzintermediär überzuwälzen.<sup>122</sup> Aus der Sicht der *potentiellen Kreditnehmer und Investoren* er-

---

<sup>119</sup> Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht argumentierend schlagen Arrow und Debreu eine Versicherung gegen diese Zukunftsrisiken vor. Dann könnte auf den Finanzmärkten der Gleichgewichtszins die effiziente Allokation der Ressourcen bestimmen. Vgl. Arrow, K. J.: The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing. In: Reviews of Economic Studies. Vol. 31. Nr. 2/1964. S. 91-96; Debreu, G.: Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium. New York 1959. In der realen Welt ist eine Absicherung gegen die Gesamtheit der Zukunftsrisiken nicht möglich. Folglich operiert der Gläubiger unter einem erheblichen Risiko, das durch die asymmetrische Informationsverteilung zwischen potentiellem Schuldner und Gläubiger verschärft wird.

<sup>120</sup> Diamond nennt in seinem Modell als Voraussetzungen für Effizienzgewinne, die auf die Existenz von Geschäftsbanken zurückgehen, dass die Einleger die vertraglich vereinbarten Zinszahlungen gegenüber dem Finanzintermediär einklagen, im äußersten Fall den Konkurs gegen den Finanzintermediär einleiten können und der Intermediär zugleich durch die Diversifikation seines Kreditportfolios die eigene Konkursgefahr gering hält. „Diversification within the financial intermediary is the key to understanding why there is a benefit from delegating monitoring (...).“ Vgl. Diamond, D.: Financial Intermediation ... a.a.O. Hier S. 409. Nach Diamond sind die Geschäftsbanken aufgrund der Diversifikation ihres eigenen Kreditportfolios in der Lage, den Kapitalanlegern eine feste Verzinsung zu garantieren. Geht die Zahl der stochastisch unabhängigen Kredite gegen unendlich und haben die Verzinsungen (Renditen) aller Investitionsprojekte den gleichen Erwartungswert, so konvergiert die Verzinsung mit der wachsenden Zahl der Kredite gegen den Erwartungswert. Die von Diamond gemachte Annahme der stochastischen Unabhängigkeit von Krediten hat allerdings nur einen geringen Realitätsbezug. In der Regel stehen die Finanzintermediäre mit den Kreditnehmern über einen längeren Zeitraum in Geschäftskontakt, so dass ein Kredit oft einen anderen ablöst. Die stochastische Unabhängigkeit der Kreditvergabe ist damit nicht mehr gegeben. Daher ist eine Regulierung der Bankentätigkeit, die auch auf eine Risikodiversifizierung zielt, in der Praxis unumgänglich.

<sup>121</sup> „Banks have issued demand deposits throughout their history, and economists have long had the intuition that demand deposits are vehicles through which banks fulfill their role of turning illiquid assets into liquid assets. In this role, banks can be viewed as providing insurance that allows agents to consume when they need it most.“ Vgl. Diamond, D. W.; Dybvig, P. H.: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. In: Journal of Political Economy. Vol. 91. Nr. 3/1983. S. 401-419. Hier S. 405.

<sup>122</sup> Diamond geht in seinem Modell von einer *Ex-post-Asymmetrie* in der Informationsverteilung zwischen dem Kapitalgeber und dem Kreditnehmer aus. Jedoch lässt sich dieses Modell auch dann anwenden, wenn von einer *Ex-ante-Asymmetrie* ausgegangen wird. In diesem Fall tritt zu dem Kontrollproblem (Monitoring) das Problem der adversen Selektion, das auf die informationsbedingte Überschätzung der tatsächlichen Bonität der Kreditnehmer zurückgeht. Vgl. Diamond, D.: Financial

möglichen die Finanzintermediäre die Verwirklichung von Investitionsprojekten auch dann, wenn dazu ein hoher Kapitalaufwand notwendig ist. Zu diesem Zweck evaluieren die Finanzintermediäre das Investitionsvorhaben. Über die Finanzierungskonditionen haben die Finanzintermediäre daher entscheidenden Anteil an der Auswahl von Investitionsprojekten und Investoren.<sup>123</sup> Schon Schumpeter hatte diese Evaluierungs- und Selektionsfunktion der Finanzintermediäre betont und herausgehoben, dass die Finanzintermediäre durch diese Funktionen in entscheidender Weise „das Unternehmertum“ einer Volkswirtschaft<sup>124</sup> prägen.

Nach Diamond übernimmt der Finanzintermediär nicht nur diese Selektionsfunktion im Vorfeld der Kreditvergabe, sondern darüber hinaus - nach der Kreditvergabe - das Monitoring über die Unternehmensaktivitäten und ist damit maßgeblich an der Unternehmenskontrolle beteiligt.<sup>125</sup> Dennoch bleibt aus der Sicht der professionellen Finanzintermediäre ein erhebliches Informationsdefizit gegenüber dem Kreditnehmer bestehen.<sup>126</sup> Diese *asymmetrische Informationsverteilung* geht mit einer *asymmetrischen Risikoverteilung* einher.<sup>127</sup> Der Finanzintermediär wird daher im Vorfeld der Kreditvergabe nicht nur die mit dem potentiellen Kreditnehmer vertraglich vereinbarte Zinshöhe, sondern vor allem den erwarteten risiko- und kostenbereinigten Ertrag berücksichtigen, in dessen Berechnung auch das Aus-

---

Intermediation and Delegated Monitoring. In: *Review of Economic Studies*. Vol. 51. Nr. 3 /1984. S. 393-414.

<sup>123</sup> Im weitesten Sinne übernehmen die Finanzintermediäre durch die Evaluierung und Selektion von Investitionsprojekten eine Versicherungsfunktion.

<sup>124</sup> Schumpeter ging davon aus, dass die professionellen Finanzintermediäre durch die Bündelung der Informationen und ihre Erfahrungen im Geschäft mit den potentiellen Kreditnehmern in der Lage sind, eine positive Auswahl von Investitionsprojekten und Unternehmerpersönlichkeiten zu treffen. Vgl. Schumpeter, J.: *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig 1912. S. 70.

<sup>125</sup> In dem Modell von Diamond unterstehen die Finanzintermediäre ihrerseits wieder der Aufsicht der Einleger. Diamond untersucht in seinem Modell die Effizienzgewinne, die aus der Existenz von Geschäftsbanken entstehen können. Weitere Ansätze zur Untersuchung von Effizienzgewinnen durch die Existenz von anderen Finanzintermediären, die auf Transaktionen von Eigentumsrechten spezialisiert sind, finden sich bei Greenwood und Smith. Während Diamond in seinem Modell die Effizienzgewinne durch die Schaffung von Banken thematisiert, weisen Greenwood und Smith darauf hin, dass die Existenz von Börsen in einer Volkswirtschaft zu Effizienzgewinnen führen kann. An den Börsen werden im Gegensatz zum Kreditgeschäft der Banken Eigentumsrechte gehandelt. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte der Informationsbeschaffung und Bündelung durch professionelle Finanzintermediäre wird auch von Greenwood und Jovanovic betont; sie zeigen, dass die Existenz von professionellen Finanzintermediären über eine verbesserte Allokation zu höheren Wachstumsraten führt. Vgl. Greenwood, J.; Smith, B. D.: *Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets*. Rochester 1993. Sowie Greenwood, J.; Jovanovic, B.: *Financial Development, Growth and Distribution of Income*. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 98. Nr. 5/1990. S. 1076-1107.

<sup>126</sup> Zu den verschiedenen Informationsasymmetrien, die auf dem Finanzmarkt auftreten, vgl. Baums, T.: *Banks and Corporate Control*. University of Berkeley. Working Paper. Nr. 1/91. Hier S. 5 f. Aufgrund des unterschiedlichen Informationsstandes kommt es zudem zu unterschiedlichen Erwartungen bei den Akteuren, daher beeinflusst die Informationsverteilung in entscheidender Weise die Transaktionen auf den Märkten. Vgl. Stiglitz, J. E.: *Information and Economic Analysis: A Perspective*. In: *Economic Journal. Conference Papers* Nr. 95/1984. S. 21-42.

<sup>127</sup> Ohne eine Versicherung gegen das Ausfallrisiko liegt dieses Risiko allein beim Gläubiger.

fallrisiko eingeht. In das Gewinnmaximierungskalkül des Finanzintermediärs auf der Grundlage des erwarteten risiko- und kostenbereinigten Ertrages geht daher die Zinshöhe nur als ein Faktor unter anderen ein. Stiglitz und Weiss haben gezeigt, dass mit der Verzinsung, die ein Kreditnehmer zu zahlen bereit ist, das Problem der adversen Selektion und damit das Ausfallrisiko steigt; der erwartete risikobereinigte Ertrag aus dem Kreditgeschäft sinkt also. Für den Finanzintermediär kann es daher sinnvoll sein, ein Kreditgeschäft, das eine hohe Zinszahlung vorsieht, auszuschlagen. Diese eingeschränkte Orientierung des Finanzintermediärs an dem Marktpreis „Zins“ kann gegenüber den potentiellen Kreditnehmern wie eine Kreditrationierung wirken.<sup>128</sup>

Professionelle Finanzintermediäre versuchen das mit dem Kreditgeschäft verbundene Risiko auch durch die Ausübung der Unternehmenskontrolle (*Monitoring*) zu begrenzen.<sup>129</sup> Insbesondere Geschäftsbanken, die als *Universalbanken* operieren und damit mit einem Unternehmen sowohl als Anteilseigner als auch als Fremdkapitalgeber verbunden sein können,<sup>130</sup> in dieser doppelten Funktion weitreichende Kontrollfunktionen ausüben:<sup>131</sup> Theoretisch ist dabei davon auszugehen, dass es für den Fremdkapitalgeber rational ist, bis zum Überschreiten der Gewinnschwelle durch den Kreditnehmer eine möglichst starke Unternehmenskontrolle auszuüben, da von einem eventuellen Zahlungsausfall die eigene Ertrags situation negativ berührt wird (vgl. Abbildung 4a). Nach dem Überschreiten der Gewinnschwelle durch das Unternehmen kann sich der Fremdkapitalgeber aus der Unternehmenskontrolle zurückziehen; jedes weitere Engagement wäre mit zusätzlichen Kosten verbunden, denen keine Erträge gegenüberstehen. Für den Anteilseigner ist es dagegen rational, den Gewinn und damit die Rendite aus dem Investitionsprojekt zu maximieren und deshalb seine Möglichkeiten zur Unternehmenskontrolle insbesondere nach dem Überschreiten der Gewinnschwelle zu nutzen (vgl. Abbildung 4b).

Indem Universalbanken als Fremdkapitalgeber und Anteilseigner operieren, können sie beide Strategien verbinden, die Effizienz im Unternehmenssektor erhöhen und sich zudem Synergieeffekte zu Nutzen machen, die die Informations- und Transaktionskosten bei der Finanzierung sinken lassen.<sup>132</sup> Bei der Gewinnmaximierung des Finanzintermediärs ist indes zu beachten, dass das Monitoring für den Finanzintermediär auch Kosten verursacht.

<sup>128</sup> Vgl. Stiglitz, J. E.; Weiss, A.: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: American Economic Review. Vol. 73. Nr. 3/1981. S. 393-410. Hier S. 394 ff.

<sup>129</sup> Geschäftsbanken sichern sich oftmals ein Mitspracherecht bezüglich der tatsächlichen Kreditverwendung und die Möglichkeit einer Aufsicht über das Geschäftsverhalten des Kreditnehmers (Monitoring).

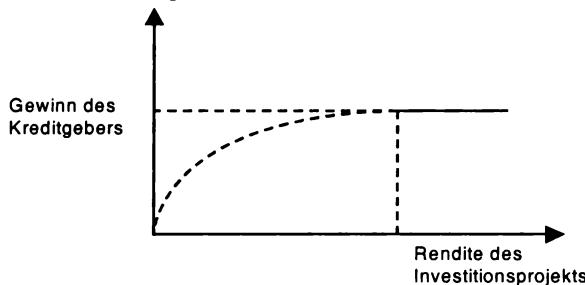
<sup>130</sup> Universalbanken betreiben alle Zweige des Bankgeschäfts.

<sup>131</sup> Der Zusammenhang zwischen dem eigenen Ertrag und der Wahrnehmung der Unternehmenskontrolle durch den Fremdkapitalgeber wird von der neo-institutionellen Finanzierungstheorie betont, die herausgearbeitet hat, dass jede Finanzierungsform eine spezifische Kombination der Handlungsrechte der Kapitalgeber impliziert. Allerdings hat das Mitspracherecht und die Möglichkeit der Einflussnahme auf das Unternehmensverhalten durch die Kreditgeber Grenzen, die durch die Vertragskonditionen, die unterschiedlichen Interessen von Anteilseignern und Fremdkapitalgebern und durch die ungleiche Verteilung der Informationen zwischen Kreditgebern und -nehmern geprägt sind.

<sup>132</sup> „Die Tatsache, dass Information etwas kostet, ist der entscheidende Aspekt der Transaktionskosten ...“ Vgl. North, D. C.: Institutionen, institutioneller Wandel ... a.a.O. S. 32.

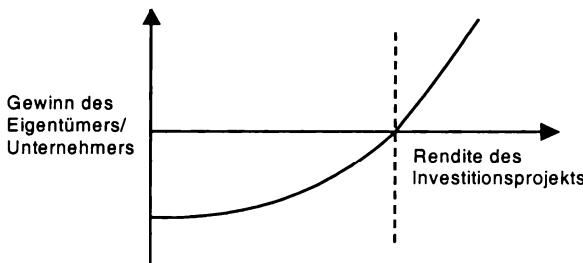
**Abbildung 4**  
**Zusammenhang zwischen Eigentum, Finanzierung und Ertrag**

**Abbildung 4a**



So lange die Gewinnschwelle des Unternehmens nicht erreicht ist, ist unklar, ob der Kreditnehmer aufgrund seiner Ertrags situation die vereinbarten Zinszahlungen ganz oder nur teilweise leisten kann. Bleibt das Unternehmen unterhalb der Gewinnschwelle, so sind Abschläge bei der vereinbarten Zinszahlung für den Fremdkapitalgeber wahrscheinlich. Erst mit dem Erreichen der Gewinnschwelle durch das Unternehmen kann die vereinbarte Zinszahlung von dem Unternehmen auch geleistet werden. Nach Überschreiten der Gewinnschwelle durch das Unternehmen wird die Finanzsituation des Fremdkapitalgebers unabhängig von der unternehmerischen Ertrags situation; die Ertragskurve des Fremdkapitalgebers verläuft daher nach dem Erreichen der Gewinnzone durch das Unternehmen flach.

**Abbildung 4b**



Für den Anteilseigner steigt nach Überschreiten der Gewinnschwelle durch das Unternehmen der Ertrag grundsätzlich.

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Stiglitz/Weiss.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass die im Rahmen der endogenen Wachstumsmodelle berücksichtigten Funktionen professioneller Finanzintermediäre im Wesentlichen in der Mobilisierung und Bündelung der Ersparnisbildung, in der Risikotransformation, der Fristen- und Losgrößentransformation, in der Erleichterung des Zustandekommens von Verträgen, in der Selektion potentieller Unternehmer, der Kreditvergabe nach risikobereinigten Effizienzkriterien und in der Unternehmenskontrolle gesehen werden. Folglich ist von der Existenz professioneller Finanzintermediäre eine Verbesserung des Risikomanagements zu erwarten, zugleich sinken durch die Bündelung der Erfahrungen im Kreditschäft die Informations- und Monitoringkosten. Damit steigt c.p. das Transaktionsvolumen, während die *Transaktionskosten* sinken.

### b) Pagano: Leistungsfähigkeit des Finanzmarktes und gesamtwirtschaftliches Wachstum

Pagano hat die Funktionszusammenhänge zwischen dem Finanzsektor und den realwirtschaftlichen Prozessen für den Fall einer geschlossenen Volkswirtschaft in einem einfachen Modell zusammengefasst.<sup>133</sup> Dabei legt er eine aggregierte Produktionsfunktion vom Typ AK zugrunde, so dass die gesamtwirtschaftliche Produktion ( $Y$ ) von dem eingesetzten Kapital ( $K$ ) und einem Koeffizienten  $A$  abhängt, der den Stand Technologie widerspiegelt.<sup>134</sup> Das Kapital wird in diesem Modell weit gefasst und umfasst Sach- und Humankapital;  $A$  bestimmt die Produktivität des Kapitals. Das strikt positive Grenzprodukt des Kapitals ist in diesem einfachen Modell konstant. Zum Zeitpunkt  $t$  wird der gesamtwirtschaftliche Output ( $Y_t$ ) durch

$$(1) \quad Y_t = A_t K_t$$

bestimmt. Angenommen wird ferner, dass ein einziges Gut produziert wird, das sich sowohl zum Konsum als auch zur Investition eignet.<sup>135</sup>  $A$  ist in der kurzen Frist konstant. Aus (1) wird die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate ( $\gamma_Y$ ) bezogen auf den Zeitpunkt  $t+1$  hergeleitet

$$(2) \quad \gamma_{Y_{t+1}} = \left( Y_{t+1} / Y_t \right) - 1 = \left( K_{t+1} / K_t \right) - 1 .$$

Der vorhandene Kapitalstock wird pro Periode mit der Rate ( $\phi$ ) abgeschrieben, so dass für die Bruttoinvestition ( $I_t$ ) gilt

---

<sup>133</sup> Vgl. Pagano, M.: Financial Markets and Growth. a.a.O. S. 613-622.

<sup>134</sup> Pagano weist darauf hin, dass diese einfache Funktion sowohl die Gedanken Romers, bei dem der gesamtwirtschaftliche Output durch die Anzahl der Produzenten und das Pro-Kopf-Einkommen bestimmt wird, als auch den Ansatz von Lucas, bei dem  $K$  sich aus dem Humankapital und dem eingesetzten Sachkapital zusammensetzt, berücksichtigt. Vgl. Romer, P.: Capital Accumulation and the Theory of Long-Run Growth. In: Barro, R. (Ed.) Modern Business Cycle Theory. Cambridge. 1989. Lucas, R.: On the Mechanics of Economic Development. In: Journal of Monetary Economics. Nr. 1/1988. S. 3-42. Pagano, M.: Financial Markets and Growth. a.a.O. Hier S. 614.

<sup>135</sup> Die Bevölkerungsentwicklung wird in diesem einfachen Modell als stationär angesehen.

$$(3) \quad I_t = K_{t+1} - [(1 - \phi) K_t] .$$

Pagano geht davon aus, dass in der hier angenommenen geschlossenen Volkswirtschaft nicht die gesamten Ersparnisse ( $S$ ) für die Investitionstätigkeit verwandt werden können, da die Finanzintermediation Kosten verursacht. Dabei wird vorausgesetzt, dass die mit der Finanzintermediation verbundenen Transaktionskosten sich proportional zur Ersparnisbildung verhalten, so dass die Ökonomie mit einem Transaktionskostensatz ( $\tau$ ) konfrontiert ist. Dieser Transaktionskostensatz reflektiert alle im Zusammenhang mit den Finanztransaktionen entstehenden Kosten, auch die beispielsweise, die aus staatlicher Regulierung sowie aus der finanziellen Repression resultieren. Unter Berücksichtigung dieser Intermediationskosten ergibt sich für das Finanzmarktgleichgewicht bei Vernachlässigung der Zeitindizes

$$(4) \quad I = (1 - \tau) * S .$$

Da nicht die gesamte Ersparnisbildung investiven Zwecken zur Verfügung steht, bleibt die Bruttoinvestition hinter der Ersparnisbildung zurück. Unter Berücksichtigung von (3) und (4) ergibt sich als gleichgewichtete gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate

$$(5) \quad r_Y = A \frac{I}{Y} - \phi = A(1 - \tau)s - \phi \quad \text{mit } s = S/Y .$$

In allen Fällen, in denen  $A(1 - \tau)s > \phi$  gilt, ist die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate  $r_Y > 0$ . In dem AK-Modell kann Wachstum auch bei konstanter Technologie generiert werden. Bei konstanter Technologie wird das gesamtwirtschaftliche Wachstum durch den Transaktionskostensatz auf dem Finanzmarkt, die Sparquote und die Abschreibungsrate bestimmt. Aus Gleichung (5) lassen sich unterschiedliche Zusammenhänge zwischen der Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre und der gleichgewichteten gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate herstellen:

- Es wird davon ausgegangen, dass die Aufgabe des Finanzsektors nicht nur in der Mobilisierung der Ersparnisse und der Allokation der Kredite besteht, sondern auch und vor allem in der Selektion potentieller Unternehmer.<sup>136</sup> Zugleich ermöglichen die Finanzintermediäre die Risikodiversifikation und erleichtern das Zustandekommen von Verträgen in einer Volkswirtschaft.<sup>137</sup> Zudem nehmen die Finanzintermediäre Kontrollfunktionen bezüglich des Unternehmensverhaltens wahr. Durch die Kreditvergabe (Allokation) kann der Koeffizient  $A$  und damit die Produktivität des eingesetzten Kapitals beeinflusst werden. Durch eine effizientere Allokation der Kredite steigt die Kapitalproduktivität und damit das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

---

<sup>136</sup> Die Idee, die „schöpferische Zerstörung“ des Schumpeterschen Unternehmers in ein allgemeines Gleichgewichtsmodell einzubauen, geht im Wesentlichen auf Shleifer zurück. Vgl. Shleifer, A.: Implementation Cycles. In: Journal of Political Economy. Nr. 4/1986.

<sup>137</sup> Vgl. z.B. Greenwood, J.; Jovanovic, B.: Financial Development, Growth and Distribution of Income. a.a.O. S. 1076-1107. Bencivenga und Smith haben das Modell von Diamond/Dybvig, die aus der Existenz professioneller Finanzintermediäre erhebliche Allokationsverbesserungen ableiten, in ein endogenes Wachstumsmodell integriert. Vgl. Bencivenga, V. R.; Smith, B. D.: Financial Intermediation and Endogenous Growth. In: Review of Economic Studies. Vol. 44. Nr. 2/1995. S. 195-209.

- Durch den Transaktionskostensatz ( $\tau$ ) wird der Anteil der Ersparnisse bestimmt, der investiven Zwecken zur Verfügung steht.<sup>138</sup> Dabei wird angenommen: Je geringer der Transaktionskostensatz, desto effizienter und damit leistungsfähiger der Finanzsektor. Der Transaktionskostensatz wird durch die interne Effizienz der Finanzintermediäre und durch die jeweiligen Rahmenbedingungen der Intermediation bestimmt. Unter diesen Umständen kann der Transaktionskostensatz als Spiegel der Leistungsfähigkeit des heimischen Finanzmarktes begriffen werden.
- Zudem kann der Finanzsektor die gesamtwirtschaftliche Sparquote ( $s$ ) durch die von ihm gebotenen Anlagentmöglichkeiten beeinflussen. Nach Pagano ist das Vorzeichen einer durch eine verbesserte Finanzintermediation erreichten Veränderung der Sparquote jedoch nicht vorhersagbar. Wird die Sparquote als eine positive Funktion des Realzinses gesehen, so kann eine verbesserte Finanzintermediation zu einer höheren Zinszahlung an die Sparer führen und folglich die Sparquote steigern. Zugleich kann aber eine bessere Absicherung gegen Zukunftsrisiken auch die Präferenz für den Gegenwartskonsum erhöhen; die verbesserte Risikodiversifikation durch die Finanzintermediäre kann damit zu einem Sinken der Sparquote führen: C.p. sinkt dann auch die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate.

Finanzielle Repression, so wird von Pagano argumentiert, lässt grundsätzlich die Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt steigen und wirkt folglich wachstumshemmend. Dazu kommt, dass finanzielle Repression in Form von Zinsobergrenzen für Depositen bei einer zinsabhängigen Sparfunktion die Basis für Finanztransaktionen reduziert. Allerdings ist dem Modell von Pagano aufgrund der fehlenden Verhaltensgleichungen nicht zu entnehmen, inwieweit die Spartätigkeit hier als zinsreagibel gesehen wird. Pagano erklärt: „If the saving rate rises with the rate of interest, then capital market imperfections lower growth by depressing saving.“<sup>139</sup> Explizit weist Pagano darauf hin, dass die Leistungsfähigkeit des Finanzsektors und sein Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum nicht nur von den internen Funktionsbedingungen, sondern auch maßgeblich von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen abhängen.<sup>140</sup>

### c) King und Levine: Finanzmarktliberalisierung und Wachstum

Im Mittelpunkt des Modells von King und Levine stehen die Zusammenhänge zwischen der Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre, der unternehmerischen Innovationstätigkeit und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Betrachtet wird eine geschlossene Volkswirtschaft, in der der Staat für die Rahmenbedingungen des wirtschaftlichen Handelns verantwortlich ist.<sup>141</sup> Die staatlichen Aktivitäten sind auf den Schutz der Property-Rights und auf die Regulierung der Finanztransaktionen begrenzt.

<sup>138</sup> Sinkt ( $\tau$ ), so steigt c.p. I. Steigt I, so wächst auch  $\gamma$ , die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate.

<sup>139</sup> Vgl. Pagano, M.: Financial Markets and Growth. a.a.O. S. 618.

<sup>140</sup> Vgl. Pagano, M.: Financial Markets and Growth. a.a.O. S. 619.

<sup>141</sup> Vgl. King, R., Levine, R.: Finance, Entrepreneurship, and Growth. a.a.O. S. 513-542.

Dem Ansatz von King und Levine liegt das endogene Wachstumsmodell von Grossman/Helpman zugrunde. Hierbei wird - in Analogie zu Schumpeter - der eigentliche Wachstumsmotor einer Volkswirtschaft in der Produktinnovation gesehen („Quality-Ladder-Modell“). Hergestellt wird ein einziges Konsumgut durch den Einsatz von Zwischenprodukten. Den Anreiz zur Innovation geben die erwarteten Innovationsrenditen. In diesem Modell finden Innovationen allein in den Zwischengüterbranchen statt. Mit jeder erfolgreichen Innovation steigt die Qualität des Zwischenproduktes und die Produktivität in der betreffenden Branche. Die Innovation ermöglicht auf der Seite des entsprechenden Unternehmers das Abschöpfen von Monopolistenrenten; der Marktwert dieses Unternehmens steigt. Zugleich kommt es durch die Innovation zu einer Entwertung des Kapitals des bisherigen Branchenführers; dies ist letztendlich auch ein Teil der „schöpferischen Zerstörung“. Beide Prozesse spiegeln sich in den Aktienkursen für die entsprechenden Unternehmen wider. In dem Modell wird unter vollständiger Konkurrenz ein Konsumgut hergestellt. Die

Produktionsfunktion  $C = \exp\left(\int_0^1 \log(z(\omega)) d\omega\right)$ , weist konstante Skalenerträge auf;  $z(\omega)$

entspricht dem mengenmäßigen Input des Zwischenprodukts ( $\omega$ ). Das Konsumgut wird als Numeraire betrachtet; die Preise der Zwischenprodukte  $p_t(\omega)$  lassen sich in Einheiten des Konsumgutes darstellen. Bei einem gegebenen Preis gilt:

$$z_t(\omega) = C_t / p_t(\omega) \Leftrightarrow p_t(\omega) = C_t / z_t(\omega).$$

Zur Herstellung einer Einheit eines Zwischengutes unabhängig von seiner Qualitätsstufe wird eine Einheit Arbeit  $n$  benötigt.

Ausgehend von diesen Überlegungen definieren King und Levine eine „vereinfachte“ zeitpunktbezogene Produktionsfunktion für das Konsumgut mit einem Primärinput, Arbeit

$$(1) \quad Y_t = C_t = A_t n_t .$$

Die gesamtwirtschaftliche Produktivität  $A_t$  wird von der Produktivität in den einzelnen Zwischenproduktbranchen ( $\omega$ ) bestimmt. Die Grenzproduktivität ist konstant. Zum Zeitpunkt  $t$  lautet die Produktionsfunktion des „führenden“ Unternehmens in einer Branche:

$$(2) \quad y_t(\omega) = A_t(\omega) n_t(\omega) = A^j n_t(\omega) .$$

Dabei symbolisieren  $y_t(\omega)$  den Output des Unternehmens,  $A_t(\omega)$  die Produktivität der Branche,  $A^j$  die erreichte Qualitätsstufe des Zwischenproduktes und  $n_t(\omega)$  den Arbeitsinput.<sup>142</sup> Unter Berücksichtigung der branchenspezifischen Produktionsfunktion lassen sich bei einem gegebenen Lohn  $w$ , die Lohnstückkosten berechnen:

$$(3) \quad \frac{w_t n_t(\omega)}{y_t(\omega)} = \frac{w_t}{A_t(\omega)} = \frac{w_t}{A^j} .$$

<sup>142</sup> Unterstellt wird, dass das Ausmaß der Qualitätssprünge in allen Branchen gleich ist.

Durch eine Innovation steigt bei gegebenem Lohn die Produktivität; zugleich sinken die Lohnstückkosten.

Der Produktpreis ergibt sich aus dem Preisaufschlag auf die Stückkosten  $p_t = \Lambda w_t / A_t(\omega)$ ,<sup>143</sup> wobei  $\Lambda$  hier den Koeffizienten für den Preisaufschlag darstellt.<sup>144</sup> Dies gilt für jede Branche. Da die Produktivität des Branchenführers über der seiner Konkurrenten liegt, kann er einen Preisgestaltungsspielraum beim „Mark-up-pricing“ dazu nutzen, den Marktzutritt zu kontrollieren und als Monopolist zu fungieren.<sup>145</sup> Die von dem Branchenführer zu verwirklichende Dividende ( $\delta_t$ ),  $\delta_t(\omega) = mw_t n_t(\omega)$  mit  $m = (\Lambda - 1)$ , stellt einen wesentlichen Anreiz zur Innovation dar.<sup>146</sup> Die Dividende der Branchenführer ist annahmegemäß in allen Branchen gleich, es gilt:  $\delta_t = mw_t n_t$ .

Die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität hängt von der Innovationstätigkeit ab. Die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Innovationssprunges wird nach Grossman/Helpman von der Anzahl der an der Produktinnovation arbeitenden Unternehmer ( $e$ ) mitbestimmt. In der kurzen Frist gilt:  $dA_t / dt = A_t \Pi \lambda$  mit  $\lambda = \log(\Lambda)$ . Dabei weist  $\lambda$  auf die durch die Qualitätsverbesserung hervorgerufene Produktivitätsveränderung hin, die sich mit der Wahrscheinlichkeit  $\Pi = \pi^* e$  realisieren lässt; wobei  $\pi$  die Erfolgswahrscheinlichkeit der einzelnen Innovationstätigkeit symbolisiert. Anders ausgedrückt, die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate ( $\gamma$ ) wird von den Innovationen und Innovationssprüngen abhängig gemacht:  $\gamma = \Pi \lambda$ .

Innovationen sind mit Kosten für Forschung und Entwicklung verbunden, die bereits im Vorfeld der eigentlichen Produktion entstehen. Diese Kosten fallen unabhängig vom Erfolg der Innovation an; der Ertrag einer Innovationstätigkeit dagegen ist unsicher. Unternehmer, die eine innovative Idee entwickelt haben, können oftmals die Realisierungschancen nicht ausreichend beurteilen. King und Levine weisen in ihrem Modell den Finanzintermediären

<sup>143</sup> Der aktuelle Branchenführer ist entsprechend dem Modell von Grossman/Helpman an einer weiteren Verbesserung seines Produktes nicht interessiert. Vgl. Grossman, G.; Helpman, E: Quality Ladders in the Theory of Economic Growth. a.a.O. S. 47.

<sup>144</sup> Grossman/Helpman gehen davon aus, dass der Branchenführer bei seiner Preisgestaltung die Stückkosten des entsprechend der Qualitätsstufe nach „nächstslechteren“ Konkurrenten berücksichtigt.

<sup>145</sup> Die Dividende ( $\delta_t(\omega)$ ) eines beliebigen Branchenführers ergibt sich aus der Differenz zwischen den Umsatzerlösen für das Produkt ( $p_t(\omega)y_t(\omega)$ ) und den Lohnkosten ( $w_t n_t(\omega)$ ); d.h.  $\delta_t(\omega) = p_t(\omega)y_t(\omega) - w_t n_t(\omega)$ . In die weitere Umformung geht ein  $p_t = \Lambda w_t / A_t(\omega)$  und  $y_t(\omega) = A_t(\omega)n_t(\omega)$ .

<sup>146</sup> Da der Branchenführer über seine Preissetzungsmöglichkeiten in dem Modell den Marktzugang seiner Konkurrenten ausschließen kann, wird im Folgenden angenommen: „(...) one producer may enjoy a quality lead over its industrial rivals. Then the oligopoly equilibrium entails the leader charging a price that, adjusted for quality, falls epsilon below the unit costs of production of its nearest competitor, while that competitor sets a price just equal to its own marginal cost. At these prices the leader captures the entire industry market. (...) The rival, for its part, can only make losses by lowering its price below marginal cost, while higher prices are a matter of indifference when sales are zero.“ Vgl. Grossman, G.; Helpman, E: Quality Ladders in the Theory of Economic Growth. a.a.O. S. 46.

die Aufgabe zu, im Vorfeld ihrer Finanzierungstätigkeit - entsprechend der Schumpeter-schen Sichtweise<sup>147</sup> - eine Evaluierung und Selektion der Unternehmerpersönlichkeiten und Innovationsideen durchzuführen.<sup>148</sup> Unter der im Modell angenommenen vollständigen Konkurrenz auf dem Finanzmarkt werden diese umfassenden Finanzdienstleistungen in einem Umfang angeboten, bis der erwartete zusätzliche Ertrag aus der Innovation den mit zusätzlichen Finanzdienstleistungen verbundenen Kosten entspricht, die sich aus dem Produkt von Arbeitsinput ( $f$ ) und Lohn ( $w$ ) ergeben.<sup>149</sup> Zur Bestimmung des erwarteten Ertrages aus der Innovation beurteilt der Finanzintermediär zum einen die Wahrscheinlichkeit ( $\alpha$ ), dass der an ihn herangetretene Unternehmer das Innovationsvorhaben tatsächlich erfolgreich managen wird. Zum anderen wird der erwartete Marktwert ( $q$ ) der Innovation herangezogen.<sup>150</sup> Im Gleichgewicht gilt dann auf dem Finanzmarkt

$$(4) \quad \alpha q = fw$$

$$\text{mit } q = (1 - \tau) * \pi \rho v' - wx \text{ und } \tau < 1 .$$

Dabei wird der erwartete Marktwert der Innovation ( $q$ ) aus der Differenz zwischen dem abdiskontierten erwarteten Marktpreis der Aktien des Unternehmens ( $\pi \rho v'$ ) nach der Durchführung der Innovation und den Kosten kalkuliert, die mit der Fremdfinanzierung und der Durchführung der Innovation verbunden sind. Die Innovationskosten setzen sich aus der Sicht der Unternehmen aus Lohnkosten ( $wx$ ) und einem Transaktionskostensatz auf dem Finanzmarkt ( $\tau$ ) zusammen. Aus der Sicht des Unternehmers heißt dies: Je höher die Lohn- und die Transaktionskosten desto geringer ist c.p. seine Nettoinvestitionsrendite aus der Innovation. King und Levine gehen davon aus, dass sich diese Finanzierungskosten proportional zu den abdiskontierten, risikobereinigten erwarteten Erträgen verhalten. Der

---

<sup>147</sup> Vgl. Schumpeter, J. A.: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus. 6. Aufl. Berlin 1964. „Kreditschöpfung kann als das monetäre Ergänzungstück der Innovation betrachtet werden.“ Vgl. Schumpeter, J. A.: Konjunkturzyklen. Berlin 1961. Erster Band. S. 119.

<sup>148</sup> Die Existenz von Finanzintermediären erhöht daher die Sicherheit zukünftiger Transaktionen. Diamond und Dybvig sowie Levine haben herausgearbeitet, dass von diesen Funktionen der Finanzintermediäre positive Impulse auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum ausgehen. Vgl. Diamond, D. W.; Dybvig, P. H.: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. a.a.O. S. 401-419. Sowie Levine, R.: Stock Markets, Growth and Tax Policy. In: Journal of Finance. Vol. 46. Nr. 4/1991. S. 1445-1465. Während Diamond und Dybvig die Rolle der Geschäftsbanken bei der angemessenen Bereitstellung von Liquidität über die Zeit und damit für das Kontraktvolumen in einer Volkswirtschaft betonen, setzt sich Levine mit der Bedeutung der Aktienmärkte bezüglich der Finanzierung von Investitionsvorhaben und damit mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auseinander. Beide Ansätze weisen nachdrücklich darauf hin, dass mit der Existenz von Finanzintermediären spezifischen Formen des Marktversagens, nämlich der unvollständigen Information und Voraussicht, (nur) teilweise entgegengewirkt werden kann. „Financial intermediaries allow better contracts to be used and allow Pareto-superior allocation. This provides a positive role for financial intermediaries.“ Vgl. Diamond, D.: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. a.a.O. Hier S. 409.

<sup>149</sup> Es wird ein konstanter Arbeitsinput für die Finanzdienstleistung, Evaluierung und Selektion, angenommen.

<sup>150</sup> Gemeint sind hierbei die subjektiven Fähigkeiten des potentiellen Innovateurs zur unternehmerischen Umsetzung seiner Idee. Vgl. King, R.; Levine, R.: Finance, Entrepreneurship, and Growth. a.a.O. S. 518.

Transaktionskostensatz ( $\tau$ ) spiegelt nicht nur die interne Effizienz der Finanzintermediäre, sondern auch die Kosten wider, die durch die Rahmenbedingungen der Finanztransaktionen und damit insbesondere durch staatliche Eingriffe in den Finanzmarkt entstehen.<sup>151</sup> Bei der Bestimmung des abdiskontierten erwarteten Marktpreises der Aktien des Unternehmens ( $\pi\rho v$ ) wird nicht nur der erwartete zukünftige Kurswert der Aktien des betreffenden Unternehmens ( $v$ ), sondern auch die Erfolgswahrscheinlichkeit der Innovation ( $\pi$ ) und ein Diskontfaktor ( $\rho$ ) berücksichtigt. Die Funktion des Kapitalmarktes wird einerseits in einer möglichen Risikodiversifizierung gesehen, indem eine zur Kreditaufnahme alternative Finanzierungsform, die Aktienemission, angeboten wird. Andererseits dienen die Börsen dazu - wie oben dargestellt - , den Marktwert eines Unternehmens abzuschätzen; die Aktienkurse werden als ein Spiegel der Ertragserwartungen verstanden. Folglich liefert der Kapitalmarkt für die Finanzintermediäre wichtige Informationen bei der Beurteilung des Innovationsprojektes. Im Gleichgewicht gilt auf dem Finanzsektor:

$$(5) \quad \pi\rho v = a(\tau)w,$$

$$\text{mit } a(\tau) = \left( \frac{f}{\alpha} + x \right) / (1 - \tau) \text{ und } a(0) = \left( \frac{f}{\alpha} + x \right).$$

King und Levine nehmen grundsätzlich an, dass durch die unterschiedlichen Instrumente der finanziellen Repression die Intermediationskosten und damit die Transaktionskosten steigen. In diesem Modell wird durch finanzielle Repression der reale Nettoertrag aus der Innovationstätigkeit beschnitten; die finanzielle Repression wirkt in diesem Modell wie eine Besteuerung der Innovationstätigkeit.

Durch eine erfolgreiche Innovation steigt der Aktienkurs des neuen Branchenführers, zugleich tritt allerdings eine Entwertung der Aktien des bisherigen Branchenführers ein.<sup>152</sup> Diese Entwertung kann im Sinne der Schumpeterschen „schöpferischen Zerstörung“ verstanden werden. Der Aktienerwerb ist folglich mit einem Risiko behaftet. Demnach ist es solange sinnvoll Aktien nachzufragen, bis der abdiskontierte erwartete Aktienkurs  $(\rho_{t+\Delta t}, v_{t+\Delta t})$  minus dem erwarteten Kursverlust  $(\pi\rho_{t+\Delta t} v_{t+\Delta t})$  plus die Dividendenzahlung ( $\delta$ ) zum Zeitpunkt  $t$  dem Aktienkurs zu eben diesem Zeitpunkt entspricht. King und Levine nehmen grundsätzlich an, dass die Entwertungswahrscheinlichkeit ( $\Pi$ ) der Aktien des bisherigen Branchenführers der Erfolgswahrscheinlichkeit eines zukünftigen Branchenführers entspricht und damit maßgeblich von der Anzahl der innovativen Unternehmer

---

<sup>151</sup> Indem hier ein allgemeiner Zusammenhang zwischen der finanziellen Repression und den Transaktionskosten angenommen wird, unterscheidet sich der Ansatz von King und Levine von den Arbeiten McKinnons und Shaws, die vor allem den Zusammenhang zwischen staatlich verfügbten Zinsobergrenzen und dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum betonten. Vgl. Kapitel III. 2.

<sup>152</sup> In diesem Modell gilt: Die Qualitätsverbesserungen an den Zwischenprodukten werden im Forschungslabor entwickelt und durch Patente geschützt; der Patentschutz stellt eine Form der Eigentumssicherung mittels staatlich durchgesetzter Property-Rights dar. Dem Innovator entstehen für die staatliche Bereitstellung des Patentschutzes keine weiteren Kosten.

(e) abhängt.<sup>153</sup> Unter Berücksichtigung des Entwertungsrisikos im Zeitraum  $[t, t+1]$  ergibt sich dann folgende Gleichgewichtsbedingung auf dem Kapitalmarkt:<sup>154</sup>

$$(6) \quad (1 - \Pi) \rho_{t+\Delta t} v_{t+\Delta t} + \delta_t = v_t .$$

Auf dem Finanzmarkt gilt in der von King und Levine betrachteten kurzen Frist das Gleichgewicht als erreicht, wenn der Aktienkurs gleich den mit der Innovation verbundenen Kosten ist. Dabei wird aufgrund der kurzen Frist der Diskontfaktor vernachlässigt; damit gilt  $\pi v = a(t)w$ . Auch bei der Bestimmung der kurzfristigen Veränderungsrate des Vermögenswertes der Aktien wird der Diskontfaktor ausgeblendet; diese wird durch den erwarteten Kursverlust, die Dividende und den erwarteten Kursgewinn bestimmt, der dem realen Marktzins ( $r$ ) gleichgesetzt wird:

$$(7) \quad dv_t / dt = \Pi v_t - \delta_t + r_t v_t .$$

Im allgemeinen Gleichgewicht herrscht auf dem Arbeitsmarkt Vollbeschäftigung. Die vorhandenen Arbeitskräfte ( $N$ ) sind entweder mit der Produktion von Zwischengütern oder mit der Innovation und Finanzintermediation beschäftigt, d.h.  $N = n + a(0)e$ . Der Aktienkurs steigt mit der Dividende und damit proportional zum Produktivitätsfortschritt; es gilt  $dv_t / dt = \gamma_Y v_t$ . Damit ergibt sich aus Gleichung (7)

$$(8) \quad \begin{aligned} v &= \delta / (r - \gamma_Y + \Pi) \\ \Leftrightarrow \gamma_Y &= r - (\delta / v) + \Pi \end{aligned}$$

Die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate steigt demnach mit der Erfolgswahrscheinlichkeit der Innovation. Der Zusammenhang zwischen Wachstum, Erfolgswahrscheinlichkeit der Innovationstätigkeit und Realzins ist dagegen nicht eindeutig:

$$(9) \quad r = (\delta / v) + \gamma_Y - \Pi .$$

Denn mit der Erfolgswahrscheinlichkeit der Innovationstätigkeit steigt zwar die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate, allerdings verkürzt sich zugleich der zeitliche Horizont, in dem entsprechende Innovationsrenten abgeschöpft werden können; die Entwertungswahrscheinlichkeit für Aktien des bisherigen Branchenführers steigt. Bezogen auf die reale Verzinsung wirken beide Parameter in unterschiedliche Richtungen; folglich lässt sich hier kein eindeutiger Zusammenhang zwischen Realverzinsung und Wachstum herleiten.<sup>155</sup>

---

<sup>153</sup> An dieser Stelle wird ein wesentlicher Unterschied des Modells von King und Levine zum Modell von Grossman/Helpman deutlich; letztere argumentieren statt mit der Anzahl der innovativen Unternehmer mit der Forschungsintensität, mit der an einer Innovation gearbeitet wird.

<sup>154</sup> Wie sich im weiteren zeigen wird, gilt dies für alle Branchen gleichermaßen, so dass der Branchenindex vernachlässigt werden kann.

<sup>155</sup> Zur weiteren Formalisierung des Zusammenhangs zwischen der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate und dem Realzins führen King und Levine zunächst die maximale Wachstumsrate ( $\bar{\gamma}_Y$ ) ein, bei der das gesamte Arbeitskräftepotential mit der Innovation und Finanzintermediation beschäftigt ist. Unter Berücksichtigung von  $\Pi = \pi e$  und  $\delta_t = m w_t n_t$  gilt

Auf dem Finanzmarkt gilt im allgemeinen Gleichgewicht:  $v = a(\tau)w$ . Einsetzen in (9) ergibt:

$$(10) \quad r = \frac{\delta}{a(\tau)w} + \gamma_Y - \Pi .$$

Es zeigt sich, dass unter den getroffenen Annahmen mit steigenden Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt der reale Ertrag aus der Innovation bei einer gegebenen Wachstumsrate sinkt.

Die Konsum-Spar-Entscheidung wird in diesem Modell durch eine intertemporale Nutzenfunktion, wie sie von Ramsey entwickelt wurde, bestimmt.<sup>156</sup> Dabei wird der Lebensnutzen eines unsterblichen Haushalts unter der vorhandenen Budgetrestriktion optimiert. Das Haushaltseinkommen besteht aus Lohn und Zahlungen, die aus dem Halten von Aktien der Branchenführer resultieren.<sup>157</sup> Ein höherer Zins, d.h. ein höherer sicherer Ertrag aus der Aktienhaltung, führt dabei zu einem Anstieg des Haushaltseinkommens. Die Konsumententscheidung des Haushalts hängt von der Zeitpräferenzrate ( $v$ ) und der intertemporalen Substitutionselastizität des Konsums ( $1/\sigma$ ) ab. Die Zeitpräferenzrate gibt das Gewicht des gegenwärtigen Konsums bezogen auf den gesamten Lebensnutzen an; d.h. je größer  $v$ , desto geringer ist der Nutzen des zukünftigen Konsums. Die intertemporale Substitutionselastizität des Konsums ist das Maß für die Bereitschaft, den gegenwärtigen Konsum gegen zu-

---


$$(9a) \quad a(\tau) = \pi \frac{\delta / w}{r - [(\lambda - 1) / \lambda] \gamma_Y} = \pi \frac{mn}{r - [(\lambda - 1) / \lambda] \gamma_Y} \text{ mit } \lambda = \log(\Lambda) .$$

Weiter ergibt sich unter Zuhilfenahme von  $N = n + a(0)e$ ,  $\gamma_Y = \Pi\lambda$  und der Definition der maximalen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate  $(\bar{\gamma}_Y) = \frac{N\lambda\pi}{a(0)}$

$$(9b) \quad r = \left\{ 1 - \frac{1}{\lambda} - \frac{m}{\lambda}(1 - \tau) \right\} \gamma_Y + \left\{ \frac{m}{\lambda}(1 - \tau) \right\} \bar{\gamma}_Y .$$

<sup>156</sup> Ramsey hat diese Grundgedanken bereits 1928 formuliert. Vor allem Koopmans hat dann das formalisierte Ramsey-Modell für die ökonomische Theoriebildung aufbereitet. Vgl. Ramsey, F.: A Mathematical Theory of Saving. In: Economic Journal. Vol. 38. Nr. 4/1928. S. 543-559. Koopmans, T. C.: On the Concept of Optimal Economic Growth. In: Study Week on the Econometric Approach to Development Planning. Pontificiae Academiae Scientiarum Scripta Varia. Amsterdam et al. 1963. S. 225-289. Sowie Barro, R. J.; Sala-i-Martin, X.: Economic Growth. New York et al. 1995. S. 59 ff.

<sup>157</sup> Die Nutzenfunktion ist additiv bezüglich des Konsums zu den einzelnen Zeitpunkten. Es wird angenommen, dass

$U := \int_0^{\infty} u(c_{t+s})e^{-\nu s} ds$  und die momentane Nutzenfunktion  $u(c_t) = [c_t^{(1-\sigma)} - 1] / [1 - \sigma]$ . Dabei ist

$u(t)$  eine streng konkave Funktion, die den Nutzen, der durch den Konsum zum Zeitpunkt  $t$  entsteht, beschreibt. Dieser geht mit dem Gewicht  $e^{-\nu s}$  in den Gesamtnutzen ein. Dabei gibt  $\nu$  die Zeitpräferenzrate an. Die intertemporale Substitutionselastizität des Konsums ist  $1/\sigma$ . Vgl. dazu auch Grossman, G.; Helpman, E: Quality Ladders in the Theory of Economic Growth. a.a.O. S. 44 ff. King und Levine verkürzen diese Argumentation deutlich. Vgl. King, R.; Levine, R.: Finance, Entrepreneurship, and Growth. a.a.O. S. 525.

künftigen Konsum zu tauschen. Die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate, die der Veränderungsrate des Konsums entspricht, und der reale Ertrag in folgendem Verhältnis

$$(11) \quad \gamma_C = \gamma_Y = [r - \nu] / \sigma .$$

Der Realzins und die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate korrelieren hier positiv; als Lageparameter der Ramsey-Kurve gehen die Zeitpräferenz und die intertemporale Substitutionselastizität des Konsums ein [vgl. Abbildung 5; (Ramsey-Kurve)].

Auf der Grundlage dieser Überlegungen lässt sich unter Berücksichtigung von  $\gamma_Y = \lambda \pi$  und  $\delta = m n$  aus (10) und (11) die gleichgewichtige gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate bestimmen:<sup>158</sup>

$$\gamma_Y = \frac{\frac{mn}{a(\tau)} - \nu}{\sigma - 1 + \frac{1}{\lambda}}$$

(12)

$$\gamma_Y = \frac{\frac{mn(1 - \tau)}{a(0)} - \nu}{\sigma - 1 + \frac{1}{\lambda}}$$

Demnach steigt das Wachstum mit dem Mark-up-Pricing ( $m$ ), mit dem Arbeitseinsatz ( $n$ ) und der Produktivitätsentwicklung ( $\lambda$ ). Bezogen auf das Sparverhalten führt eine niedrigere Zeitpräferenzrate ( $\nu$ ) sowie ein geringeres  $\sigma$ , d.h. eine höhere intertemporale Substitutionselastizität des Konsums, unter sonst gleichen Bedingungen zu einem Anstieg der Wachstumsrate. Ein Anstieg der Transaktionskosten ( $\tau$ ) auf dem Finanzmarkt wirkt dagegen wie eine Begrenzung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität.

Zur Veranschaulichung der Wirkungsweise der Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt legen King und Levine in ihrer weiteren Analyse *nicht* den von ihnen bei der Analyse der Produktionsentscheidung herausgearbeiteten ambivalenten Zusammenhang zwischen der Realverzinsung und dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum zugrunde, sondern beschränken sich unter Hinweis auf Romer auf einen negativen Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate und dem Realzins (vgl. Abbildung 5).<sup>159</sup> In Analogie zu den eigenen theoretischen Überlegungen mindert allerdings der Transaktionskostensatz bei gegebener Wachstumsrate die „sichere“ reale Rendite der Unternehmer; die Romer-Kurve verläuft flacher (vgl. Abbildung 5). Wie in dem Modell von Pagano wird die Höhe der Transakti-

---

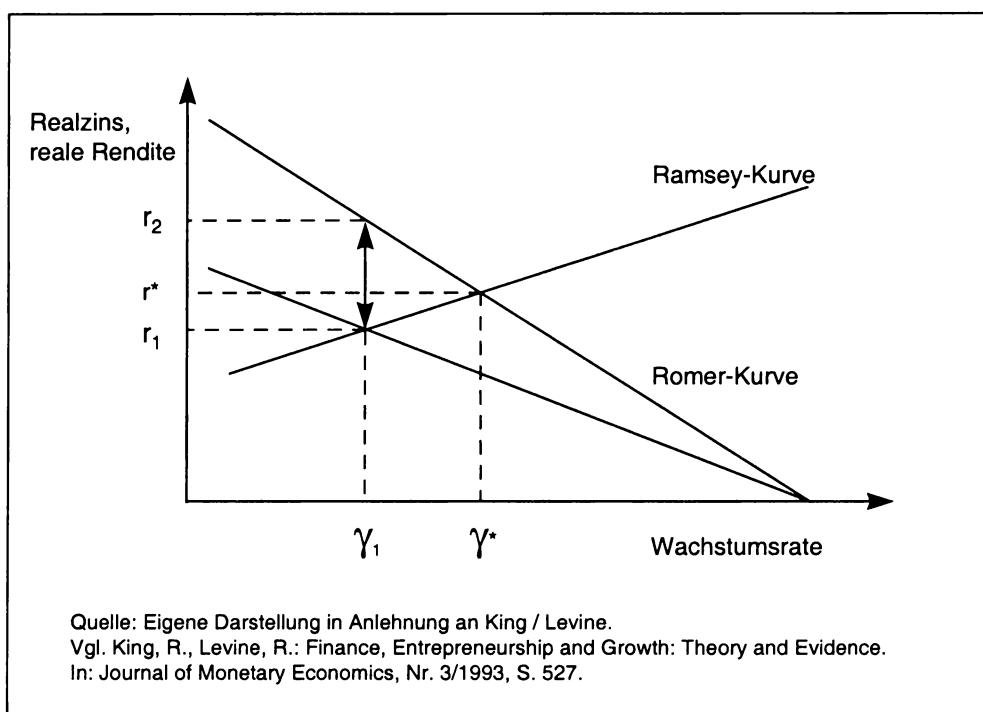
<sup>158</sup> Bei der Formalisierung nach King und Levine ergibt sich:

$$\gamma_Y = \left[ \frac{m}{\lambda} \bar{\gamma}_Y (1 - \tau) - \nu \right] \bigg/ \left[ \sigma - 1 + \frac{1}{\lambda} + \frac{m}{\lambda} (1 - \tau) \right].$$

<sup>159</sup> In dem endogenen Wachstumsmodell von Romer besteht auf der Produktionsseite ein negativer Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate und dem Realzins; allerdings berücksichtigt Romer in seinem Modell nicht explizit die Effekte der Finanzintermediation. Vgl. Romer, P. M.: Endogenous Technological Change. a.a.O. S. 71-102.

onskosten als Indikator für die Effizienz des Finanzsystems begriffen. Je niedriger die Transaktionskosten, desto leistungsfähiger der Finanzsektor. Die Höhe der Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt hängt nicht nur von der internen Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre ab, sondern auch von den direkten und indirekten staatlichen Eingriffen. Die unterschiedlichen Instrumente der finanziellen Repression, die zu einer Erhöhung der Transaktionskosten führen, verringern die sichere Rendite, die dem Marktzins gleichgesetzt wird; dies impliziert auch eine geringere gleichgewichtete Wachstumsrate (vgl. Abbildung 5).

**Abbildung 5**  
**Finanzmarktliberalisierung und Wachstum**



Eine Senkung der Intermediationskosten, zu denen auch eine Liberalisierung der Finanzmärkte führen kann, wird in diesem Modell als Wachstumsmotor interpretiert. Ähnlich wie eine Erhöhung der Transaktionskosten durch staatliche Eingriffe wirkt eine mangelhafte staatliche Absicherung der Eigentumsrechte;<sup>160</sup> beides kann erhebliche Kosten für die private Wirtschaft verursachen.

<sup>160</sup> Bei einer mangelhaften staatlichen Absicherung der Eigentumsrechte, z.B. der Patentrechte, verringert sich der Zeithorizont, in dem der Innovator seine Monopolistenrente realisieren kann.

**Abbildung 6****Endogene Wachstumstheorie und Finanzintermediation****Finanzmärkte**

ermöglichen trotz unvollständiger Voraussicht und Information zukunftgerichtete Transaktionen, in dem sie das Risiko „handelbar“ machen. Die Finanzmärkte sind massiv dadurch geprägt, dass die Akteure unter Unsicherheit und damit bei Marktunvollkommenheiten operieren.

**Professionelle Finanzintermediäre**

Die Aufgaben der professionellen Finanzintermediäre liegen vor allem in der Mobilisierung und Bündelung der Ersparnisse, der Selektion potentieller Unternehmer, der Kreditvergabe nach risikobereinigten Effizienzkriterien und der Unternehmenskontrolle; insgesamt erleichtern sie das Risikomanagement in einer Volkswirtschaft. Dadurch steigt das Transaktionsvolumen und damit die wirtschaftliche Aktivität. Professionelle Finanzintermediäre lassen die mit den einzelnen Transaktionen verbundenen Kosten aufgrund von Skalenerträgen und möglichen Kuppelproduktionen (z.B. Universalbanken) sinken.

**Finanzintermediäre und Wachstum**

Durch die Bündelung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung, die Sammlung von Erfahrungen bei der Kreditvergabe und durch effiziente risikobereinigte Kreditvergabe wird eine Steigerung des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens und eine Verbesserung der Risikodiversifikation erreicht. Während das Transaktionsvolumen steigt, sinken die mit einer (Finanz-) Transaktion verbundenen Kosten. Die verbesserte Finanzintermediation gilt daher als ein Aspekt des technischen Fortschritts und wird als ein Moment des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsfortschritts begriffen.

**Finanzielle Repression**

wird als staatlicher Eingriff in die Finanztransaktion begriffen. Durch die unterschiedlichen Instrumente der finanziellen Repression steigen die Kosten für die freiwilligen Transaktionen. Durch finanzielle Repression werden freiwillige Verträge behindert, eine ineffiziente Kreditvergabe begünstigt und der Fortschritt im Finanzsektor gebremst. Den gestiegenen Transaktionskosten steht eine Ausweitung des staatlichen Zugriffs auf die Finanzressourcen gegenüber. Insgesamt wirkt finanzielle Repression wie eine Besteuerung freiwilliger Transaktionen. Folglich stellt die finanzielle Repression insbesondere dann ein Wachstums- hemmnis dar, wenn der Staat diese zusätzlichen Ressourcen nicht investiv verwendet.

Quelle: Eigene Darstellung.

In diesem Modell entstehen im Falle finanzieller Repression nur den potentiellen Produzenten zusätzliche Transaktionskosten. Die Wirkung der finanziellen Repression auf das Sparverhalten wird dagegen ausgeblendet. Zwar nimmt das Modell von King und Levine - ähnlich wie das von Pagano - für sich in Anspruch, die Wirkungsweise unterschiedlicher Formen finanzieller Repression analysieren zu können; allerdings lassen sich die Wirkungen und Gewichtungen der einzelnen Faktoren, die die Transaktionskosten auf dem Finanzsektor bestimmen, nicht separieren. Auch bleibt unberücksichtigt, dass finanzielle Repression in der Praxis nicht zu einer gleichmäßigen Erhöhung der Transaktionskosten für alle potentiellen Unternehmer führt, sondern vielmehr durch diese staatlichen Finanzmarkteingriffe differenzierte Spielregeln für die einzelnen Akteure auf dem Finanzmarkt durchgesetzt werden: Für die Profiteure finanzieller Repression implizieren diese staatlichen Eingriffe einen präferentiellen Zugang zu Finanzmitteln und mithin geringere Transaktionskosten.

Modelle finanzieller Entwicklung, die auf der Grundlage der endogenen Wachstumstheorie formuliert wurden, kommen, obwohl sie ausgesprochen unterschiedliche Produktionsfunktionen zugrunde legen, zu ähnlichen Ergebnissen (vgl. Abbildung 6). Dabei wird die Grundaussage McKinnons und Shaws, dass eine Finanzmarktliberalisierung wachstumsfördernd wirkt, im Wesentlichen bestätigt. Der Begriff der finanziellen Repression wird in den neueren Arbeiten allerdings weiter gefasst, als dies McKinnon und Shaw taten. Finanzielle Repression liegt demnach nicht nur bei staatlich induzierten niedrigen Realzinsen für bestimmte Finanztransaktionen vor. Vielmehr werden alle staatlichen Eingriffe in den Finanzsektor, die zu einer Verteuerung freiwilliger, nicht staatlich induzierter Finanztransaktionen führen und wie eine Besteuerung dieser Transaktionen wirken, unter den Begriff der finanziellen Repression subsumiert. Die einzelnen Instrumente finanzieller Repression werden hier als eine Behinderung des Zustandekommens freiwilliger Verträge begriffen. Finanzielle Repression kann bei Zugrundelegung dieses weiten Begriffs auch durch die Nicht-durchsetzung rechtlicher Rahmenbedingungen zustande kommen. So kann auch durch eine mangelhafte staatliche Garantie der Eigentumsrechte die Vermögensbildung über den Finanzmarkt beschnitten werden.

#### 4. Fiskalische Implikationen finanzieller Repression

Die Diskussion um eine Finanzmarktliberalisierung versus finanzielle Repression ist nicht nur relevant im Hinblick auf die Investitionsfinanzierung, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Stabilität des Finanzsektors, sondern hat auch und vor allem fiskalpolitische Implikationen. Mit den Eingriffen in die Finanztransaktionen erweitert der Staat den Handlungsspielraum für seine wirtschaftspolitische Einflussnahme. Damit stellen diese staatlichen Eingriffe einen Teil der quasi-fiskalischen Aktivitäten dar, deren Spezifikum es ist, dass sie eben nicht über die öffentlichen Haushalte abgewickelt werden;<sup>161</sup> die Staats-

<sup>161</sup> Vgl. dazu auch Mackenzie, G. A.: The Hidden Government Deficit. In: Finance and Development. Vol. 31. Nr. 12/1994. S. 32-35. Sowie Chamley, C.; Honohan, P.: Taxation of Financial Intermediation. Measurement Principles and Application to Five African Countries. In: The World Bank Working Papers. Nr. 421/1990.

quote wird von diesen Aktivitäten nicht berührt. Vielmehr wirken die verschiedenen Instrumente finanzieller Repression wie indirekte Einnahmesteigerungen bzw. Minderausgaben der öffentlichen Haushalte.<sup>162</sup> Obwohl in der endogenen Wachstumstheorie die finanzielle Repression als eine implizite Besteuerung privatwirtschaftlicher Finanztransaktionen begriffen wurde, wurden die Bedeutung dieser Besteuerung für die Finanzierung staatlicher Aktivitäten ebenso wie die stabilisierungspolitischen Implikationen finanzieller Repression weitgehend vernachlässigt.

In Bezug auf die Transformationsökonomien gewinnt die Debatte um die Wirkungsweise von Regulierungen und staatlichen Eingriffen in den Finanzsektor eine besondere Dimension. Hier geht es nicht nur um wachstums- und fiskalpolitische Implikationen. Denn gerade weil über die Ausgestaltung der institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Finanzmarkt ein erheblicher Einfluss des Staates auf die wirtschaftlichen Prozesse ausgeübt werden kann, können über diese Rahmenbedingungen auch nach Beginn der Transformation „alte“ Strukturen aufrechterhalten werden. Da eine derartige staatliche Einflussnahme nicht durch die offizielle Finanzstatistik dokumentiert wird,<sup>163</sup> ist es gerechtfertigt, hier ein besonderes Augenmerk auf die Wirkungsweise der transformationsbedingt veränderten Rahmenbedingungen des Finanzsektors zu richten. Sie können auch als Indikator für Veränderungen des Staatsverständnisses begriffen werden. Insoweit finden zahlreiche Facetten des Transformationsprozesses ihr Spiegelbild in den Funktionsbedingungen des Finanzsektors.

### a) Staatliche Einflussnahme auf die Kreditvergabe

Die staatliche Einflussnahme auf die Kreditvergabe erfolgt vor allem auf zwei Wegen: Entweder zahlt die Zentralbank direkt den in der Regel vergünstigten Kredit an den Kreditnehmer aus, oder die präferentiellen Kredite werden zunächst an (ausgewählte) Geschäftsbanken gezahlt, die diese „gebundenen“ Kredite an die betreffenden Unternehmen oder Branchen weiterleiten.<sup>164</sup> Darüber hinaus können staatliche Instanzen in den Kreditvergabeprozess der Geschäftsbanken durch Vorgaben eingreifen und dadurch das an einen bestimmten Empfänger ausgereichte Kreditvolumen und die Konditionen beeinflussen. Bei der präferentiellen Kreditvergabe sind daher die üblichen Funktionen der Finanzintermediation, wie z.B. die Selektion von erfolgversprechenden Innovationsideen und eine an Effi-

<sup>162</sup> Dabei umfassen die Instrumente finanzieller Repression nur einen Ausschnitt der staatlichen Möglichkeiten, quasi-fiskalische Aktivitäten zu entwickeln. Vor allem die Regulierungspflicht des Staates gibt erheblichen Spielraum, diese quasi-fiskalischen Aktivitäten auszuweiten. Vgl. z.B. Mackenzie, G. A.; Stella, P.: Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions. IMF-Occasional Paper. Nr. 142/1996. Mackenzie und Stella listen quasi-fiskalische Aktivitäten auf, die durch Finanzmarkteingriffe des Staates finanziert werden; sie beschränken sich auf eine Analyse der makroökonomischen Implikationen.

<sup>163</sup> In der Auseinandersetzung um die Wirkungsweise und das Ausmaß finanzieller Repression besteht ein erhebliches Datenproblem. Daher ist es sinnvoll, die institutionellen Rahmenbedingungen der Kreditvergabe zu analysieren. King, R.; Levine, R.: Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries. The World Bank. Working Papers. Nr. 819/1992.

<sup>164</sup> Dabei stellt der Staat in der Regel Sicherheiten bezüglich eines möglichen Kreditausfalls.

zienz- und Risikokriterien orientierte Kreditvergabe ausgeschaltet. An ihre Stelle ist eine politisch induzierte Kreditvergabe getreten.

Während die direkte Kreditvergabe der Zentralbank an den Staat noch als Indikator für quasi-fiskalische Aktivitäten herangezogen werden kann, ist eine Interpretation der Kreditvergabapraxis der Geschäftsbanken komplexer. Hier können auch hohe Zinszahlungen und gebotene Kreditsicherheiten eine Ursache des unterschiedlichen Zugangs zu den Finanzressourcen sein und ein „Crowding-Out“ des Staates gegenüber dem Privatsektor begünstigen. Lässt sich allerdings ein zeitgleiches Auftreten niedriger, negativer Kreditzinsen für den Staatssektor und eine präferentielle Versorgung des Staatssektors mit Liquidität feststellen, so ist dies als deutlicher Indikator für das Vorhandensein finanzieller Repression zu begreifen.

Zur Beurteilung der Rolle der Zentralbank bei der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe wird das Volumen der von der Zentralbank an den Staat und den Unternehmenssektor vergebenen Kredite ins Verhältnis zu den Gesamtkrediten gesetzt:<sup>165</sup>

$$Z_{TOT} = \left[ \frac{\text{Kredite der Zentralbank an den Unternehmens- und Staatssektor}}{\text{Gesamtkredite}} \right]$$

Um eine Vorstellung über das Ausmaß dieser quasi-fiskalischen Aktivität zu bekommen, kann der Quotient

$$Z_{BIP} = \left[ \frac{\text{Kredite der Zentralbank an den Unternehmens- und Staatssektor}}{\text{BIP}} \right]$$

herangezogen werden, wobei sowohl sein absoluter Wert als auch dessen Veränderung im Zeitverlauf von Interesse sind.<sup>166</sup> Dabei ist allerdings zu beachten, dass auch die ausgewiesenen Zentralbankkredite an die öffentlichen Haushalte nicht immer auf der Grundlage staatlicher Vorgaben zustande kommen müssen. Vielmehr kann es sich auch um den Aufkauf staatlicher Wertpapiere durch die Zentralbank handeln. Da aber Zentralbank und öffentliche Haushalte in der Regel durch die Gewinnabführungspflichten der Währungsbehörde an den Staatshaushalt zwangsläufig miteinander verknüpft sind, haben diese Kredite und die Konditionen, zu denen sie eingeräumt wurden, zwangsläufig auch eine fiskalpolitische Relevanz.

Die Bedeutung der Geschäftsbankentätigkeit lässt sich entsprechend durch den Quotienten

<sup>165</sup> Daten über diese Kreditvergabe finden sich auch in Bezug auf die Transformationsökonomien in den International Financial Statistics. Vgl. International Monetary Fund: International Financial Statistics (IFS). Verschiedene Ausgaben. Washington D.C. Für die Analyse der Kreditvergabe in den sozialistischen Volkswirtschaften sind nationale Statistiken heranzuziehen.

<sup>166</sup> Vgl. dazu auch King, R.; Levine, R.: Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries. a.a. O. Aber auch King, R.; Levine, R.: Schumpeter Might Be Right. In: Quarterly Journal of Economics. Vol. 108. Nr. 3/1993. S. 717-737.

$$Bank_{TOT} = \left[ \frac{\text{Kredite der Banken an den Unternehmens- und Staatssektor}}{\text{Gesamtkredite}} \right]$$

bestimmen. Der Quotient

$$Bank_{BIP} = \left[ \frac{\text{Kredite der Banken an den Unternehmens- und Staatssektor}}{\text{BIP}} \right]$$

liefert darüber hinaus vor allem die Möglichkeiten des intertemporalen und interregionalen Vergleichs. Damit kann dieser Quotient, aber auch seine Entwicklung neben den Standardindikatoren M1/BIP (*monetäre Tiefe*) und M2/BIP (*finanzielle Tiefe*) zur Beurteilung des Entwicklungsstandes des Finanzsektors in einer Volkswirtschaft herangezogen werden. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass nicht alle Kredite der Geschäftsbanken nach Effizienz- und Risikokriterien vergeben werden. Möglicherweise gehen auch Teile dieser Kredite auf die Ausübung finanzieller Repression durch den Staat zurück. Daher sind bei der empirischen Analyse eben diese, auf staatliche Interventionen zurückgehende Kredite von üblichen Bankkrediten zu unterscheiden. Liegen jedoch keine Daten über das Ausmaß dieser staatlich induzierten, über den Geschäftsbankensektor abgewickelten Kredite vor, so geben die genannten Quotienten einen ersten Eindruck über das Ausmaß der potentiell auf eine aktive Finanzintermediation zurückgehenden Kreditvergabe in einer Volkswirtschaft.

Wesentlich bei der Beurteilung der staatlichen Eingriffe in den Finanzsektor ist jedoch nicht nur die Feststellung, welche Instanz die Kredite vergibt, sondern auch, an wen die Kredite vergeben werden. Gerade in Hinblick auf die Transformationsökonomien ist dabei von herausragender Bedeutung, inwieweit der Staatssektor an der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe partizipiert. Kontrastierend sind daher die Quotienten

$$Privat_{TOT} = \frac{\text{Kredite an den Privatsektor}}{\text{Gesamtkredite}}$$

und

$$Staat_{TOT} = \frac{\text{Kredite an den Staatssektor}}{\text{Gesamtkredite}}$$

zu berechnen.<sup>167</sup>

Die hier genannten Indikatoren liefern nicht nur erste Anhaltspunkte für das Ausmaß der fiskalischen Aktivitäten, die über staatliche Eingriffe in den Finanzsektor abgewickelt werden, sie stehen nach empirischen Analysen auch in einem engen Zusammenhang zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Danach gibt es einen signifikanten, positiven Zusammenhang zwischen der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, dem Zugang des Privat-

<sup>167</sup> Zur Berechnung des Quotienten  $Privat_{TOT}$  wird bei Zugrundelegung der Angaben der IFS der in Zeile 32d enthaltene Wert durch den der Zeile 32 dividiert. In Analogie gilt für  $Staat_{TOT}$ : Addition der Werte in den Zeilen 32a und 32 c und anschließende Division dieser Summe durch den in Zeile 32 enthaltenen Wert.

sektors zu Krediten und der Kreditvergabe durch die Banken.<sup>168</sup> Umgekehrt gilt demnach, dass ein negativer Zusammenhang zwischen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, dem Gewicht des Staates an den Gesamtkrediten und der Bedeutung der Zentralbankkredite anzunehmen ist. Vereinfachend kann daher angenommen werden, dass Erscheinungsformen finanzieller Repression, die sich in dem Anteil der Zentralbankkredite und in dem verstärkten Zugang des Staates zu Finanzressourcen spiegeln, wachstumshemmend wirken.<sup>169</sup> Allerdings ist dabei zu beachten, dass obwohl der Zusammenhang zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum und der Kreditvergabepraxis als signifikant gelten kann, sich keine klare Kausalität zwischen den Phänomenen ableiten lässt.<sup>170</sup> Folglich kann auch nicht verallgemeinert werden, dass eine Liberalisierung des Finanzsektors, hier begriffen als ein Rückzug des Staates aus der Kreditvergabe, zwangsläufig eine Wachstumsbelebung nach sich ziehen wird.

---

<sup>168</sup> King und Levine fassen die Ergebnisse ihrer weit reichenden empirischen Studie folgendermaßen zusammen: „First, many financial indicators are significantly correlated with growth. Second, the partial correlation between growth and (1) measures of financial system size, (2) the fraction of domestic credit allocated by deposit banks, and (3) the fraction of credit allocated to private enterprises remains statistically significant after controlling for initial conditions, dummy variables for countries in Subsaharan Africa and Latin America, and measures of monetary, fiscal and trade performance. Furthermore, the empirical relationship between growth and the financial indicators that measure (i) the fraction of credit allocated to private enterprises and (ii) the fraction of credit intermediated by banks remain significant even when the regressions simultaneously include measures of overall financial size. *This suggests that it is empirically important to identify which financial intermediaries are doing the intermediation and to whom the financial system is allocating credit rather than simply using proxies for the overall size of the financial system.* Third, the financial performance indicators are highly correlated with each other (...). The fourth major finding is related to the channels via which the financial indicators and growth are correlated. Although the cross-country regressions suggest that the financial system indicators tend to be robustly correlated with growth only because they are highly correlated with the ratio of national investment to GDP, the pooled cross-country time series analyses suggest that the financial indicators and growth are linked through both the investment and „efficiency“ channels.“ Vgl. King, R.; Levine, R.: Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries. (...) a.a.O. S. 4.

<sup>169</sup> Für die Transformationsökonomien lassen sich aufgrund des bislang kurzen Zeitraums der Entwicklung unter marktwirtschaftlichen Rahmenbedingungen entsprechende Regressionen noch nicht rechnen. Die Stichprobengröße wäre noch zu klein, um auch hier zu statistisch signifikanten Aussagen zu kommen. Dies gilt in einem besonderen Maße für die Nachfolgestaaten der Sowjetunion, in denen die Transformation erst zeitverzögert ab 1992 begonnen wurde.

<sup>170</sup> Dies gilt nicht nur für die empirischen Arbeiten von King und Levine, sondern auch McKinnon weist bei seinen Studien explizit darauf hin: „With this kind of regression analysis, care must be taken in deciding which variables are exogenous, and which endogenous. Positive correlations between growth in financial assets and growth in GDP do not show which way the causality operates.“ Vgl. McKinnon, R.: Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs. In: Ranis, G.; Schultz, P.: The State of Development Economics. Oxford 1988. S. 387-410. Hier S. 390.

## b) Fiskalische Entlastung durch staatliche Einflussnahme auf die Kreditverzinsung

Die staatliche Einflussnahme auf die Kreditvergabe und Eingriffe in den Zinsmechanismus treten in der Regel zeitgleich auf. Dabei stellt insbesondere die in den Transformationsökonomien nach Branchen und Sektoren differenzierte Kredit- und Zinspolitik oftmals ein herausragendes wirtschaftspolitisches Instrument dar. Der Staatshaushalt selbst ist nicht immer der alleinige und unmittelbare Nutznießer dieser präferentiellen Kreditkonditionen. Profiteure der staatlichen Eingriffe in den Finanzmarkt sind vielmehr alle Wirtschaftseinheiten, die mit derartigen präferentiellen Krediten versorgt werden. Dennoch wird durch die staatlichen Verfügungen bezüglich der Kreditvergabe der fiskalische Handlungsspielraum erweitert; aus der Sicht des Staates würde die Subventionierung ausgewählter wirtschaftlicher Aktivitäten die Alternative zu diesen präferentiellen Krediten darstellen. Eine solche Finanzierung über die öffentlichen Haushalte würde den Finanzbedarf des Staates steigen lassen. Finanzmarkteingriffe, die analog zu Subventionen wirken, führen dagegen zu Minderausgaben; die ausgewiesene Staatsquote bleibt hinter dem tatsächlichen Umfang fiskalischer Aktivitäten zurück. Zudem bedingen die staatlich induzierten präferentiellen Kreditkonditionen, dass dem Staat auch zukünftig keine Finanzierungskosten im Sinne von Zinskosten für diese quasi-fiskalischen Aktivitäten entstehen.

Bei einer Schätzung der fiskalischen Entlastung durch eine staatlich induzierte präferentielle Kreditvergabe ist nicht nur das Volumen der zu Vorzugskonditionen ausgegebenen Kredite, sondern auch das Abweichen des präferentiellen Zinses von einem am Markt zu zahlenden Zins zu bestimmen. Giovannini und de Melo berechnen dazu die nominale Effektivverzinsung der staatlichen Schuld im Inland und bilden dann die nominale Zinsdifferenz zwischen der Inlands- und Auslandsschuld.<sup>171</sup> Diese Methode versagt allerdings, wenn die heimische Nominalverzinsung über der auf dem internationalen Kapitalmarkt liegt und die heimische Realverzinsung trotz der hohen Inflation negativ ist.<sup>172</sup> Insbesondere in solchen Fällen ist es sinnvoll, andere Orientierungspunkte zur Bestimmung der fiktiven Marktzinsen zu benutzen. Bei einer segmentierten Wirtschaft etwa, in der ein reglementierter und ein liberalisierter Finanzsektor koexistieren, kann dazu der Kreditzins auf dem liberalisierten Marktsegment herangezogen werden. Soll dagegen wie bei Giovannini und de Melo die Konstruktion eines fiktiven Marktzinses unter Zuhilfenahme der Finanzie-

<sup>171</sup> Vgl. Giovannini, A.; Melo, M. de: Government Revenue from Financial Repression. In: American Economic Review. Nr. 4/1993. S. 953-963. Im Mittelpunkt ihrer Überlegungen steht die nominale Zinsdifferenz zwischen dem von einem Staat bei der Kreditaufnahme auf dem internationalen Finanzmarkt gezahlten Zinssatz und dem im Inland nach staatlichen Finanzmarkteingriffen entrichteten Zinssatz. Dazu wird zunächst die geleistete Zinszahlung plus den in der betrachteten Periode entstandenen Zahlungsrückständen durch den durchschnittlichen Bestand der Auslandsverbindlichkeiten in der betrachteten Periode dividiert und so der durchschnittliche effektive Nominalzinssatz  $(i_{eff\$})$  berechnet.

<sup>172</sup> Ein gutes Beispiel für eine solche Konstellation liefert wiederum die Russische Föderation, wo aufgrund der nahezu hyperinflatorischen Entwicklung auch Nominalzinsen in der Größenordnung von 40 % noch deutlich im real negativen Bereich lagen und folglich zu einer Nettoentlastung des Kreditnehmers beitrugen.

rungskonditionen auf dem internationalen Kapitalmarkt erfolgen, so besteht eine Möglichkeit darin, die effektiven Realzinsen sowohl für die Auslandsverbindlichkeiten als auch für die Kredite im Inland zu bestimmen und über die Differenzbildung die fiskalische Entlastung durch die staatliche Zinsfixierung festzumachen.<sup>173</sup> Dabei kann die effektive Realverzinsung für Auslandsverbindlichkeiten auf der Grundlage von

$$r_{eff\$} = \frac{(1 + i_{eff\$}) (1 + \text{Abwertungsrate})}{(1 + \hat{p}_{Inland})} - 1$$

mit  $i_{eff\$} = \frac{(Zinszahlungen\$ + Zahlungsrückstände\$)}{(Auslandsschuld\$_{(t-1)} + Auslandsschuld\$_{(t)})} / 2$

kalkuliert werden. Im nächsten Schritt ist die effektive Realverzinsung für die im Inland vom Staat aufgenommenen Kredite zu bestimmen. Die Differenz zwischen dem berechneten effektiven Realzins für Auslandskredite und dem für inländische Kredite liefert dann die Grundlage zur Bestimmung der Budgetentlastung durch die präferentiellen Kredite<sup>174</sup>:

$$\hat{r}_{fiktiv} = r_{eff\$} - r_{eff}$$

Zu beachten ist indes, dass hierbei nicht mehr nur der vereinbarte Zins, sondern auch die Abwertungsrate und die Preisentwicklung als Bestimmungsfaktoren der Kreditkosten berücksichtigt werden. Dabei sinkt bei einer realen Aufwertung die so berechnete Zinsbelastung.<sup>175</sup>

Allerdings können diese Ansätze - wie auch Giovannini und de Melo für ihre Vorgehensweise feststellen - bestenfalls einen Näherungswert des tatsächlichen Umfangs dieser quasi-fiskalischen Aktivität bieten.<sup>176</sup> Methodische Probleme ergeben sich vor allem aus der fragilen Bestimmung des „fiktiven Marktzinses“.

---

<sup>173</sup> Wechselkurseffekte sind bei Giovannini und de Melo nicht berücksichtigt.

<sup>174</sup> Wobei gilt  $r_{eff} = \frac{(1 + i_{eff})}{(1 + \hat{p})} - 1$ .

<sup>175</sup> Wird auf dieser Grundlage die Budgetentlastung in Anteilswerten des nominalen Bruttoinlandsprodukts berechnet, so sind wiederum unter Berücksichtigung der heimischen Inflation entsprechende Umrechnungen der realen Zinsen in nominale Werte vorzunehmen. Die Differenz zwischen der effektiv gezahlten Nominalverzinsung und dem „nominalen fiktiven (Markt-)Zins“ multipliziert mit dem Kreditvolumen kann einen Anhaltspunkt für die Budgetentlastung durch die präferentiellen Konditionen bieten. Vor dem Hintergrund unzureichender Datensätze kann auch der LIBOR-Zins zur Schätzung der fiskalischen Entlastung durch die heimischen Sonderkonditionen herangezogen werden.

<sup>176</sup> Giovannini und de Melo kommen bei ihren Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass in den von ihnen betrachteten Volkswirtschaften die Einnahmen bzw. Entlastungen der öffentlichen Haushalte aus dieser Form der finanziellen Repression bei durchschnittlich mehr als 2 % des BIP lagen.

### c) Seigniorage und Inflationssteuer

Eine andere Möglichkeit, den fiskalischen Handlungsspielraum durch den Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums zu vergrößern, bietet die Tatsache, dass die Zentralbank aufgrund ihres Emissionsmonopols zusätzliches Zentralbankgeld in den Wirtschaftskreislauf einspeisen kann. Denn die Differenz zwischen den Emissionskosten und der Kaufkraft des Zentralbankgeldes (*Seigniorage*) geht in den Zentralbankgewinn ein,<sup>177</sup> der in der Regel an den Staatshaushalt fließt. Allerdings wird das Aufkommen an Seigniorage nicht explizit erfasst und vom übrigen Zentralbankgewinn abgegrenzt. Vielmehr stellen „Seigniorage“ und „Inflationssteuer“ akademische Konstrukte dar,<sup>178</sup> deren Höhe und Bedeutung *ex post* bestimmt werden kann.

Bei der Berechnung der Staatseinnahmen aus *Seigniorage* wird in der Regel vereinfachend davon ausgegangen, dass die Emissionskosten gleich Null sind.<sup>179</sup> Dann führt die Geldmengenexpansion zu einer Seigniorage, die durch das Wachstum der (Zentralbank-)Geldmenge  $\Delta M_{t+1} = M_t - M_{t-1}$  und das Preisniveau zum Zeitpunkt t ( $P_t$ ) bestimmt wird. Der auf der Grundlage dieses Konzeptes (*monetäre Seigniorage*) berechnete Wert kann als ein Orientierungspunkt zur Bestimmung der staatlichen Einnahmen aus der Geldschöpfung (*fiskalische Seigniorage*) gelten. Die fiskalische Seigniorage wäre dann gleich der monetären Seigniorage, wenn die Erträge aus der Geldmengenexpansion vollständig an den Staatshaushalt fließen würden. *De facto* allerdings wird dies nicht der Fall sein, die Zentralbank wird nur einen Teil dieses Gewinnes an den Staatshaushalt abführen. Folglich wird der fiskalische Ertrag aus Seigniorage unter dem Wert der monetären Seigniorage liegen;<sup>180</sup> zugleich kann die monetäre Seigniorage als eine Obergrenze für die Einnahmen des Staates aus der Geldmengenexpansion begriffen werden:

$$\begin{aligned} \text{Seigniorage} &= \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} = \left[ \frac{\Delta M_{t, t-1}}{P_t} \right] \\ \Leftrightarrow \quad & \frac{\Delta M_{t, t-1}}{M_t} * \frac{M_t}{P_t} \end{aligned}$$

Wird im Falle einer Währungsunion die Verteilung der Seigniorage zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten der Währungsunion nicht nach einem akzeptierten Schlüssel vorgenommen, so profitiert allein der Staat, der über das Emissionsmonopol verfügt, von dieser

<sup>177</sup> Das aus der fiskalischen Sicht optimale Ausmaß an Seigniorage wird oftmals im Zusammenhang mit der Inflationssteuer diskutiert. Vgl. Mankiw, G.: The Optimal Collection of Seigniorage. In: Journal of Monetary Economics. Vol. 26. Nr. 3/1987. S. 327-341.

<sup>178</sup> Unterschiedliche Ansätze zur Berechnung von Seigniorage und Inflationssteuer werden diskutiert in: Friedman, M.: Government Revenue from Inflation. In: Journal of Political Economy. Nr. 4/1971. S. 846-856.

<sup>179</sup> Zudem wird lehrbuchmäßig angenommen, dass die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge zu einer entsprechenden Ausweitung der anderen Geldmengenaggregate führt.

<sup>180</sup> Mit der monetären Seigniorage lassen sich die Kosten der privaten Wirtschaftseinheiten für die Geldhaltung bestimmen. Diesen Kosten der privaten Haushalte stehen zwar Einnahmen des Staates gegenüber, allerdings ist eine Äquivalenz in der Praxis auszuschließen.

Möglichkeit zusätzlicher Einnahmen. Bei einer unangemessenen Aufteilung der Seigniorage und des Zentralbankgewinns zwischen den Mitgliedsstaaten einer Währungsunion können erhebliche fiskalische Anreize zur Einführung einer nationalen Währung entstehen, denn allein die Einführung und Emission einer nationalen Währung kann zu einer Verbesserung der Finanzsituation des unabhängig gewordenen Landes führen.<sup>181</sup>

Die Seigniorage fällt bei einer Expansion des Zentralbankgeldes immer an. Ist mit der Geldmengenexpansion auch eine Inflationsentwicklung verbunden, so entstehen dem Staat nicht nur Einnahmen aus der Emission, sondern möglicherweise auch zusätzliche fiskalische Handlungsspielräume durch die *Inflationssteuer*. Diese geht auf die inflationsbedingte Entwertung der vorhandenen Geldbestände  $\left(\frac{M_t}{P_t}\right)$  zurück. Diese stellen die Steuerbasis dar. Der Steuersatz entspricht der Inflationsrate  $\left(\frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}\right) = \frac{\Delta P_{[t, t-1]}}{P_{t-1}} = \hat{p}$ . Das Volumen des Inflationssteueraufkommens wird dann durch die Multiplikation beider Quotienten berechnet:

$$\text{Inflationssteuer} = \left[ \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \right] \left( \frac{M_t}{P_t} \right).$$

Bei der empirischen Analyse wird die Aussagekraft der berechneten Inflationssteuer dadurch gestärkt, dass der absolute Wert durch das BIP geteilt wird.<sup>182</sup>

Zu beachten ist, dass Inflationssteuer und Seigniorage - trotz ihrer definitorischen Nähe - unterschiedlich wirken: Voraussetzung zur Realisierung von Seigniorage ist allein eine Expansion der Geldbasis, in deren Folge in der Regel die gesamte Geldmenge expandiert. Seigniorage kann folglich auch ohne Inflation erwirtschaftet werden. Inflationssteuer dagegen kann nur bei einer Veränderung des Preisniveaus erzielt werden.<sup>183</sup> Theoretisch können

<sup>181</sup> Vgl. Fischer, St.: Seigniorage and the Case for a National Money. In: Journal of Political Economy. Vol. 90. Nr. 2/1982. S. 295-323.

<sup>182</sup> Bei der empirischen Bestimmung des Inflationssteueraufkommens wird üblicherweise die reale Zentralbankgeldmenge als Steuerbasis zugrunde gelegt. Dies kann methodisch damit begründet werden, dass den in heimischer Währung gefassten sonstigen Finanzaktiva entsprechende Finanzpassiva gegenüberstehen und Aktiva und Passiva gleichermaßen durch die Inflation real entwertet werden.

<sup>183</sup> Bei der theoretischen Bestimmung des optimalen Ertrages aus der Inflationssteuer wird üblicherweise vereinfachend angenommen, dass die Wirtschaftssubjekte über die Zeit den gleichen realen Geldbestand halten wollen. Dann gilt:

$$\frac{M_t}{P_t} = \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} \Leftrightarrow \frac{M_{t-1}}{M_t} = \frac{P_{t-1}}{P_t} \Leftrightarrow \frac{M_t}{M_{t-1}} = \frac{P_t}{P_{t-1}}$$
. In diesem Fall ist die Wachstumsrate der Geldmenge gleich der Inflationsrate. Unter diesen Umständen ergibt sich die Gleichheit von Inflationssteuer und Seigniorage. Tatsächlich hängt jedoch der maximal zu erwirtschaftende Ertrag aus der Inflationssteuer von den Bestimmungsgründen der realen Geldnachfrage ab. Damit ist auch die Elastizität der realen Geldnachfrage in Bezug auf die (erwartete) Inflationsrate relevant. Hierbei wird in der Regel angenommen, dass die reale Geldnachfrage von der Realverzinsung  $(i - \hat{p}^\epsilon)$  und dem realen Einkommen (Y) in einer Volkswirtschaft sowie weiteren Faktoren bestimmt wird, d.h.

auch die staatlichen Einnahmen aus der Inflation optimiert werden. Dabei ergibt sich jedoch das Problem, dass mit dem Steigen des Steuersatzes, also mit der Inflation, die reale Geldhaltung bzw. Geldnachfrage, die die Steuerbasis darstellt, sinkt.<sup>184</sup>

### Steuerinzidenz

Von der Erhebung der Inflationssteuer sind die einzelnen wirtschaftlichen Akteure unterschiedlich stark betroffen. Dies geht einerseits auf ihre jeweilige Geldhaltung, aber auch darauf zurück, inwieweit sie an der „inflationären“ Kreditvergabe partizipieren können und ob sie als Nettoschuldner oder -gläubiger zu begreifen sind. Aus der Sicht der Geldhalter ergibt sich vereinfachend folgende Berechnung der individuellen Belastung durch die Inflationssteuer<sup>185</sup>

$$ST_{Inflation} = Bargeldbestand * \hat{p} + Depositen * (\hat{p} - i).$$

Dabei wird die Entwertung des vorhandenen Bargeldbestands durch seine Multiplikation mit der Inflationsrate ( $\hat{p}$ ) gemessen. Bei der Inflationsbesteuerung der Depositen ist dagegen nicht nur die inflationsbedingte Entwertung, sondern auch die Nominalverzinsung der Einlagen zu berücksichtigen.

Gerade in den Transformationsökonomien geht die Erhebung der Inflationssteuer oftmals auf eine inflationäre, staatlich induzierte Kreditvergabe zurück.<sup>186</sup> Zwar suggeriert der Begriff „Inflationssteuer“, dass durch die Inflation allein zusätzliche Finanzmittel an den Staat fließen. Allerdings ist bei der konkreten Berechnung der Höhe und Wirkungsweise der Inflationssteuer auf die einzelnen Wirtschaftseinheiten zu berücksichtigen, inwieweit diese von der staatlichen Kreditpolitik profitieren. Folglich wird durch die Inflation nicht nur die

---


$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = L(Y, \dots, (i - \hat{p}^\epsilon)). \text{ Im Gleichgewicht gilt dann:}$$

$$\left(\frac{M}{P}\right)^S = \left(\frac{M}{P}\right)^D = L(Y, \dots, (i - \hat{p}^\epsilon)). \text{ Vgl. Zur Optimierung des Inflationssteueraufkommens hat}$$

Phelps einen theoretischen Ansatz entwickelt, durch den die Zentralbank als fiskalischer Agent des Staates begriffen wird. Zu den einzelnen Aspekten der „optimalen“ Inflationssteuer vgl. Phelps, E. S.: Inflation in the Theory of Public Finance. In: Swedish Journal of Economics. Nr. 1/1973. S. 68-82. Die Wirkungsweise der Besteuerung und Berechnung der optimalen Inflationssteuer unter Berücksichtigung der Höhe der Mindestreservesätze wird von Brock theoretisch untersucht. Vgl. Brock, P. L.: Reserve Requirements and the Inflation Tax. In: Journal of Money, Credit, and Banking. Nr. 1/1989. S. 106-121. Sowie Mankiw, G.: The Optimal Collection of Seigniorage. a.a.O.

<sup>184</sup> Denn je stärker die reale Geldnachfrage auf den Anstieg der erwarteten Inflationsrate reagiert, desto geringer ist die die Inflationssteuer maximierende Geldmengenexpansion.

<sup>185</sup> Vgl. Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation. Russian Economic Trends. Nr. 3/1994. S. 70-83.

<sup>186</sup> In den Fällen, in denen die Zentralbank Kredite auf der Grundlage einer deutlich negativen Realverzinsung vergibt, geht die Kreditnachfrage üblicherweise gegen unendlich und ist allein an die Refinanzierungskonditionen gebunden. Die Zentralbank hat in einer solchen Situation ein wesentliches Instrument zur Kontrolle des Geldangebotsprozesses, den Zinsmechanismus, aufgegeben.

Vermögensposition, sondern auch die Liquiditätssituation der Wirtschaftseinheiten berührt: Um die Wirkungsweise der Inflationssteuer und der präferentiellen Kreditvergabe auf die Veränderung der Vermögensposition ( $\Omega_t - \Omega_{t-1}$ ) im Zeitraum  $[t, t-1]$  der einzelnen Wirtschaftseinheiten analysieren zu können, ist folgende Formel denkbar:

$$\Omega_t - \Omega_{t-1} = (\kappa_t - \kappa_{t-1}) - ST_{Inflation} + \varepsilon$$

wobei  $(\kappa_t - \kappa_{t-1})$  die Veränderung der Liquiditätssituation durch die Kreditvergabe wider- spiegelt und  $(\varepsilon)$  die Veränderung der Nettoverschuldung darstellt, die sich durch die infla- tionsbedingte Entwertung von Forderungen und Verbindlichkeiten ergibt. Liegt der Zufluss neuer Finanzmittel über der Differenz zwischen der zu entrichtenden Inflationssteuer und der Veränderung der Nettoverschuldung, so ist die betroffene Wirtschaftseinheit ein Profiteur der inflationären Geldschöpfung. Zugleich sind die Wirtschaftseinheiten, deren Ver- mögens- und Liquiditätssituation sich durch die inflationäre Kreditschöpfung verschlech- tert, als die Verlierer zu begreifen.

#### d) Quantifizierung des Gesamtausmaßes finanzieller Repression

Zwar lassen sich theoretisch die einzelnen, indirekt auf die Finanzsituation der öffentlichen Haushalte wirkenden Instrumente finanzieller Repression als einnahmesteigernd oder ausgabensenkend bestimmen. De facto jedoch ist die Quantifizierung der fiskalischen Folgen dieser Staatseingriffe schwierig. Dies gilt insbesondere dann, wenn es sich um qualitative Eingriffe des Staates in die Finanztransaktionen handelt. Darunter sind gesetzlich verfügte Beschränkungen von Transaktionen ebenso zu verstehen, wie die staatliche Gewährung von Sicherheiten für bestimmte Arten von Krediten an die Geschäftsbanken bzw. die Unternehmen. Wird z.B. die Mindestreservepflicht der Geschäftsbanken zur indirekten Finanzierung der Ansprüche des Staatshaushalts genutzt und als präferentieller Zentralbank- kredit an die öffentlichen Haushalte weitergereicht, so wirkt dieses Vorgehen auf Seiten des Staates Kosten senkend, auf Seiten der Geschäftsbanken kostenerhöhend.<sup>187</sup> Bei einer

<sup>187</sup> Die Mindestreserve ist einerseits ein Teil der staatlich verfügten Einlagensicherung, die gesamtwirtschaftlich schon deshalb sinnvoll ist, weil andernfalls eine Zurückhaltung von Seiten der Spender zu erwarten ist und somit die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit beschnitten wird. Da in der Praxis das Geschäftsrisko der Finanzintermediäre mit dem Rückzahlungs- und Ertragsrisiko der Einleger (Spender) verbunden ist, sind die Banken üblicherweise zu einer über die Mindestreservepflicht hinausgehenden Einlagensicherung verpflichtet. Andererseits kann die Mindestreservepflicht als geldpolitisches Instrument zur Steuerung der Kreditschöpfung der Geschäftsbanken eingesetzt werden. Mindestreservehaltung und Einlagensicherung stellen für die Geschäftsbanken zusätzliche Kosten dar, die aus dem spezifischen Risiko auf dem Finanzmarkt erwachsen. Anders als in der traditionellen makroökonomischen Theorie angenommen, zeigt die Empirie, dass hohe Mindestreservesätze oftmals mit einer hohen Inflation einhergehen. Dies gilt auch für die GUS-Staaten. Beispiele finden sich aber auch in Lateinamerika (z.B. Argentinien in den 80er Jahren) und den asiatischen Staaten. Wird darüber hinaus die Mindestreserveregelung auch zur finanziellen Repression genutzt, so kann auf der Grundlage der Mindestreservenpolitik nicht nur das Volumen der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft, sondern auch die Allokation der Finanzressourcen beeinflusst werden. Die Bedeutung hoher Mindestreserveanforderungen für den gesamtwirtschaftlichen Prozess wird theoretisch

Schätzung des Ausmaßes dieser quasi-fiskalischen Aktivität ist zu berücksichtigen, dass das Instrument der Mindestreserve unterschiedlichen Zielen dienen kann; folglich müsste zunächst analysiert werden, inwieweit die Mindestreserve allein zur Finanzierung staatlicher Aktivitäten herangezogen wurde. An diesem Beispiel zeigt sich, dass die Höhe der auf finanzielle Repression zurückgehenden Transaktionskosten, die von den Modellen finanzieller Entwicklung stark betont werden, in der Praxis schwer zu quantifizieren ist.

Dabei sind nicht nur staatliche Eingriffe in die inländischen Finanztransaktionen festzustellen, sondern auch die außenwirtschaftlichen Beziehungen können durch die staatlich vorgegebenen „Spielregeln“ begrenzt werden. Multiple Wechselkurse, Devisenkontrollen und die Ablieferungspflicht von Devisenerlösen aus dem Exportgeschäft wirken ähnlich: Sie erhöhen den staatlichen Zugriff auf die Fremdwährungsbestände. Insbesondere die Devisenablieferungspflicht erfolgt in der Regel zu einem Wechselkurs, der unter dem Marktkurs liegt; abzuliefern sind die Fremdwährungsbestände im Allgemeinen an die Zentralbank. Für den Exporteur bedeutet dies eine Besteuerung seiner außenwirtschaftlichen Aktivitäten, der indirekt Einnahmen des Staates gegenüberstehen. Die Staatseinnahmen können in zweierlei Hinsicht aus der Devisenregulierung entstehen: Erstens erhöhen die zu einem unter dem Marktwert aufgekauften Devisenbestände den Zentralbankgewinn. Dieser fließt in der Regel nach einem vorher festgelegten Schlüssel in den Staatshaushalt. Zweitens kann die Zentralbank die zu Sonderkonditionen erworbenen Devisen an den Staatshaushalt zu eben diesen Sonderkonditionen weitergeben. Die präferentiell erworbenen Devisenbestände können von Seiten des Staatshaushalts z.B. zur Finanzierung der Auslandskredite oder aber auch zur Importsubventionierung genutzt werden. Bei einer Schätzung des durch die Devisenabführungspflicht entstandenen zusätzlichen fiskalischen Handlungsspielraums ist die Differenz zwischen dem Marktkurs und dem tatsächlich berechneten Wechselkurs zu berücksichtigen:

$$\text{Finanzielle Repression}_{\text{Wechselkursregime}} = (\text{Marktkurs} - \text{administrierter Wechselkurs}) * \text{Menge}.$$

Zu beachten ist indes, dass eine Quantifizierung der Wirkungsweise einzelner Instrumente finanzieller Repression bereits mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet ist. Diese steigert sich noch, wenn die Summe aus diesen Einzelaktivitäten gebildet werden soll. Aufgrund des grundlegenden Quantifizierungsproblems ist davon auszugehen, dass diese Schätzungen eher eine Untergrenze der tatsächlichen quasi-fiskalischen Aktivitäten liefern. Ein wesentliches Problem, das Ausmaß der auf unterschiedliche Formen der finanziellen

---

von Bencivenga und Smith untersucht. Vgl. Bencivenga, V.; Smith, B.: Deficits, Inflation and Banking in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression. In: Oxford Economic Papers. Vol. 44. Nr. 4/1992. S. 761-790. „In general, the higher is government spending, the more significant are the gains from increasing inflation tax base. Therefore, economies with large deficits and high reserve requirements will not generally find that financial liberalization are welfare improving. However, for economies that set reserve requirements optimally, reductions in government spending will typically allow for some degree of welfare improving financial liberalization.“ Hier S. 787. Bencivenga und Smith kommen damit vordergründig der Ansicht der Neostrukturalisten nahe, die die negativen gesamtwirtschaftlichen Folgen einer Finanzmarktliberalisierung betonten. Faktisch weisen Bencivenga und Smith jedoch mit ihren theoretischen Arbeiten auf notwendige Fallunterscheidungen hin.

Repression zurückzuführenden quasi-fiskalischen Aktivitäten empirisch zu erfassen, besteht darin, dass diese Instrumente in erster Linie wie Preisverzerrungen wirken. Der um diese Preisverzerrungen bereinigte „fiktive“ Marktpreis muss daher erst *ex post* konstruiert und geschätzt werden.

## 5. Kritik an der Finanzmarktliberalisierung

Die von McKinnon und Shaw vertretene These, dass die Liberalisierung des Finanzmarktes zu verbesserten Wachstumsbedingungen führen kann, wurde in vielfältiger Hinsicht weiterentwickelt,<sup>188</sup> stieß aber teilweise auch auf erhebliche Kritik. Zunächst zogen vor allem die Neostrukturalisten in Zweifel, ob die tatsächlichen Funktionsbedingungen des Finanzsektors einer mit dem Problem der nachholenden Entwicklung konfrontierten Volkswirtschaft durch die von McKinnon und Shaw gemachten Modellannahmen angemessen berücksichtigt werden. Die im Rahmen dieser Modellkritik entstandenen Ansätze argumentieren im Wesentlichen auf der Grundlage der Tobinschen Portfoliotheorie und setzen damit die Existenz unterschiedlicher Anlagemöglichkeiten voraus. Dabei kann es sich um Börsen, aber auch um informelle Finanzmärkte handeln.

In den neostrukturalistischen Modellen haben die Anleger ihre Portfoliowahl unter Berücksichtigung der Differenz zwischen den Kapitalmarktzinsen, den Depositenzinsen und den Opportunitätskosten der Geldhaltung zu treffen. Die Kapitalmarktverzinsung geht demnach nicht nur in die Investitionsentscheidung, sondern auch in die Nachfrage nach Depositen und Bargeld ein. Bei einem Anstieg der Depositenzinsen - etwa nach der Finanzmarktliberalisierung - ist zunächst eine Portfolioumschichtung zwischen Depositen und Bargeldhaltung zu erwarten. Bleibt die zinsinduzierte Portfolioumschichtung auf diese beiden Aktiva beschränkt, so sind nicht zwangsläufig negative Wachstumseffekte zu erwarten. Führt die Portfolioumschichtung allerdings zu einem Abzug der Aktiva aus dem Kapitalmarkt, so wird durch die Kapitalverknappung die Investitionstätigkeit verteuert und die gesamtwirtschaftliche Aktivität gebremst.<sup>189</sup> Vor diesem Hintergrund - so die Neostrukturalisten - führen „niedrige“ Realzinsen auf dem Geldmarkt auch dann zu einer hohen

---

<sup>188</sup> Einen herausragenden Stellenwert haben dabei die Arbeiten von Galbis, der in seinem Zwei-Sektoren-Modell eine fragmentierte Wirtschaft formalisierte, in der unterschiedlichste Konditionen für die fragmentierten Sektoren bestehen, sowie die Arbeiten von Kapur und Mathieson, die die Bedeutung finanzieller Repression in einer offenen Volkswirtschaft thematisierten. Vgl. Galbis, V.: Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach. In: Journal of Development Studies. Nr. 1/1977. S. 58-72. Kapur, B. K.: Optimal Financial and Foreign Exchange Liberalization of Less Developed Economies. In: Quarterly Journal of Economics. Nr. 1/1983. S. 41-62. Mathieson, D. J.: Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy. In: International Monetary Fund Staff Papers. Nr. 3/1979. S. 359-395.

<sup>189</sup> In welchem Maße damit aber die gesamtwirtschaftliche Aktivität von den Veränderungen beeinflusst wird, hängt dann von spezifischen Modellannahmen, vor allem bezüglich der Höhe der Mindestreservesätze und der Bestimmungsgründe der Kreditnachfrage und damit von den Ertragserwartungen der Investoren ab. Vgl. z.B. van Wijnbergen, S.: Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy. In: Journal of Development Economies. Nr. 1/2/1983. S. 541-554. Ders. Interest Rate Management in LDCs. In: Journal of Monetary Economics. Nr. 3/1983. S. 433-452.

Investitionstätigkeit und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsdynamik, wenn sie auf staatliche Eingriffe in den Zinsmechanismus zurückgehen. Danach wirkt dieses Instrument finanzieller Repression wachstumsbelebend; eine Liberalisierung des Finanzmarktes führt dagegen, falls sie mit einer Erhöhung der Realzinsen auf dem Geldmarkt verbunden ist, zu einer geringeren Wachstumsrate. Zudem weisen die Neostrukturalisten darauf hin, dass die von den Eingriffen in den Zinsmechanismus ausgehenden expansiven Impulse auf die Geldmengenentwicklung nicht *a priori* zu einer Inflationsbeschleunigung führen müssen. Vielmehr erklären van Wijnbergen und auch andere Neostrukturalisten, dass die mit den Finanzmarkteingriffen verbundene expansive Geldpolitik sogar zur Überwindung des von Shaw kritisierten geringen Monetisierungsgrades beitragen,<sup>190</sup> der Ausweitung des Transaktionsvolumens dienen und damit möglicherweise als Motor für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung begriffen werden kann.

Mit den Arbeiten von Stiglitz und Weiss über den Zusammenhang zwischen der Höhe der Realzinsen und dem Kreditvergabeverhalten der Finanzintermediäre gewann die Kritik an der Finanzmarktliberalisierung eine neue Dimension.<sup>191</sup> Stiglitz und Weiss hatten bei ihrer theoretischen Auseinandersetzung mit den Funktionsbedingungen des Finanzmarktes herausgearbeitet, dass gewinnorientiert operierende Finanzintermediäre bei ihrer Kreditvergabe weniger den Marktzins, sondern vor allem den erwarteten risikobereinigten Ertrag aus dem Finanzgeschäft berücksichtigen. Zugleich hatten sie abgeleitet, dass höhere Realzinsen in der Regel von Investoren mit einem höheren Ausfallrisiko akzeptiert werden. Unter Berücksichtigung des Risikos kann es für die Finanzintermediäre rational sein, trotz der signalierten Bereitschaft der Kreditnehmer, zukünftig hohe Zinszahlungen zu leisten, von einer Kreditvergabe abzusehen, da sich andernfalls das Problem der adversen Selektion verschärfen würde.

Vor diesem Hintergrund ergeben sich dabei bezogen auf die Finanzmarktliberalisierung mehrere Problemkreise:

- Erstens impliziert die Argumentation von Stiglitz und Weiss, dass nach einer Finanzmarktliberalisierung, die mit einem Anstieg der Realzinsen verbunden ist, aus der Sicht der Finanzintermediäre das mit der Kreditvergabe verbundene Risiko steigt. Für sie wäre es daher rational, sich an dem erwarteten risikobereinigten Ertrag zu orientieren; aus der Sicht der potentiellen Kreditnehmer würde dieses Verhalten dann wie eine Kreditrationierung wirken.
- Zweitens stellt sich die Frage nach der Ausgestaltung des Übergangs von der finanziellen Repression auf die Liberalisierung. Denn durch diesen Schritt kann sich der Anteil der Not leidenden Kredite in dem Portfolio des Finanzintermediärs *ad hoc* deutlich erhöhen; dies gilt insbesondere dann, wenn die Schuldner in der Vergangenheit durch die präferentiellen Kredite auch einen Teil ihres Schuldendienstes abgewickelt haben.

---

<sup>190</sup> Vgl. Fry, M.: Money, Interest, ... a.a.O. S. 109 ff.

<sup>191</sup> Vgl. Stiglitz, J. E.; Weiss, A.: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: American Economic Review. Nr. 3/1981. S. 393-410.

- Drittens können durch die Liberalisierung moral-hazard-Strukturen offen gelegt werden, die vorher latent vorhanden waren. Das Vorhandensein solcher Strukturen erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Finanzintermediäre trotz der veränderten Rahmenbedingungen ihre entscheidende Selektionsfunktionen bei der Kreditvergabe nicht wahrnehmen, um (kurzfristig) die eigene Existenz, die jetzt eng mit der Zahlungsfähigkeit des Schuldners verbunden ist, nicht zu gefährden.
- Damit kann viertens der Anstieg der Realzinsen die Gefahr einer Bankenkrise entstehen lassen. Diese Gefahr wird in den betrachteten Volkswirtschaften nicht nur durch die dem Finanzmarkt *a priori* inhärente asymmetrische Verteilung der Information, sondern auch durch den geringen Entwicklungsstand des Finanzsektors begünstigt, der eine Risikodiversifizierung oftmals nicht zulässt - Börsen fehlen meist vollständig; Banken sind in der Regel die einzigen formellen Finanzintermediäre.
- Fünftens ergeben sich weitere spezifische Verwerfungen, wenn in den betroffenen Volkswirtschaften in der Vergangenheit die Kreditvergabe von einer impliziten staatlichen Absicherung begleitet war, und an dieser staatlichen Garantie - etwa durch die Eigentumsrechtliche Verflechtung zwischen dem Bankensektor und Staat - auch nach der Liberalisierung festgehalten wird. Werden die neuen Kredite ebenfalls staatlich garantiert, so bestehen für die Finanzintermediäre kaum Anreize, sich bei der Kreditvergabe an Risikokriterien zu orientieren. Vielmehr können die „liberalisierten“ Finanzintermediäre bei ihrem Gewinnmaximierungsverhalten dann den vereinbarten, höheren Zins zugrunde legen und zugleich die Haftung für das mit dem Kreditgeschäft eingegangene Risiko auf den Staat überwälzen. Die Finanzintermediäre kommen dann aufgrund der allgemeinen institutionellen Rahmenbedingungen trotz der Liberalisierung ihren originalen Funktionen nur eingeschränkt nach. Insbesondere haben sie nur geringe Anreize, durch eine an Effizienzkriterien orientierte Kreditvergabe aktiven Einfluss auf die Selektion der kreditfinanzierten Innovationsprojekte auszuüben und nach der Kreditvergabe die Möglichkeiten der Unternehmenskontrolle zu nutzen.

Zwar hatten auch McKinnon und Shaw darauf hingewiesen, dass die Umstände, unter denen eine Finanzmarktliberalisierung stattfindet, erheblichen Einfluss auf deren gesamtwirtschaftliche Wirkungsweise hätten. McKinnon und Shaw hatten den Erfolg der Liberalisierung in erster Linie an die Stabilität der makroökonomischen Rahmenbedingungen geknüpft und dabei in ihren Arbeiten aus den 70er Jahren vor allem die Bedeutung der Preisstabilität hervorgehoben.<sup>192</sup> Nach den theoretischen Arbeiten von Stiglitz und Weiss und den teilweise desaströsen Liberalisierungserfahrungen Lateinamerikas<sup>193</sup> wurde im weiteren

<sup>192</sup> Ohne Preisstabilität, so McKinnon und Shaw, werden die Sparer auch nach einer Zinserhöhung inflationssichere Aktiva der Einlagenbildung bei den Finanzintermediären vorziehen. Vgl. McKinnon, R. I.: Money and Capital in Economic Development. a.a.O. S. 77 ff. Shaw, E. S.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O. S. 119 ff.

<sup>193</sup> Die theoretischen Überlegungen von Stiglitz und Weiss, aber auch die Liberalisierungserfahrung im Lateinamerika der 80er Jahre haben die Frage aufgeworfen, ob die institutionellen Besonderheiten in den betroffenen Volkswirtschaften in den Arbeiten von McKinnon und Shaw tatsächlich ausreichend berücksichtigt worden waren. „During the past two decades, many developing countries have implemented financial liberalization aimed at eliminating credit controls and achieving positive

Verlauf der theoretischen Auseinandersetzung um das Für und Wider der Finanzmarktliberalisierung den institutionellen Rahmenbedingungen ein besonderer Stellenwert zugewiesen. Im Rahmen dieser Diskussion wurde betont, dass diese nicht mit einem völligen Rückzug des Staates aus dem Finanzmarkt gleichzusetzen ist. Vielmehr wurde der Zusammenhang zwischen dem Erfolg der Finanzmarktliberalisierung und der gleichzeitigen Durchsetzung einer starken und leistungsfähigen Regulierung des Finanzsektors hervorgehoben.<sup>194</sup> Theoretisch wie empirisch gilt es inzwischen als weitgehend unstrittig, dass die erfolgreiche Finanzmarktliberalisierung weit mehr erfordert als die Liberalisierung des Zinssatzes:

.... interest rate freedom cannot be expected to be a panacea and automatically produce interest rate equilibrium in countries that have relatively concentrated and unsophisticated financial systems, which is the typical case in small, less developed countries. Positive policy actions to avoid market distortions might be required.<sup>195</sup>

Gerade aufgrund der komplexen Wirkungszusammenhänge zwischen den Zielen und den auf dem Finanzmarkt eingesetzten Mitteln entstehen erhebliche Abgrenzungsschwierigkeiten und Probleme in der Bewertung einzelner staatlicher Eingriffe in den Finanzsektor.<sup>196</sup> Wie lassen sich die Instrumente finanzieller Repression von denen der Finanzmarktrekulierung abgrenzen? Während eine solche Abgrenzung bei direkten Eingriffen des Staates in den Finanzmarkt etwa durch Zinsobergrenzen möglich ist, sind andere Instrumente weniger klar der Regulierung oder Repression zuzuordnen. Neben dieser Abgrenzungsproblematik rückt bei der Analyse der institutionellen Rahmenbedingungen die Frage nach der „optimalen“ Regulierung und damit die Frage nach der „optimalen“ Ausgestaltung der Spielregeln auf dem Finanzmarkt in den Mittelpunkt. Nach Stiglitz ist die Formulierung allgemein verbindlicher „optimaler“ Spielregeln nicht sinnvoll; vielmehr ist bei der Aus-

---

real interest rates on bank deposits and loans. The general objective of this policy was to mobilize domestic savings, attract foreign capital, and improve efficiency in the use of financial resources. Initial economic and financial conditions across countries varied significantly and affected subsequent performance. Nonetheless, certain characteristics were common to the relatively successful cases of financial liberalization. These patterns included the establishment of a stable macroeconomic environment, prudential supervision of the banking system, and the sequencing of stabilization, banking regulations, and interest rate policies. Specifically, those economies avoided the adverse consequences from large-scale financial liberalization - sharp increases in interest rates, bankruptcies of financial institutions, and loss of monetary control - were characterized by stable macroeconomic conditions, a strong and effective system of bank supervision, and gradual removal of control on interest rates.“ Villanueva, D.; Mirakhor, A.: Strategies for Financial Reforms. Interest Rate Policies, Stabilization and Bank Supervision in Developing Countries. In: IMF-Staff-Papers. Vol. 37. Nr. 3/1990. S. 509-536. Hier: S. 509.

<sup>194</sup> Die Liberalisierung des Zinses ohne eine entsprechende Modifikation der institutionellen Rahmenbedingungen erhöht das Risiko - wie empirische Studien über Lateinamerika und Asien zeigen - einer Finanzkrise und eines Bank-run. Vgl. Diaz-Alejandro, C.: Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. In: Journal of Development Economics. Vol. 19. Nr. 1-2/1985. S. 1-24.

<sup>195</sup> Vgl. Galbis, V.: Inflation and Interest Rate Policies in Latin America. 1967-1976. International Monetary Fund. Staff Papers 26. Nr. 2/1979. S. 334-366.

<sup>196</sup> Wichtige strategische Fragen einer Finanzmarktliberalisierung, d.h. auch das Sequencing-Problem werden von Leite und Sundararajan thematisiert. Vgl. Leite, S. P.; Sundararajan, V.: Issues of Interest Rate Management and Liberalization. In: IMF Staff Papers. Vol. 37. Nr. 4/1990. S. 735-776.

formulierung der nationalen Finanzmarktregulierung der Entwicklungsstand des jeweiligen Finanzsektors zu berücksichtigen.<sup>197</sup> Ergeben sich aus den nationalen Besonderheiten spezifische Risiken - so Stiglitz -, so können staatliche Finanzmarkteingriffe, auch solche, die üblicherweise unter den Begriff der finanziellen Repression gefasst werden, gerechtfertigt sein.<sup>198</sup> Explizit nennt Stiglitz auch die präferentielle Kreditvergabe an einzelne Branchen.<sup>199</sup> Der Einsatz dieses und anderer Instrumente wird allerdings an das Vorhandensein entsprechender Formen des Marktversagens geknüpft - eine grundsätzliche staatliche Kreditpolitik lehnt Stiglitz ebenso wie ein grundsätzliches Liberalisierungskredo ab.

In seiner für stärkere staatliche Eingriffe sprechenden Argumentation geht Stiglitz davon aus, dass die staatlich induzierte Risikodiversifizierung durch Finanzmarktregulierung in Ökonomien mit einem wenig entwickelten Finanzsektor nicht ausreichen, um den besonderen Formen des Marktversagens entgegenzuwirken. Das Dilemma liegt jedoch darin, dass von einem Staat, der in der Regel mit erheblichen Informations- und Durchsetzungsproblemen konfrontiert ist, Eingriffe in den Finanzsektor erwartet werden, die nicht nur das Erkennen unterschiedlicher Formen des Marktversagens auf dem Finanzsektor, sondern auch die Verfügbarkeit entsprechender Lösungsstrategien voraussetzen.

In der Praxis hätte eine an Effizienzkriterien orientierte Regulierung sich nicht nur den nationalen Besonderheiten Rechnung zu tragen und aufgrund der wachsenden Globalisierung internationalen Standards zu entsprechen, sondern müsste auch flexibel genug sein, um der grundsätzlichen Zukunftsorientierung des Finanzmarktes und damit dem Entstehen neuer Finanzierungsinstrumente gerecht werden zu können.<sup>200</sup> Gegner wie Befürworter der Liberalisierung sehen in der Regulierung des Finanzsektors das entscheidende Instrument, um den finanzmarktypischen *moral-hazard-Problemen* und der *adversen Selektion* von Kreditnehmern entgegenzuwirken und somit durch regulierende staatliche Eingriffe eine Pareto-superiore Situation zu erreichen. Denn es ist weitgehend unstrittig, dass in der Praxis - anders als im Modell von Diamond angenommen - den typischen Finanzmarktrisiken nicht ausreichend durch die Kontrolle der Einleger (Sparer) entgegengewirkt werden kann, sondern Kontrollfunktion und Regulierung des Finanzsektors durch den Staat wahrzuneh-

<sup>197</sup> In der ökonomischen Literatur gilt es indes immer noch als problematisch, den Entwicklungsstand des Finanzsektors tatsächlich angemessen zu erfassen. Verbindliche Indikatoren sind kaum vorhanden; dies gilt insbesondere bezüglich der Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre. Vgl. dazu auch Caprio, G.; Klingbiel, D.: *Bank Insolvencies: Cross Country Experience*. The World Bank. Policy Research Department. Washington 1997.

<sup>198</sup> Vgl. Stiglitz, J.: *The Role of the State in Financial Markets*. In: *Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics 1993*. Washington 1994. S. 19-52.

<sup>199</sup> Ebenda S. 39 ff.

<sup>200</sup> Auch in der Diskussion um die Asienkrise 1997 spielte dieser institutionelle Aspekt eine große Rolle. Faktisch boten die unterschiedlichen Regulierungen auf dem internationalen und dem nationalen Finanzmarkt im Zusammenspiel mit dem fixen Wechselkurs die Grundlage zur Realisierung von Arbitragewinnen und damit dem Entstehen einer Finanz- und Währungskrise. Vgl. Corsetti, G.; Pessenti, P.; Roubini, N.: *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?* Januar 31, 1998. <http://macgyver.res.cmu.edu/roubini.html>. Krugman, P.: *What happened to Asia?* Januar 1998. <http://web.mit.edu/krugman/>. Sowie Fischer, S.: *The Asian Crisis, the IMF, and the Japanese Economy*. April 1998. <http://www.imf.org/external/speeches/1998/040898.HTM>.

men sind.<sup>201</sup> Allerdings können die Finanzmarktrisiken durch regulierende Eingriffe in den Finanzmarkt nur begrenzt, nicht aber beseitigt werden. Ansatzpunkte der Regulierung bieten vor allem die Eigenkapitalvorschriften für Finanzintermediäre, die Kontrolle über die eigentumsrechtlichen Verflechtungen zwischen dem Finanzintermediär, anderen Finanzierungsinstitutionen und Unternehmen sowie weitere Einzelheiten der Bilanzstruktur, in denen sich teilweise die Geschäftspraktiken spiegeln.<sup>202</sup> Letztendlich können derartige Regulierungen der Geschäftspraktiken der Finanzintermediäre auch als eine staatlich veranlasste und kontrollierte Risikodiversifizierung begriffen werden.<sup>203</sup>

Die allgemeine Problematik der Diskussion um die Finanzmarktliberalisierung und Regulierung entsteht jedoch daraus, dass die ökonomische Theorie nur in Ansätzen dazu in der Lage ist, die Effizienz einer Institution zu qualifizieren. Vielmehr wird die genaue Benennung effizienter Institutionen in der Institutionenökonomik vermieden.<sup>204</sup> Bezogen auf die Transformationsökonomien kommt hinzu, dass eine, die Marktgeschehnisse und Institutionen im Sinne von Effizienzkriterien evaluierende Instanz typischerweise nicht vorhanden ist. Denn das „neue“ Staatsverständnis, auf dessen Grundlage die Setzung und Vereinheitlichung von Spielregeln der wirtschaftlichen Akteure stattfindet, muss selbst erst im Zuge des Transformationsprozesses entwickelt werden. Bis dahin sind die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen instabil und verschärfen das Risiko und die Unsicherheit, unter denen Finanztransaktionen stattfinden.<sup>205</sup> Der Staat, der idealtypisch dem Marktversagen entgegenwirken soll, ist hier für die Existenz der bestehenden Risiken zu einem erheblichen Teil mitverantwortlich.

---

<sup>201</sup> Dies liegt vor allem daran, dass in der Praxis nicht von einer stochastisch unabhängigen Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken ausgegangen werden kann. Dazu kommt, dass die Wahrnehmung der Kontrollfunktion durch einen einzelnen Einleger bei den anderen Akteuren auf dem Finanzmarkt externe Effekte entstehen lässt, die keinen expliziten Marktwert haben. Dies begünstigt eine Unterversorgung mit dem Gut „Aufsicht und Kontrolle über die Geschäftsbanken“. Folglich handelt es sich bei der Ausübung der Kontrollfunktion über die Geschäftsbanken um ein öffentliches Gut, dessen staatliche Bereitstellung sinnvoll ist. Vgl. Diamond, D.: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. a.a.O. S. 393-414.

<sup>202</sup> Abweichungen von diesen Anforderungen können als Frühindikator möglicher Solvenz- und Liquiditätsschwierigkeiten der betroffenen Geschäftsbank begriffen werden. Notwendig ist ein aussagekräftiges Frühwarnsystem, damit die Interventionen der staatlichen Aufsichtsbehörden zu einem Zeitpunkt greifen können, an dem das Auftreten einer Liquiditätskrise und die möglicherweise nachfolgende Insolvenz der Geschäftsbank noch verhindert werden kann. Der staatliche Interventionismus im Falle einer Zahlungskrise kann für die Geschäftsbanken theoretisch wie eine implizite Versicherung wirken. De facto jedoch ist das Bekanntwerden von Zahlungsschwierigkeiten für einzelne Banken bereits existenzgefährdend; die Einleger werden versuchen, ihr Geld abzuziehen.

<sup>203</sup> Vgl. Dewatripont, M.; Tirole, J.: The Prudential Regulation of Banks. Cambridge 1994. S. 103 ff.

<sup>204</sup> Vgl. Coase, R.: New Institutional Economics. In: American Economic Review. Papers and Proceedings. 1998. S. 72-74. hier S. 73 f.

<sup>205</sup> So fehlte zunächst in allen Transformationsländern ein bürgerliches Gesetzbuch, das das Vertragsrecht regelt und die Schuldner-Gläubiger-Beziehungen absichert.

Nur wenn die Banken nationalisiert sind, kann man erreichen, dass der Staat darüber unterrichtet ist, wohin und woher, wie und wann die Millionen und Milliarden kommen und gehen. Und nur die Kontrolle über die Banken, über dieses Zentrum, dieses Kernstück, den Hauptmechanismus der kapitalistischen Zirkulation, würde es ermöglichen, in der Tat und nicht nur in Worten die Kontrolle über das gesamte Wirtschaftsgeschehen, über die Produktion und Verteilung der wichtigsten Erzeugnisse in Gang zu bringen.

(Lenin)

## IV. Geld und Finanzsektor im sowjetischen Sozialismus

Der traditionelle sowjetische Sozialismus kann als ein Beispiel einer *umfassend repressiven* Wirtschaft verstanden werden. Die Grundlage für die weitgehenden Staatseingriffe lieferte die Dominanz des *staatlichen Eigentums* an Produktivvermögen; der Staat entschied in diesem Wirtschaftssystem mittels der *zentralen Planung* simultan über die Entstehung, Verteilung und Verwendung des Sozialprodukts. Freiwillige Transaktionen waren weitestgehend zurückgedrängt. Trotz der zentralen (Mengen-)Planung wurde auch im sowjetischen Sozialismus nicht auf Geld und geldwirtschaftliche Parameter verzichtet. Allerdings übernahm die heimische Währung eine völlig andere Funktion, als sie das Geld in entwickelten Marktwirtschaften besitzt. Insbesondere war die allgemeine Tausch- und Zahlungsmittelfunktion des Geldes aufgehoben; das Geld war auf die Funktion einer Verrechnungseinheit reduziert.

Im Folgenden werden zunächst die Entstehungsbedingungen des traditionellen sowjetischen Wirtschaftssystems und die im Zuge der Perestrojka durchgeführten Reformen aufgezeigt, um dann in einem zweiten Schritt die Funktionsbedingungen des sowjetischen Finanzsektors zu analysieren. Die eingeschränkte Geldfunktion und die Funktionsschwächen des Finanzsektors werden in einen Zusammenhang mit den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsproblemen gestellt. Dabei zeigt sich, dass die reformsozialistische Variante finanzieller Repression die systembedingten Schwächen des Sozialismus verschärfe und weitere Produktivitätseinbrüche begünstigte.

### 1. Entstehung und Reform des sowjetischen Sozialismus

Entgegen den Annahmen der Marx-Engelsschen Stufentheorie<sup>206</sup> fand die erste erfolgreiche sozialistische Revolution nicht in einem entwickelten Industriestaat, sondern in dem

---

<sup>206</sup> Nicht nur Marx und Engels gingen von einer historischen Stufentheorie aus, nach der der Kapitalismus durch den Sozialismus abgelöst wird. Vgl. z.B. Schumpeter, J. A.: Kapitalismus, Sozialismus, Demokratie. Tübingen 1987. 6. Aufl.

stark agrarisch geprägten Russland (1917) statt.<sup>207</sup> Dies hatte zur Folge, dass an die Systemtransformation nicht nur die Erwartung geknüpft wurde, eine höhere Verteilungsgerichtigkeit zu erreichen; von der Systemtransformation wurde auch ein entscheidender Wachstumsimpuls erwartet. Die von Marx postulierte „vorherbestimmte Kontrolle der Gesellschaft“<sup>208</sup> über die Produktion legte die Basis für das „Primat der Politik über die Ökonomie“ und damit für die Subordination wirtschaftlicher Entscheidungen unter politische Vorgaben. Allokations-, Distributions- und Stabilisierungsentscheidungen kamen fortan nicht mehr durch Marktsignale zustande, sondern waren politisch motiviert.<sup>209</sup>

### a) Der traditionelle sowjetische Sozialismus

Die Neuorganisation der Eigentums- und Geldordnung, die unmittelbar nach der Oktoberrevolution in Russland durchgesetzt wurde, lieferte die rechtliche Grundlage für die staatlichen Eingriffe in den Produktionsprozess: Das erste nach diesem historischen Ereignis erlassene Dekret sicherte die Überführung von Grund und Boden in das Staatseigentum. Die Verstaatlichung der Banken,<sup>210</sup> Industriebetriebe und anderer Branchen folgte unmittelbar.<sup>211</sup> Das staatliche Außenwirtschaftsmonopol und die staatliche Devisenbewirtschaftung sollten jeden unerwünschten exogenen Einfluss auf die heimische Wirtschaft verhindern. Eine Folge der ordnungspolitischen Veränderungen war die partielle Demonetisierung der Volkswirtschaft<sup>212</sup> und der teilweise Übergang zu naturalen Tauschbeziehungen. Die Versuche der Demonetisierung der Volkswirtschaft führten nicht nur zur Auflösung der Staatsbank im Jahre 1920, sondern auch zur Etablierung eines Bezugsscheinsystems, mit dem die Grundversorgung der Bevölkerung gesichert werden sollte. Die sozialistischen Theoretiker dieser Zeit gingen davon aus, dass die neue Wirtschaftsordnung zumindest langfristig zur Abschaffung des Geldes und geldwirtschaftlicher Kategorien führen würde. Die durchgeführten Experimente bezüglich der Abschaffung des Geldes, des Übergangs auf eine Barter-Wirtschaft und der Etablierung eines rationierend wirkenden Bezugsscheinsystems ver-

<sup>207</sup> Vgl. Rauch, G. v.: Geschichte der Sowjetunion. Stuttgart 1990. 8. Aufl. S. 99 ff.

<sup>208</sup> Vgl. Marx, K.: Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Bd. 3. a.a.O. S. 197.

<sup>209</sup> Kornai konstatiert, dass der Führungsanspruch der kommunistischen Partei in der Praxis eine notwendige Voraussetzung für den Übergang auf ein sozialistisches Gesellschaftssystem darstellt: „Socialism comes into existence only when and where the Communist party is in power; power is a fundamental, ultimate value.“ Vgl. Kornai, J.: The Socialist System: The Political Economy of Communism. Princeton 1992. S. 87. Das Machtmonopol der kommunistischen Partei wurde in der sowjetischen Verfassung von 1936 verankert.

<sup>210</sup> Lenin sah in der Verstaatlichung der Banken einen zentralen Ansatzpunkt zur Transformation des Wirtschaftssystems und zur Etablierung einer sozialistischen Wirtschaftsordnung. Vgl. Lenin, W. I.: Die drohende Katastrophe und wie man sie bekämpfen soll. In: Lenin-Werke. Bd. 25. Berlin 1960. S. 339 f. Sowie ders.: Thesen zur Bankenpolitik. In: Lenin-Werke. Bd. 27. Berlin 1960. S. 212-213.

<sup>211</sup> Vgl. Lenin, W. I.: Die drohende Katastrophe ... a.a.O. S. 369 f.

<sup>212</sup> Mit der Verstaatlichung der Banken ging zunächst ihre Vereinigung in ein zentrales Finanzinstitut einher. Vgl. Griffith-Jones, St.: The Role of Finance in The Transition to Socialism. London, New Jersey 1981. S. 35 ff.

schärfsten allerdings die gesamtwirtschaftliche Situation derart, dass die unternommenen Versuche einer definitiven Abschaffung des Geldes als gescheitert betrachtet wurden.<sup>213</sup>

Erst die partielle Wiederzulassung von Marktmechanismen, die neuerliche Orientierung wirtschaftlicher Entscheidungen an monetären Kategorien und die teilweise Reprivatisierung im Rahmen der Neuen Ökonomischen Politik (NEP) ermöglichen eine Erholung der Wirtschaftstätigkeit. Die Remonetisierung der Volkswirtschaft sollte durch die 1921 wieder errichtete russische Staatsbank gesichert werden.<sup>214</sup> In der Folgezeit wurden weitere staatliche Banken zugelassen. Jede private Bankentätigkeit blieb allerdings untersagt.<sup>215</sup> Trotz der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung blieb der Entwicklungsabstand der Sowjetunion zu den Industrierationen erheblich. Der politische Anspruch auf ein rasches Aufholen des gewaltigen Entwicklungsrückstands gegenüber den westlichen Volkswirtschaften machte eine konsistente Wachstumsstrategie notwendig.<sup>216</sup>

Die entscheidende Zäsur bei der Herausbildung des traditionellen sowjetischen Wirtschaftssystems brachte das Jahr 1927, in dem die endgültige Überführung des privaten Eigentums an Produktivvermögen in das Staats- bzw. Kollektiveigentum, das erneute Zurückdrängen privatwirtschaftlicher Aktivitäten und die Wahrnehmung der staatlichen Eigentumsrechte mittels der zentralen Planung durchgesetzt wurde.<sup>217</sup> In dieser Wirtschafts-

---

<sup>213</sup> Vgl. Nove, A.: Das sowjetische Wirtschaftssystem. Baden-Baden. 1980. S. 407 ff.

<sup>214</sup> Vgl. Sokol'nikov, G. J.: Novaja finansovaja politika (*Neue Finanzpolitik*). Moskau 1991. S. 51 ff.

<sup>215</sup> Nach der Oktoberrevolution 1917 brach der russische Vielvölkerstaat zunächst auseinander. Bereits im Januar 1918 erklärte sich die Ukraine als eigenständige Sozialistische Sowjetrepublik für unabhängig. Die Union der Sozialistischen Sowjetrepubliken (UdSSR) wurde Ende Dezember 1922 durch den Zusammenschluss der Russischen Sozialistischen Föderativen Sowjetrepublik, der Ukrainischen, der Transkaukasischen und der Weißenrussischen Sozialistischen Sowjetrepubliken gegründet. Der Unionsvertrag war ein Teil der ersten Verfassung der UdSSR von 1923/24. Der formal föderativen und damit dezentralen Verwaltungsstruktur der Sowjetunion stand die zentralistisch organisierte kommunistische Partei gegenüber. De facto wurde dieses Spannungsverhältnis durch die Besetzung wichtiger Verwaltungspositionen mit Parteifunktionären zugunsten der zentralistischen Organisationsform gelöst. Nach der Gründung der Sowjetunion (UdSSR) als föderales Staatsgebilde (Ende 1922) wurden die nationalen Staatsbanken zur Staatsbank der UdSSR (Gosbank) zusammengeschlossen.

<sup>216</sup> Die Diskussion um eine, auch den machtpolitischen Ansprüchen der Kommunistischen Partei der Sowjetunion (KPdSU) gerecht werdende, wachstumspolitische Strategie beherrschte die innerparteiliche Auseinandersetzung während der ersten Dekade nach der Oktoberrevolution. Die Notwendigkeit einer Wachstumspolitik war innerhalb der Partei unumstritten. Die innerparteilichen Positionen unterschieden sich vor allem bezüglich des Wachstumstemplos, der Finanzierung der Industriepolitik und der zukünftigen Rolle des privaten Sektors im Sozialismus.

<sup>217</sup> Der erste verbindliche Fünfjahresplan trat zum 1. Oktober 1928 in Kraft. Wichtige Planungsbehörden waren bis in die achtziger Jahre hinein die Staatliche Plankommission (*Gosplan*) und das Staatskomitee für Materialversorgung (*Gossnab*). Die Staatliche Plankommission war für die Ausarbeitung der Perspektiv- und Fünfjahrespläne zuständig, die in einem Disaggregationsprozess in Jahrespläne aufgespalten wurden. Das Staatskomitee für Materialversorgung dagegen sollte die Liefer- und Abnehmerbeziehungen zwischen den einzelnen Unternehmen regeln. Diese Beziehungen wurden im Wesentlichen durch Zuweisungen organisiert. Zur Aufgabenteilung zwischen Gosplan und Gossnab vgl. Dobias, P.: Theorie und Praxis der Planwirtschaft. Paderborn 1977. S. 72 ff. Zur Durchset-

ordnung stand dem erzwungenen Verzicht auf das private Eigentum an Produktivvermögen die staatliche Beschäftigungsgarantie gegenüber. Diese ist als ein aus der Eigentumsordnung abgeleitetes Systemspezifikum des Sozialismus zu verstehen. Die einzelnen, mit dem Eigentum verbundenen Rechte wurden in der Regel von unterschiedlichen staatlichen Institutionen wahrgenommen: Die Verfügungsrechte über das staatliche Eigentum waren bei der Bürokratie (Ministerien, Plankommission) angesiedelt, während die Nutzungsrechte in der Regel auf der Unternehmensebene lagen. Entscheidungsspielräume der Unternehmen entstanden zum einen durch die asymmetrische Verteilung der Information zwischen den zentralen Instanzen und den dezentralen Wirtschaftseinheiten. Zum anderen waren Kontrollmöglichkeiten der Zentralbehörden begrenzt. Eine weitreichende Unternehmenskontrolle hätte exorbitant hohe Monitoringkosten verursacht und wäre technisch kaum durchführbar gewesen.<sup>218</sup> Die postulierte umfassende Volkswirtschaftsplanung war schon aufgrund der Komplexität der wirtschaftlichen Prozesse nicht möglich.<sup>219</sup> Die zentrale Planung bedeutete daher für das einzelne Unternehmen in der Regel nicht die umfassende Kontrolle des Produktionsprozesses, sondern vielmehr die Festlegung des geplanten Outputs sowie weiterer Kennziffern durch eine zentrale staatliche Instanz.<sup>220</sup> Verbindlich war für die Unternehmen vor allem die in Mengeneinheiten formulierte Outputvorgabe. Der geplante Input dagegen stellte eher eine Orientierungsgröße dar.<sup>221</sup> Trotz der zentralen Planung wurde

---

zung und Kontrolle der zentralen Planung wurde eine umfangreiche, hierarchisch organisierte Bürokratie geschaffen.

<sup>218</sup> De facto waren daher Planung, Entscheidung und Kontrolle eng miteinander verwobene Teile eines iterativen Abstimmungsprozesses zwischen den unterschiedlichen Hierarchieebenen. Schon aufgrund dieser asymmetrischen Informationsverteilung konnte die Planungsbehörde nicht zugleich eine effiziente Planungs- und Kontrollinstanz darstellen. So erstellten die Zentralbehörden zwar für die Unternehmen verbindliche Pläne, waren dabei allerdings auf Informationen aus den Unternehmen angewiesen. Durch Fehlinformation, etwa bezüglich ihrer tatsächlichen Kapazitätsgrenzen, konnten die Unternehmen z.T. „weiche Pläne“ durchsetzen und bei einer Übererfüllung am Prämiensystem partizipieren. Vgl. Heal, G. M.: *The Theory of Economic Planning*. Amsterdam. London. New York 1973. S. 68 ff. Dobias, P.: *Theorie und Praxis der Planwirtschaft*. a.a.O. S. 67 ff.

<sup>219</sup> In einer komplexen Wirtschaft besteht weder theoretisch noch praktisch die Möglichkeit einer Zentralisierung des gesamten planungsrelevanten Wissens. Vgl. Hayek, F. A. v.: *The Use of Knowledge in Society*. In: *American Economic Review*. Vol. 35. Nr. 4/1945. S. 519-530. Unter der realitätsfernen Annahme der vollständigen Information der Planer lässt sich allerdings in dem konkurrenzsozialistischen Modell Oskar Langes eine Lösung des Allokationsproblems simulieren, die den wettbewerblichen Ergebnissen gleichkommt. Vgl. Lange, O.: *Politische Ökonomie*. Bd. 1. Frankfurt a. M. 1970.

<sup>220</sup> Detailpläne wurden in der Regel nur für die so genannten Prioritätsbereiche, d.h. für ausgewählte Industriebranchen, auf der Grundlage der Bilanzierungsmethode erstellt. In diesen Bilanzen wird die Produktion und Verwendung einzelner Produkte mengenmäßig gegenübergestellt. Mit zunehmender Komplexität der zu koordinierenden Prozesse und Ergebnisse mussten Schwächen dieser Methode, die vor allem in einer unzureichenden Informationserfassung und -verarbeitung zu sehen sind, deutlich hervortreten. Vgl. Krylov, P.: *The Balance Method of Planning*. In: *Problems of Economics*. Nr. 1/1968. S. 11-17. Montias, J. M.: *Planning with Material Balances*. In: *American Economic Review*. Nr. 5/1959. S. 963-985.

<sup>221</sup> Der effiziente Mitteleinsatz sollte auf der Unternehmensebene durch den Einsatz der „wirtschaftlichen Rechnungsführung“ (*chozras&et*), einer Bilanzmethode, die im Wesentlichen auf einer

an Geld, geldwirtschaftlichen Parametern und der Existenz eines Finanzsektors festgehalten; ihre traditionellen Funktionen aber revidiert.<sup>222</sup> Das gesamte Wirtschaftssystem war durch massive Staatseingriffe geprägt, die sich nicht auf den Finanzsektor beschränkten. Der sowjetische Sozialismus kann in seiner Grundausrichtung als hochgradig represiv eingestuft werden; d.h. freiwillige Transaktionen von Eigentumsrechten waren weitestgehend zurückgedrängt.<sup>223</sup> Dieser hohe Repressionsgrad wurde auch durch die Ausgestaltung des Finanzsektors abgesichert.

Das durch das staatliche Eigentum an Produktivvermögen und die zentrale Planung geprägte sowjetische Wirtschaftssystem blieb im Wesentlichen bis in die achtziger Jahre hin ein unverändert.<sup>224</sup> Die implementierten Reformversuche stellten weder das staatliche Eigentum an Produktivvermögen noch die zentrale Planung in Frage.<sup>225</sup> Vielmehr zielten sie im Wesentlichen auf eine Effizienzsteigerung durch Reorganisation der Entscheidungsbefugnisse innerhalb des staatlichen Sektors. Insgesamt zeichnete sich das sowjetische System - trotz aller partiellen Veränderungen - bis in die achtziger Jahre hinein durch eine relative Starrheit aus;<sup>226</sup> es basierte bis zu diesem Zeitpunkt im Wesentlichen auf einer in den zwanziger Jahren entwickelten Wachstumsstrategie.

---

Minimierung des Mitteleinsatzes bei gegebenem Ziel beruht, gewährleistet werden. Vgl. Nove, A.: Das sowjetische Wirtschaftssystem. a.a.O. S. 72 f.

<sup>222</sup> In diesem hochgradig reglementierten Wirtschaftssystem waren marktvermittelte Transaktionen allein auf den Kolchosmärkten zugelassen. Tatsächlich jedoch bildeten sich nicht zuletzt aufgrund der Güterknappheit illegale Märkte heraus, auf denen Tauschgeschäfte stattfanden.

<sup>223</sup> Zum einen war die Wirtschaftsordnung auf eine extreme Repression des privaten Sektors ausgerichtet. Dazu zählte nicht nur, dass die privaten Wirtschaftsaktivitäten weitestgehend zurückgedrängt waren, sondern auch, dass die Präferenzstruktur der privaten Haushalte keinen Einfluss auf die Produktionsentscheidungen hatte (keine Konsumentensouveränität). Zum anderen war der staatliche Sektor an die politisch motivierten (Output-)Vorgaben gebunden; eigenständige Entscheidungen bezüglich der Produktion und der Produktqualität konnten die staatlichen Unternehmen nur in einem ausgesprochen geringen Umfang treffen. Diese auf die Erfüllung von mengenmäßigen Vorgaben ausgerichtete Anreizstruktur musste auf die Entwicklung und Durchsetzung von Innovationen beschränkend wirken.

<sup>224</sup> Die Wirtschaftswissenschaften wurden in der Sowjetunion in der Folgezeit im Wesentlichen zu einer Rechtfertigungslehre des etablierten Systems stilisiert. Erst die Entstalinisierung (1956) ließ eine sowjetische Analyse und Kritik des bestehenden Wirtschaftssystems zu. Vgl. Sutela, P.: Economic Thought and Economic Reform in the Soviet Union. Cambridge 1991. S. 21 ff.

<sup>225</sup> Vor allem das staatliche Eigentum an Produktivvermögen wurde durch die Reformen niemals in Frage gestellt. Die einzelnen Reformansätze lassen sich im Wesentlichen danach unterscheiden, ob die Effizienzsteigerung durch eine stärkere Dezentralisierung oder Zentralisierung der wirtschaftlichen Entscheidungen erreicht werden sollte. Typisch war, dass die Dezentralisierung der Entscheidungsbefugnisse immer wieder zurückgenommen wurde, so dass sich verallgemeinernd feststellen lässt, dass auf jede mäßige Dezentralisierung wirtschaftlicher Entscheidungen eine Phase der erneuten Zentralisierung folgte. Vgl. Nove, A.: Das sowjetische Wirtschaftssystem. a.a.O. S. 81 ff. und 376 ff. Sowie Hewett, E.: Reforming the Soviet Economy: Equality versus Efficiency. Washington 1988. S. 223 ff. Grossman, G.: Economic Systems. 2. Ed. New Jersey. 1974. S. 93-123. Schroeder, G.: Soviet Economic „Reforms“: A Study in Contradictions. In: Soviet Studies. Nr. 1/1988. S. 1-21.

<sup>226</sup> Vgl. Kornai, J.: The Socialist System. a.a.O. S. 383 ff.; Kosta, J.: Wirtschaftssysteme des realen Sozialismus. Köln 1984.

## b) Perestrojka: Zwischen Systemerhalt und Transformation

Die Mitte der 80er Jahre konstatierte Reformnotwendigkeit wurde vor allem aus dem politischen Anspruch abgeleitet, in der Konkurrenz der Wirtschaftssysteme die systembedingte Überlegenheit beweisen zu müssen.<sup>227</sup> Tatsächlich hatte die langfristige Abschwächung des Wirtschaftswachstums (vgl. Tabelle 1) dieses erklärte Ziel des sowjetischen Sozialismus nahezu unerreichbar werden lassen.<sup>228</sup> Offensichtlich verursachte die traditionelle sowjetische Wirtschaftsordnung erhebliche Informations-, Koordinations-, und Kontrollkosten, die auch den Übergang von dem extensiven, auf einem vermehrten Ressourceneinsatz beruhenden Wirtschaftswachstum, zum intensiven, auf einer effizienten Ressourcenallokation fußenden Wachstum erschwerte.<sup>229</sup> Diese Informations- und Kontrollprobleme wurden auf den Zentralisierungsgrad und auf die Negation funktionsfähiger geldwirtschaftlicher Parameter, wie Preise, Zinsen etc. zurückgeführt. Die Reformen der Perestrojka setzten daher an einer Reorganisation der Entscheidungsstruktur und an der Remonetisierung der Volkswirtschaft an.

*Tabelle 1*

### Daten zur Wirtschaftsentwicklung der UdSSR 1961-1985

Durchschnittliche Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	1961 bis 1965	1966 bis 1970	1971 bis 1975	1976 bis 1980	1980 bis 1985
Bruttoinlandsprodukt (BIP)	6,5	7,4	6,3	4,2	3,5
Industrie	8,6	8,5	7,4	4,4	3,7
Landwirtschaft	2,3	3,9	2,5	1,7	1,1
Investitionen	5,4	7,3	6,7	3,7	3,7
Realeinkommen (Bevölkerung)	3,6	5,9	4,4	3,4	2,1
Einzelhandelsumsatz	6,0	8,2	6,3	4,4	3,1

Quellen: Goskomstat SSSR: Narodnoe chozjajstvo SSSR v 1985 g. Moskau 1986.  
Eigene Berechnungen.

<sup>227</sup> „Es bleibt das Dilemma des Sozialismus, einem fortgeschrittenen Kapitalismus nachlaufen zu müssen, als dessen Überwinder er einst angetreten war.“ Riese, H.: Geld im Sozialismus. Regensburg 1990. S. 136.

<sup>228</sup> Verschärfend trat hinzu, dass die offizielle sowjetische Statistik zu einer Überzeichnung der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten neigte. Diese Überschätzungen waren zum einen politisch motiviert und zum anderen durch strukturelle und methodische Faktoren begünstigt. So bestanden systembedingt auf der Unternehmensebene große Anreize, die tatsächliche wirtschaftliche Leistung zu überzeichnen. Zudem war die Überbewertung der realwirtschaftlichen Entwicklung teilweise auf eine unzureichende Preisbereinigung zurückzuführen. Vgl. Seljunin, V., Chanin, G.: Lukavaja cifra (*Verwirrende Ziffer*). In: Novyj Mir. Nr. 2/1987. S. 181-201. Vgl. Korolev, M.: O korennoj perestrojke raboty organov gosudarstvennoj statistiki (*Zur aktuellen Reorganisation der amtlichen Statistik*). In: Vestnik statistiki. Nr. 9. 1987. S. 3-16. Vgl. Orlov, B. P.: Illjuzii i realn'ost' ekonomičeskoy informacii (*Illusion und Wahrheit wirtschaftlicher Daten*). In: EKO. Nr. 8/1988. S. 3-20.

<sup>229</sup> Vgl. Dobias, P.: Theorie und Praxis ... a.a.O. S. 194 f.

Die nach dem Amtsantritt Michail Gorbatschows als Generalsekretär der KPdSU im Jahre 1985 eingeleiteten Reformschritte der *Perestrojka* folgten keiner auf einen gezielten Strukturwandel ausgerichteten Strategie,<sup>230</sup> sondern zeichneten sich vor allem dadurch aus, dass sie auf differenzierten Spielregeln für unterschiedliche Wirtschaftseinheiten fußten. Damit aber standen diese Reformen, die gerade durch ihren Partialcharakter die grundlegende Funktionsweise des sozialistischen Systems nicht gefährden sollten, ihrem eigentlichen Ziel entgegen. Die Informations- und Kontrollkosten des Staates mussten aufgrund der differenzierten Spielregeln eher steigen als sinken.

Ex post lassen sich drei Reformphasen unterscheiden. In einem ersten Schritt wurden zunächst unter dem Schlagwort *uskorenie* (Beschleunigung) Veränderungen zur Verbesserung einzelner Abläufe des Produktionsprozesses eingeleitet.<sup>231</sup> Die Hauptprobleme des Wirtschaftssystems wurden - wie in der Vergangenheit - in den Mängeln bei der Durchsetzung der Planvorgaben und in einem individuellen Fehlverhalten gesehen.<sup>232</sup> Das „Primat der Politik“ sollte weiterhin den gewünschten Entwicklungspfad vorzeichnen. Zwar waren mit dieser Strategie kurzfristige Erfolge erzielt worden; die Wachstumsraten stiegen wieder leicht an, jedoch sollte die Nachhaltigkeit des Wachstums durch radikalere Reformen der Organisation des Wirtschaftsprozesses gesichert werden. 1987 trat der Reformprozess so in

---

<sup>230</sup> Die seit März 1985 durchgesetzten Veränderungen des Gesellschaftssystems sind auf das Engste mit den Begriffen *glasnost* und *perestrojka* verbunden. *Glasnost*, Öffentlichkeit, bedeutete die Einleitung einer Demokratisierung der bislang autoritär organisierten Gesellschaft. *Perestrojka*, Umbau, zielte auf eine Reorganisation der Wirtschaftsprozesse zur deutlichen Steigerung des Wirtschaftswachstums; der sowjetische Sozialismus sollte nach Jahren der Stagnation wieder an Fahrt gewinnen. Vgl. Habermas, J.: Die nachholende Revolution. Frankfurt a. M. 1990. Ein deutliches Anzeichen einer zunehmend kritischen Auseinandersetzung sowjetischer Sozialwissenschaftler mit dem bestehenden Wirtschafts- und Gesellschaftssystem lieferte die Veröffentlichung der „Studie von Novosibirsk“. Diese Studie benannte in bislang unbekannter Klarheit Verkrustungen des sowjetischen Wirtschafts- und Gesellschaftssystems. Dem bestehenden System wurde darin die Unfähigkeit attestiert, „eine vollständige und genügend effiziente Nutzung des materiellen und intellektuellen Potentials der Gesellschaft zu gewährleisten“. Vgl. Die Studie von Novosibirsk. In: Osteuropa. Archiv A.1-25. Nr. 1/1985. Hier A4. Die Reformen setzten bei der Dezentralisierung wirtschaftlicher Entscheidungen, der Redefinition der Geldfunktionen und einer grundlegenden Veränderung der Funktionsbedingungen des Finanzsektors an.

<sup>231</sup> Vgl. Pravda vom 24. April 1985. Die Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums sollte durch eine forcierte Industriepolitik, eine verstärkte Qualitätsprüfung und die Motivationssteigerung der Beschäftigten ermöglicht werden. Insbesondere wurde von der gezielten Förderung des heimischen Maschinenbaus ein gesamtgesellschaftlicher Innovationsschub und eine deutliche Steigerung der Investitionstätigkeit erwartet. Zugleich sollte die Anti-Alkohol-Kampagne, in deren Folge das Angebot an Alkoholika gesenkt und die Preise zugleich drastisch erhöht wurden, zu einer Verbesserung der Arbeitsmoral führen. Der endgültige Übergang vom extensiven, auf vermehrtem Input fußenden Wirtschaftswachstum, zum intensiven, auf Effizienzgewinnen basierenden Wachstum wurde angestrebt. Vgl. Abalkin, L.: Kurzum *uskorenia* (*Auf dem Beschleunigungskurs*). Moskau 1986.

<sup>232</sup> Die mit der Reform verbundenen Wachstumsziele wurden im 12. Fünfjahresplan festgehalten, der für den Zeitraum zwischen 1986 und 1990 formuliert wurde. Das Volkseinkommen sollte danach in diesem Zeitraum jahresdurchschnittlich um 4,1 %, die Industrieproduktion um 4,9 %, die Bruttoanlageinvestitionen um 4,9 % und die realen Einkommen der Bevölkerung um 2,8 % wachsen. Zugleich sollte der Einzelhandelsumsatz (ohne Alkohol) im Durchschnitt jährlich um 6,7 % steigen. Vgl.: Goskomstat SSSR: *Narodnoe chozajstvo SSSR v 1985 g. a.a.O. S. 62.*

seine zweite Phase, die zu einer „radikalen Umgestaltung der Wirtschaftsleitung“ führen sollte.<sup>233</sup> Die jetzt eingeleitete Dezentralisierung der Entscheidungsstrukturen erforderte nicht nur die Stärkung der Position der Unternehmen gegenüber den Zentralbehörden, sondern auch den Übergang auf einen anderen Koordinationsmechanismus zwischen den Produktionsentscheidungen der einzelnen Wirtschaftseinheiten. Hierbei spielte die (partielle) Reaktivierung geldwirtschaftlicher Kategorien eine herausragende Rolle. Denn damit sollte nicht nur die Abstimmung zwischen Angebot und Nachfrage verbessert, sondern auch die gesamtwirtschaftliche Produktion gesteigert werden.<sup>234</sup>

Indem den Belegschaften und dem Management der staatlichen Unternehmen ein Mitspracherecht bei der Verwendung der Finanzmittel zugesprochen und ihnen zugleich die Möglichkeit eingeräumt wurde, die vorhandenen Finanzmittel zur Lohnzahlung zu nutzen, waren die vormaligen Spezialgeldfunktionen ebenso wie die Trennung der Geldkreisläufe aufgehoben worden. Damit war ein wesentlicher Schritt zur Restituierung der allgemeinen Tauschmittelfunktion des heimischen Geldes eingeleitet worden.

Zugleich musste aufgrund der Widersprüchlichkeit der Reformen, die sich beispielsweise darin zeigte, dass den Unternehmen zwar ein Entscheidungsspielraum bei der Produktion eingeräumt, aber an den verbindlichen Planvorgaben festgehalten wurde, ein Spannungsfeld zwischen zentralstaatlichen Verfügungen und den Unternehmensentscheidungen entstehen. Da zudem weitestgehend an den administrierten Preisen festgehalten wurde, konnte sich auch nach einer verstärkten Orientierung an den geldwirtschaftlichen Parametern die allokativen Effizienz nur bedingt erhöhen. Dies galt auch nach der schrittweisen Liberalisierung des Außenhandels,<sup>235</sup> nach der die Unternehmen zwar zunehmend ihre Ex- und Importgeschäft selbständig tätigten,<sup>236</sup> ihre Devisenerlöse aber teilweise den Zentralbehörden zuführten sollten.

Indem den einzelnen staatlichen Unternehmen ein stärkeres Mitspracherecht bei der Verwendung des Produktionsergebnisses zugesprochen wurde, zogen diese Reformen eine Reorganisation der Aufteilung der Property-Rights innerhalb des Staatssektors nach sich: Die Nutzungs- und Ertragsrechte aus dem staatlichen Eigentum wurden den Unternehmen

---

<sup>233</sup> Der Übergang auf eine radikale Wirtschaftsreform wurde auf dem 27. Parteitag im Februar 1987 beschlossen. Konkrete Schritte wurden mit den Beschlüssen des ZK-Plenums vom Sommer 1987 formuliert. Vgl. Pravda vom 27. Juni 1987. S. 1-3.

<sup>234</sup> Vgl. Zakon SSSR: O gosudarstvennom predpriyatiu (ob"edinenii) (*Gesetz über das Staatsunternehmen (Vereinigung)*). In: Pravda vom 1. Juli 1987. Das zum 1. Januar 1988 in Kraft getretene *Gesetz über das Staatsunternehmen (Vereinigung)* regelte zunächst die unternehmerische Tätigkeit von etwa 20.000 Unternehmen. Erst zum 1. Januar 1989 wurde der Geltungsbereich dieses Gesetzes auf alle staatlichen Unternehmen ausgedehnt.

<sup>235</sup> Noch vor dem *Gesetz über das staatliche Unternehmen* trat im Januar 1987 ein Erlass in Kraft, der die Gründung von Gemeinschaftsunternehmen (Joint-Ventures) regelte. Die ausländischen Partner konnten einen Anteil von maximal 49 % am Stammkapital des Unternehmens erwerben. Vgl. bfa (Hrsg.): UdSSR - Gemeinschaftsunternehmen in der UdSSR. 1988. S. 34-37b.

<sup>236</sup> Vor der schrittweisen außenwirtschaftlichen Öffnung, die 1986 eingeleitet wurde, waren die Außenwirtschaftsbeziehungen der Sowjetunion durch das Außenwirtschafts- und das Valutamonomopol des Staates geprägt.

zugesprochen; die Haftung für die wirtschaftlichen Entscheidungen dagegen blieb bei den Zentralbehörden. Verkannt wurde dabei völlig, dass diese Reformen nur dann den gewünschten Erfolg hätten zeigen können, wenn die Dezentralisierung von Entscheidungen mit einer entsprechenden Dezentralisierung der Haftung und einer Liberalisierung der Transaktionen und folglich auch der Preise einher gegangen wären. Verschärft wurde das Spannungsverhältnis konkurrierender Regeln mit der Implementierung des *Genossenschaftsgesetzes* (1. Juli 1988).<sup>237</sup> Genossenschaften konnten auch von staatlichen Unternehmen gegründet werden.<sup>238</sup> Dies war für die staatlichen Unternehmen attraktiv, da Genossenschaften, im Gegensatz zu den traditionellen Staatsunternehmen, weder an Output- noch an Preisvorgaben gebunden waren.<sup>239</sup>

Während die zweite Reformphase in erster Linie durch die Ausdifferenzierung der institutionellen Rahmenbedingungen für die einzelnen Wirtschaftseinheiten geprägt war, entstand in der dritten Reformphase zunächst der Eindruck, dass die Vereinheitlichung der Spielregeln forciert werden würde. Mit den eigentumsrechtlichen Änderungen im Jahre 1990 wurden Ansatzpunkte zur rechtlichen Gleichstellung von staatlichem und privatem Eigentum<sup>240</sup> geschaffen. Zugleich wurde die Existenz von Kleinunternehmen legitimiert<sup>241</sup>

<sup>237</sup> Vgl. Zakon SSSR: O kooperacii v SSSR (*Gesetz über die Genossenschaften*). In: Pravda vom 8. Juni 1988.

<sup>238</sup> Eine Genossenschaft konnte durch den Zusammenschluss mehrerer natürlicher oder juristischer Personen gegründet werden. Die Tätigkeitsfelder der Genossenschaften waren weitgehend unbeschränkt. Das Eigentum der Genossenschaft wurde dem staatlichen Eigentum gleichgestellt und der Schutz der Eigentumsrechte garantiert. Sowohl die Mitglieder als auch die Beschäftigten einer Genossenschaft konnten in diesem Unternehmen hauptberuflich tätig sein. Produkte, die aus Rohstoffen oder Vorprodukten hergestellt wurden, die die Genossenschaften zu administrierten Preisen bezogen hatten, mussten zu so genannten *Vertragspreisen* geliefert werden. Bei diesen *Vertragspreisen* handelte es sich um Preise, die für einzelne Produkte zwischen Produzenten und Abnehmern auf der Grundlage von Kollektivverträgen vereinbart wurden. Staatsaufträge konnten freiwillig von den Genossenschaften übernommen werden. Dabei waren die Genossenschaften allerdings bezüglich der Preisgestaltung an die administrativen Vorgaben gebunden. Der von der Genossenschaft erwirtschaftete Gewinn unterlag einer progressiven Besteuerung mit einem Spitzensteuersatz von 45 %. Vgl. Izvestija vom 8. August 1989.

<sup>239</sup> Vgl. Ekonomičeskaja gazeta. Nr. 24/1987. Der Genossenschaftssektor erlebte nach der Verabschiedung des Gesetzes 1988 einen Boom: Lag die Zahl der Genossenschaften vor Inkrafttreten des Gesetzes bei etwa 13 900 (155 800 Beschäftigte), so existierten Ende 1988 bereits 77 500 Genossenschaften mit 1,4 Mill. Beschäftigten. Diese Zahlen stiegen bis Ende 1990 auf 245 400 Genossenschaften mit 6,1 Mill. Beschäftigten. Vgl. Goskomstat SSSR: Narodnoe chozajstvo SSSR v 1990 g. Moskau 1991. S. 55.

<sup>240</sup> Das zum 1. Juli 1990 in Kraft getretene, unionsweit gültige Gesetz unterschied drei Eigentumsformen: das Privateigentum, das gemeinschaftliche/genossenschaftliche Eigentum und das Staats-eigentum. Der staatliche Schutz aller drei Eigentumsformen vor dem unberechtigten Zugriff Dritter wird in diesem Gesetz garantiert. Vgl. Zakon SSSR: O sobst'vennosti v SSSR (*Gesetz über das Eigentum in der UdSSR*). In: Izvestija vom 10. März 1990.

<sup>241</sup> Vgl. Ekonomika i žizn'. Nr. 33/1990. Grundsätzlich unterlag die Geschäftstätigkeit der Kleinbetriebe keiner Beschränkung. Zur Eröffnung eines Kleinbetriebes war die Registrierung bei den örtlichen Behörden notwendig. Die Gründung von Kleinbetrieben sollte durch Steuervorteile und Subventionen gefördert werden. De facto allerdings wurde die Entstehung eines mittelständischen Unternehmertums vor allem durch den erschwerten Marktzutritt bei Handels- und Vorprodukten und durch

sowie die Überführung zentralstaatlicher Unternehmen in andere Eigentumsformen ermöglicht.<sup>242</sup> Nach diesen Veränderungen wäre zu erwarten gewesen, dass es zu einer beschleunigten Ausgründung vermeintlich effizient fungierender Wirtschaftseinheiten aus dem Staatssektor und zu zahlreichen Neugründungen privater Unternehmen kommen würde. Dies allerdings wäre einer Gefährdung des eigentlich sozialistischen Elementes, der Dominanz des staatlichen Eigentums an Produktivvermögen, gleichgekommen. Um dies zu vermeiden, war daher das Entstehen nicht-staatlichen Eigentums an Produktivvermögen zu behindern. Die Zentralbehörden hatten erkannt, dass staatliche Eingriffe in den im Entstehen begriffenen Finanzmarkt hier einen bedeutenden Ansatzpunkt liefern konnten.

Zunehmend wurde in der letzten Phase der Perestrojka das Fehlen eines stimmigen und auf einem gesellschaftlichen Konsens fußenden Konzeptes deutlich. Die Anzahl und Frequenz der Änderungen erlassener Gesetze und Verfügungen stieg dramatisch an. Dazu kam, dass nicht mehr nur die Zentralbehörden mittels Gesetzen ihren eigenen Handlungsspielraum absteckten, sondern die Regionen schon längst in diesen Verteilungskampf um die Macht miteinbezogen waren. Die miteinander konkurrierenden Gesetze unterschiedlicher föderaler Ebenen spiegelten nicht nur die zunehmend desolate Kontrollsituation der Zentralbehörden, sondern auch den Versuch aller staatlichen Ebenen wider, über den Gesetzgebungsspielraum Einfluss auf die Ressourcenallokation zu nehmen. Dies verstärkte sich, als in den einzelnen Republiken der Sowjetunion Zentralbanken eingerichtet wurden. Zwar waren diese der Zentralbank in Moskau unterstellt, jedoch konnten die Zentralbehörden kaum noch eine sinnvolle Kontrolle ausüben.

## 2. Von der zentralen Planung zur finanziellen Repression

Bis zu den Reformen der Perestrojka waren im sowjetischen Sozialismus die monetären Prozesse den realwirtschaftlichen deutlich nachgeordnet. Der sozialistische Finanzsektor, zu dem schon aufgrund der Eigentumsstruktur nicht nur die Banken, sondern auch die öffentlichen Haushalte zu zählen sind, sollte vorrangig der Buchung und Verrechnung dienen. Gerade aufgrund der explizit derivativen Funktionen des Finanzsektors konnten sich hier besonders gut die Abweichungen von den Planvorgaben und damit auch die Funktionschwächen des traditionellen sowjetischen Wirtschaftssystems zeigen.<sup>243</sup> So sind die für

---

den mangelhaften Zugang zu entsprechenden Finanzmitteln behindert. Nach wie vor war es schwierig, Investitionsgüter zu erwerben. Die entsprechenden Handelsstrukturen waren erst im Entstehen.

<sup>242</sup> Seit Juni 1990 war es möglich, staatliche Unternehmen in Aktiengesellschaften umzuwandeln, deren Anteile konnten von natürlichen und juristischen Personen erworben werden. Ende 1990 existierten auf dem Territorium der UdSSR 1200 Aktiengesellschaften. Vgl. *Ekonomika i žizn'*. Nr. 5/1991. Alle strategisch wichtigen Industriezweige (militärisch-industrieller Komplex, Atomindustrie, Energiesektor, Eisenbahn, Post, Telekommunikation usw.) waren von dieser Regelung ausgenommen.

<sup>243</sup> Allerdings wurden die Daten über die monetäre Entwicklung nur zu einem geringen Teil veröffentlicht. Zeitreihen über die Geldmengenentwicklung bis 1985 sind zum Beispiel nicht publiziert worden. Die folgende Analyse bezieht sich bis 1985 allein auf Daten von Goskomstat und eigene Berechnungen. Für die folgenden Jahre wurden auch internationale Publikationen herangezogen. Vgl. International Monetary Fund et al. (ed.): *A Study of the Soviet Economy*. Vol. 1-3. Washington D.C.

den Sozialismus typische zurückgestaute Inflation, der Kaufkraftüberhang der privaten Haushalte und die versteckte Finanzkrise des Staates einerseits als Indikatoren für die wachsenden Koordinations- und Informationsprobleme der Zentralbehörden zu begreifen. Andererseits zeigen sich in ihnen über die geplanten staatlichen Aktivitäten hinausgehende fiskalische Ansprüche. Unter der Voraussetzung, dass im Sozialismus aufgrund der zentralen Planung derartige, über die Planvorgaben hinausgehende staatliche Ansprüche an das Sozialprodukt nicht hätten auftreten sollen, erhält ihr Vorhandensein ein spezifisches Gewicht.<sup>244</sup>

Mit den Reformen der Perestrojka setzte nicht nur eine Reaktivierung monetärer Kategorien, sondern auch eine Reorganisation der monetären Prozesse ein. In der zusammenbrechenden Sowjetunion ließ die Koexistenz sozialistisch-planwirtschaftlicher und partiell geldwirtschaftlicher Teilordnungen die reformsozialistischen Verwerfungen mit besonderer Vehemenz im Finanzsektor auftreten. Denn gerade in der Endphase der Perestrojka versuchte der Zentralstaat seinen Zugriff auf die Ressourcen durch Eingriffe in den erst im Entstehen begriffenen Finanzsektor zu erhöhen; der Übergang auf unterschiedliche Erscheinungsformen finanzieller Repression sollte auch das Entstehen privaten Produktivvermögens erschweren und den Fortbestand des Sozialismus sichern.

### a) Zentralbank, Geldmengenentwicklung und Kreditvergabe

Grundsätzlich war die sowjetische Zentralbank, die *Gosbank*, dem Finanzministerium unterstellt. Bei der *Gosbank* handelte es sich um eine für den Sozialismus typische *Monobank*; sie übernahm nicht nur Zentralbank-, sondern auch ausgewählte Geschäftsbankfunktionen. Ihr waren die staatlichen Geschäftsbanken (Spezialbanken) untergeordnet.<sup>245</sup> Die

---

1990. Sowie International Monetary Fund: The Economy of the Former USSR in 1991. Washington D.C. 1992.

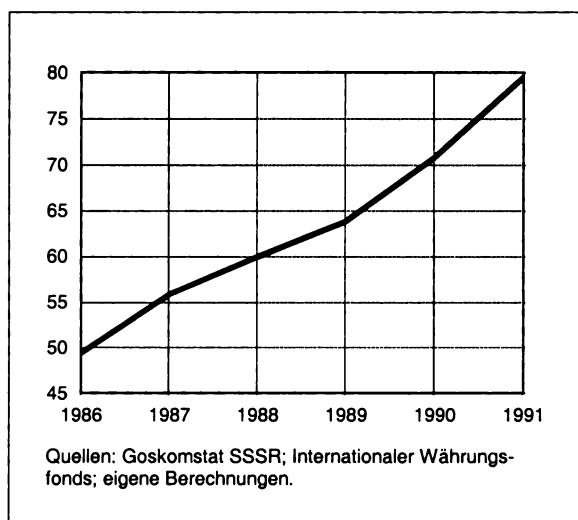
<sup>244</sup> Damit bedingte das Festhalten an den Konstituenten des Wirtschaftssystems, zentrale Planung und vergesellschaftetes Produktivvermögen, hohe Informationskosten, die im Zuge der zunehmenden Komplexität der Wirtschaftsprozesse weiter anstiegen. Diese systembedingt hohen Transaktionskosten können als eine wesentliche Ursache für die vorhandenen Probleme einer effizienten Ressourcenallokation gelten. Vgl. Brus, W.; Laski, K.: From Marx to the Market: Socialism in Search of an Economic System. Oxford 1989. S. 29 ff. Der institutionell festgeschriebene Allokationsmechanismus „Zentrale Planung“ verursachte zunehmend erhebliche Kosten; durch ihn wurden langfristig nicht nur die Transaktionskosten gesteigert, sondern auch die Produktionskosten erhöht. „Institutionen wirken sich auf dem Wege über Tausch- und Produktionskosten auf die Leistung einer Wirtschaft aus. Im Verein mit der eingesetzten Ideologie bestimmen sie die Transaktions- und Transformations- (d.h. Produktions-)kosten, die gemeinsam die Gesamtkosten ausmachen.“ Vgl. North, D.C.: Institutionen, institutioneller Wandel und ... a.a.O. S. 6.

<sup>245</sup> Mit der Kreditreform von 1930-32 wurde das für Planwirtschaften typische einstufige Bankensystem (Monobank) festgeschrieben. Mit dieser Kreditreform war auch der Lieferantenkredit (*kommerčeskij kredit*) abgeschafft worden, so dass der staatliche Bankensektor alle Transaktionen zwischen den Unternehmen monetär gegenbuchen und damit auch erfassen musste. Insgesamt entsprach die Ausgestaltung des Bankensystems der gesamtgesellschaftlichen vertikal-hierarchischen Organisation. Rottlejdera, A.: Denežnoe obrašenie i kredit SSSR (*Geld und Kredit in der UdSSR*). Moskau 1985. S. 88 ff.

*Gosbank* ermöglichte die Bereitstellung von Verrechnungsgeld für Transaktionen innerhalb des Staatssektors und war zugleich für die Emission von Bargeld zuständig, mit dem die privaten Haushalte Konsumgüter erwerben konnten. Ihre Aufgaben unterschieden sich deutlich von denen einer Zentralbank in einer Marktwirtschaft: Zum einen sollte die *Gosbank* den problemlosen Ablauf des weitgehend vorherbestimmten Wirtschaftsprozesses durch eine entsprechende Bereitstellung von Bar- und Verrechnungsgeld sichern. Insbesondere das Verrechnungsgeld sollte nicht knapp gehalten werden. Zum anderen sollte die *Gosbank* für eine Trennung der außenwirtschaftlichen und binnengesetzlichen Transaktionen sorgen. Eine unabhängige Geld- und Währungspolitik konnte und sollte von dieser Staatsbank nicht betrieben werden.<sup>246</sup>

Auffallend ist, dass die Geldmenge im Zuge der Perestrojka erheblich expandierte; hinter der Geldmengenexpansion stand eine beschleunigte Kreditvergabe. Die Werte des Quotienten M2/BIP, mit dem nach Shaw die finanzielle Tiefe einer Volkswirtschaft zu messen ist, wuchsen in den Jahren bis 1991 deutlich an (vgl. Abbildung 7).

*Abbildung 7*  
**Anteil von M2 am BIP**  
**1986 - 1991**

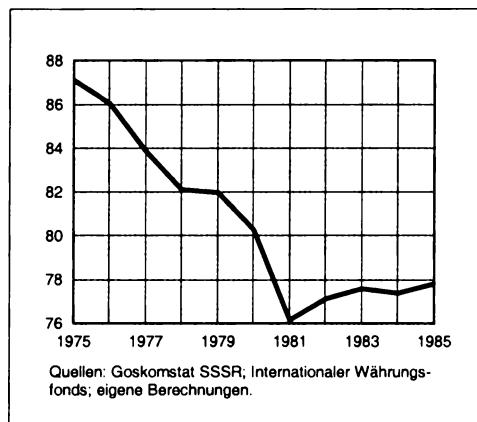


<sup>246</sup> Die Entwicklung der Geldmenge ist bis zu den Reformen der Perestrojka nur rudimentär dokumentiert. Erschwert wird die Analyse der monetären Prozesse im sowjetischen Sozialismus auch dadurch, dass eine einfache Aggregation der einzelnen Geldmengenkomponenten schon aufgrund der spezifischen Funktionen des Bargeldes und des Verrechnungsgeldes methodisch nicht sinnvoll ist. Erst nach der Aufhebung der Spezialgeldfunktionen konnte die Analyse dieser monetären Aggregate dazu dienen, die Funktionsbedingungen des sowjetischen Sozialismus zu untersuchen.

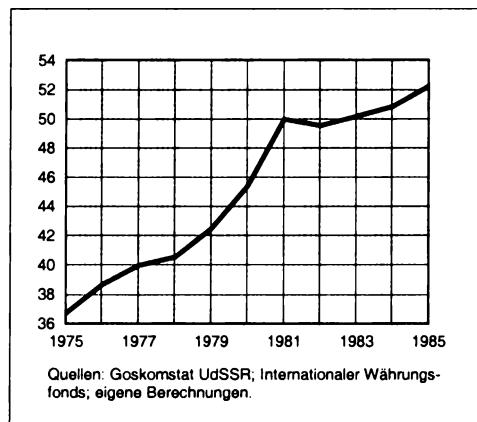
Theoretisch und auf den ersten Blick wäre damit eine verbesserte Finanzintermediation in der reformsozialistischen Sowjetunion zu konstatieren, von der wiederum ein positiver Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hätte ausgehen können. Unter den besonderen institutionellen Voraussetzungen in der Sowjetunion war diese Entwicklung allerdings in erster Linie auf zwei weniger positiv zu beurteilende Faktoren zurückzuführen: Zum einen implizierte die systembedingte Unterzeichnung der faktischen Preisentwicklung eine Überzeichnung des Monetisierungsgrades.<sup>247</sup> Zum anderen ging die dynamische Entwicklung des Quotienten  $M2/BIP$  nicht durch aktive Finanzintermediation, sondern auf eine staatlich induzierte Kreditvergabe zurück.

Abbildungen 8a und 8b

a) Zentralbankkredite in % der  
Gesamtkredite ( $Z_{TOT}$ )  
1975 – 1985



b) Zentralbankkredite in %  
des BIP ( $Z_{BIP}$ )  
1975 – 1985



Bis zu den Reformen war die Kreditvergabe zu einem erheblichen Teil direkt über die *Gosbank* und damit über die Zentralbank abgewickelt worden (vgl. Abbildungen 8a und 8b). Diese war in der Zeit vor *Perestrojka* für die gesamte kurzfristige Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zuständig. Erst im Zuge der Novellierung des Bankenrechts,<sup>248</sup> die zum 1. Januar 1988 in Kraft getreten war, wurde eine stärkere Abgrenzung der Zentralbankfunktionen und der Tätigkeit der Geschäftsbanken durchgesetzt. Dieser Schritt sollte

<sup>247</sup> Auch nach den Reformen des Unternehmensrechts wurde an den administrierten Preisen weitgehend festgehalten; allein in Teilbereichen konnten die Unternehmen einen Einfluss auf die Preisgestaltung ausüben.

<sup>248</sup> Zeitgleich mit der Reform des Unternehmensrechts wurde die Bankenverordnung novelliert. Vgl. Postanovlenie: O soveršenstvovanii sistemy bankov v strane i usilnii ich vozdejstvija na povyšenie effektivnosti ekonomiki (*Über die Verbesserung des Bankensystems*). In: O korennoj perestrojke upravlenija ekonomikoj. Sbornik dokumentov. Moskau 1987. S. 165-177.

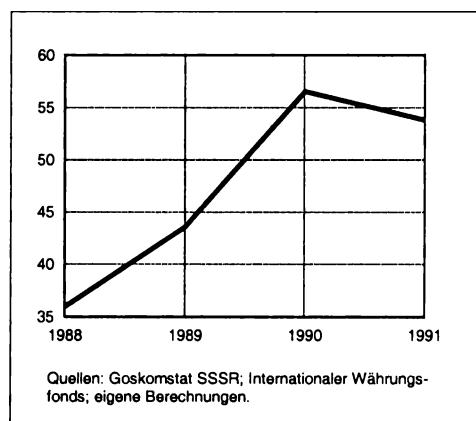
den Übergang auf ein zweistufiges Bankensystem signalisieren und die schrittweise Restitution der Geldfunktionen institutionell absichern.<sup>249</sup>

Faktisch jedoch wurde mit dieser rechtlichen Änderung allein eine spezifische Arbeitsaufteilung zwischen der *Gosbank* und den Geschäftsbanken bezüglich der staatlich induzierten Kreditvergabe durchgesetzt. Die *Gosbank* war jetzt vorrangig für die direkte Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte zuständig geworden; die staatlichen Geschäftsbanken wickelten die Kredite an den staatlichen Unternehmenssektor ab. Diese Aufgabenteilung resultierte vor allem aus der Tatsache, dass die *Gosbank* dem Finanzministerium unterstellt blieb.

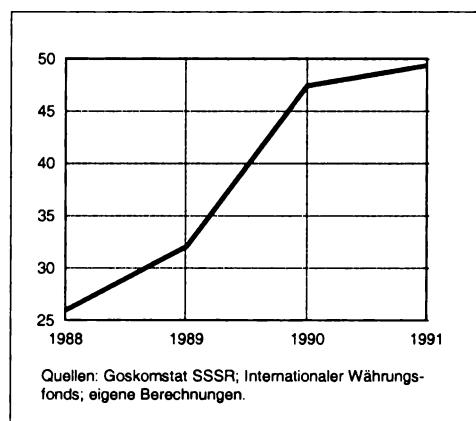
Die Funktion der Zentralbank als Finanzier des Unionshaushalts spiegelt sich in der Struktur der einzigen veröffentlichten Zentralbankbilanz, die vom 1. Januar 1991 stammt, wider.<sup>250</sup> Danach stellten die direkten Kredite an das Finanzministerium den größten Aktivposten in der Zentralbankbilanz (72 %) dar. Direkte Zentralbankkredite an den Unternehmenssektor wurden nicht mehr ausgewiesen. Bereits an der Struktur der Aktiva wird deutlich, dass die sowjetische Zentralbank auch nach den Reformen im Bankensektor in erster Linie als fiskalischer Agent fungierte und an der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe maßgeblich beteiligt blieb (vgl. Abbildungen 9a und 9b).

Abbildungen 9a und 9b

a) Zentralbankkredite in %  
der Gesamtkredite ( $Z_{TOT}$ )  
1988 - 1991



b) Zentralbankkredite in %  
des BIP ( $Z_{BIP}$ )  
1988 – 1991



<sup>249</sup> Der *Gosbank* waren jetzt neben der Emissionsfunktion die Aufgaben einer Aufsichtsbehörde über die Geschäftsbanken zugesprochen worden; sie war jetzt auch für die Vergabe von Banklizenzen zuständig.

<sup>250</sup> Vgl. Goskomstat SSSR: *Narodnoe chozjajstvo SSSR*. Moskau 1991.

Dabei ist zu beachten, dass gerade in den Jahren nach der Bankenreform (1988) die direkt über die *Gosbank* abgewickelte Kreditvergabe wieder stark anstieg. Die *Gosbank* konnte aufgrund ihrer Abhängigkeit von finanzpolitischen Entscheidungen keine unabhängige, auf Stabilisierungsziele gerichtete Geld- und Währungspolitik verfolgen.<sup>251</sup> Vielmehr musste die durch die Finanzierungsansprüche des Staates geprägte Geldpolitik einen akkommordierenden Charakter haben.<sup>252</sup> Denn anders als in einer funktionsfähigen Marktwirtschaft konkurrierten die Unternehmen und die öffentlichen Haushalte nicht um die vorhandenen, knappen Finanzressourcen, sondern machten ihre Einflussmöglichkeiten zur Bereitstellung zusätzlicher Finanzmittel geltend. Zwar konnte diese - weitgehend unkontrollierte - Geldmengenexpansion aufgrund der Preisrigiditäten nicht zu einer offenen Inflation führen, aber durchaus zu einer latenten Destabilisierung der Gesamtwirtschaft beitragen.<sup>253</sup>

### b) Staatliche Eingriffe in den Geschäftsbankensektor

Der Geschäftsbankensektor bestand bis zu der Bankenreform von 1988 aus drei, der *Gosbank* unterstellt Finanzinstituten. Da die *Gosbank* selbst einen erheblichen Teil der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor abwickelte, war der Anteil und die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der über die Geschäftsbanken ausgereichten Kredite bis zur Bankenreform relativ gering (vgl. Abbildungen 10a und 10b).

Die Aufgabenbereiche der einzelnen staatlichen Geschäftsbanken waren klar voneinander getrennt. Die institutionelle Ausgestaltung des Finanzsektors trug den sozialistischen Spezialgeldfunktionen auch dadurch Rechnung, dass die Finanztransaktionen innerhalb des Staatssektors von Spezialbanken abgewickelt wurden, zu denen die privaten Haushalte keinen Zugang hatten. So operierte die *Strojbank* als Investitionsbank. Sie war vor allem auf die Vergabe von langfristigen Krediten an den staatlichen Unternehmenssektor spezialisiert. Die Verzinsung der Unternehmenskredite wurde von den Zentralbehörden festgelegt und differierte nach Verwendungszweck und Kreditnehmer.<sup>254</sup> Besonders günstig waren die

<sup>251</sup> Vgl. Zakon SSSR: O gosudarstvennom banke SSSR (*Gesetz über die Staatsbank der UdSSR*); Zakon SSSR: O bankach i bankovskoj dejatel'nosti (*Gesetz über die Banken und deren Geschäftstätigkeit*). In: Den'gi i kredit. Nr. 1/1991. S. 7-26. Auch nach dem zeitgleichen Inkrafttreten des *Gesetzes über die Staatsbank der UdSSR* und dem *Gesetz über die Banken und deren Geschäftstätigkeit* zum 1. Januar 1991 blieb die Unabhängigkeit der *Gosbank* eingeschränkt.

<sup>252</sup> Zudem legten die Reformen die Grundlage dafür, auch zukünftig die geschaffenen geld- und währungspolitischen Instrumente, wie Refinanzierungskonditionen und Mindestreserve, zur Finanzierung finanzpolitischer Ansprüche zu nutzen.

<sup>253</sup> Nach den Reformen des Unternehmensrechts (1988) konnten die an die Unternehmen gezahlten „Kredite“ und Subventionen zu Lohnzahlungen genutzt werden. Damit wurden sie definitiv auf dem Gütermarkt nachfragerrelevant. Hier wurde - bei fixen Preisen - die relative Güterknappheit verschärft und damit die sozialistische Variante der Geldentwertung, die zurückgestaute Inflation, durchgesetzt.

<sup>254</sup> Vgl. Sigg, H.: *Grundzüge des sowjetischen Bankwesens. Struktur und Aufgaben*. Bern. Stuttgart 1981. S. 181. Die grundsätzlich realwirtschaftliche Ausrichtung des gesamten sowjetischen Wirtschaftssystems zeigt sich auch darin, dass für die staatlichen Unternehmen nicht Zinszahlungen auf die gewährten Investitionskredite relevant waren, sondern die nach dem Erhalt eines Investitionsgutes

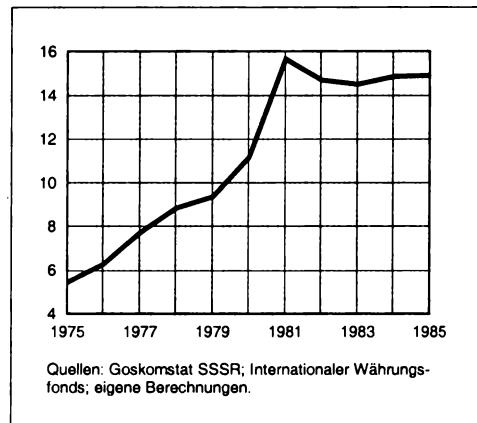
Kredite für die zentral geplanten Investitionen. Für diese Kredite lag der Zinssatz bei 0,5 % p. a. und damit sogar unter der ausgewiesenen Inflationsrate. Wie auch die anderen staatlichen Finanzinstitute hatte die *Strojbank* weder einen eigenständigen Einfluss auf die Kreditvergabe noch auf die Verzinsung.

Abbildungen 10a und 10b

a) Kredite der Geschäftsbanken in %  
der Gesamtkredite (Bank<sub>TOT</sub>)  
1975 – 1985



b) Kredite der Geschäftsbanken in %  
des BIP (Bank<sub>BIP</sub>)  
1975 – 1985



Die Verwaltung der privaten Depositen fiel in den Zuständigkeitsbereich der Sparkassen, *Sberkassy*. Die Verzinsung der privaten Ersparnisse war staatlich administriert und auf nominal 2 bzw. 3 Prozent festgeschrieben.<sup>255</sup> Die privaten Haushalte waren von der Kreditvergabe weitgehend ausgeschlossen.<sup>256</sup> Außenwirtschaftliche Transaktionen wurden allein über die Außenhandelsbank (*Vneštorgbank*) und die ihr unterstellten Auslandsbanken der UdSSR abgewickelt.<sup>257</sup> Ausländischen Banken war jegliche Geschäftstätigkeit innerhalb

zu leistenden Abgaben in den Investitionsfonds. Die Höhe dieser Abgaben differierte wiederum zwischen den einzelnen Unternehmen und kann nur bedingt als eine Rückzahlung oder Verzinsung des Investitionskredites begriffen werden.

<sup>255</sup> Die Differenz von einem Prozentpunkt resultierte aus der Fristigkeit. Vgl. Birman, I.: Inflation and the Money Supply in the Soviet Economy. In: Soviet Studies. Nr. 4/1985. S. 494-504. Hier: S. 496.

<sup>256</sup> Über die *Sberkassy* wurden auch die Konsumentenkredite ausgezahlt, die in der Regel entweder an den Verwendungszweck (z.B. Wohnung) oder aber an ein Ereignis (z.B. Heirat) gebunden waren. Die *Sberkassy* waren vertikal-hierarchisch organisiert und verfügten über ein weites Filialnetz.

<sup>257</sup> Das Kapital an diesen Banken wurde vor allem von der *Gosbank* und der *Vneštorgbank* gehalten. Wichtige Standorte waren London, Paris, Zürich, Frankfurt a. M., Wien und Luxemburg. Diese Banken sollten zugleich die institutionelle Trennung von inländischen und internationalen Transaktionen untermauern und ihrerseits auf den internationalen Devisen-, Geld- und Kapitalmärkten operieren.

der UdSSR untersagt.<sup>258</sup> Insgesamt unterstützte diese institutionelle Ausgestaltung des Bankensektors nicht nur die Abschottung der Finanztransaktionen des Staatssektors von denen der privaten Haushalte, sondern auch die Trennung von binnengewirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Prozessen.

Nach der Bankenreform 1988 wurde noch stärker als zuvor die grundsätzliche Branchen-gebundenheit der einzelnen, aus der *Gosbank* ausgegründeten staatlichen Finanzinstitute betont: Die *Promstrojbank* war für die präferentielle Finanzierung von Industrieunternehmen, die *Agroprombank* für die staatlich veranlasste Finanzierung der Landwirtschaft.<sup>259</sup> und die *Žilosbank* für die Finanzierung des Wohnungsbaus, der Kommunalwirtschaft und für soziale Projekte (im weitesten Sinne kommunale Dienstleistungen) zuständig.<sup>260</sup> Sie hatten ihre Kreditvergabe weiterhin zu administrierten Zinssätzen abzuwickeln.<sup>261</sup> Da die Verzinsung der Unternehmenskredite teilweise unter den branchenspezifischen Refinanzierungssätzen der staatlichen Geschäftsbanken<sup>262</sup> lag, ging mit der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor nicht nur eine Subventionierung der jeweiligen Branche einher, sondern diese Kredite musste weitere Subventionierungen der Geschäftsbanken nach sich ziehen. An dieser grundsätzlichen Praxis staatlicher Eingriffe in die Kreditvergabe und -verzinsung wurde auch nach der zweiten Bankenreform von 1991 festgehalten.

Im Zuge der Reformen wurde jedoch nicht nur der staatliche Bankensektor reorganisiert, sondern seit 1988 auch die Neugründung von Geschäftsbanken ermöglicht. Faktisch handelte es sich bei den neugegründeten Geschäftsbanken vor allem um formale Auslagerungen der Finanzabteilungen großer staatlicher Unternehmen.<sup>263</sup> In der Regel operierten

---

<sup>258</sup> Allerdings konnten ausländische Banken Repräsentanzen in der Sowjetunion eröffnen.

<sup>259</sup> Einschließlich der Agrarindustrie.

<sup>260</sup> Diese ausgegründeten staatlichen Spezialbanken blieben im Wesentlichen an die Kreditpläne der Zentralbehörden gebunden und unterstanden dem jeweiligen Branchenministerium. Umbenennungen erfuhrten die *Sberkassy*, die zur *Sberbank* konfigurierten und die ehemalige Außenhandelsbank, die zur Außenwirtschaftsbank wurde (*Vnešekonombank*); das Monopol der *Vnešekonombank* zur Abwicklung der monetären Außenwirtschaftstransaktionen blieb zunächst erhalten.

<sup>261</sup> Auch nach der Bankenreform variierten die administrierten Zinssätze je nach Verwendungszweck und Kreditnehmer.

<sup>262</sup> So betrug 1989 der allgemeine Refinanzierungssatz für die *Promstrojbank* (Industrie) und die *Žilosbank* (Wohnungsbau) 4 %, für die *Agroprombank* (Agrar) 1,5 %; die von der *Promstrojbank* durchschnittlich berechneten Kreditzinsen lagen bei 3,78 %, bei der *Žilosbank* bei 2,89 % und bei der *Agroprombank* bei 1,77 %. Zugleich wurde die Guthabenverzinsung der Einlagen von Unternehmen eingeführt und bei 0,5 % festgeschrieben. Vgl. International Monetary Fund et al. (ed.): *A Study of the Soviet Economy*. Vol 2. a.a.O. S. 134.

<sup>263</sup> Diese Geschäftsbanken konnten als Aktiengesellschaften oder als Genossenschaften gegründet werden. Die Gründung von Geschäftsbanken wurde mit dem Inkrafttreten des Genossenschaftsgesetzes Mitte 1988 vor allem durch die Eigenkapitalvorschriften erleichtert. Zur Gründung einer Genossenschaftsbank war ein Stammkapital von 500 000 Rubel notwendig; die Gründung einer Geschäftsbank auf Aktienbasis dagegen erforderte ein zehnmal höheres Eigenkapital (5 Mill. Rubel). Für beide Typen von Geschäftsbanken galt zunächst eine Mindestreservenpflicht von 5 %. Die Bilanzvorschriften variierten mit der gewählten Unternehmensform: Die Summe der Aktiva durfte bei Geschäftsbanken auf Aktienbasis das 20-fache des Eigenkapitals nicht überschreiten; bei Genossenschaftsbanken galt der Faktor 12. Die maximale Kredithöhe an einen einzelnen Kreditnehmer wurde

diese Institute als Universalbanken. Anders als die staatlichen Spezialbanken waren die neugegründeten Kreditinstitute nicht unmittelbar an staatliche Weisungen gebunden; sie konnten im Gegensatz zu den Spezialbanken von vornherein gewinnorientiert operieren.<sup>264</sup> Tatsächlich lag die Kreditverzinsung in diesem liberalisierten Segment des Finanzsektors etwa 20 Prozentpunkte über der Verzinsung im staatlichen Bankensektor.<sup>265</sup>

Die Liquiditätsversorgung der neugegründeten Banken erfolgte nicht nur durch die eigene Attrahierung von Ersparnissen und durch die Refinanzierung über die Zentralbank, sondern diese Geschäftsbanken versorgten sich auch auf dem im Entstehen begriffenen Interbankenmarkt mit Liquidität. Hier bot die *Sberbank*, die traditionell die Ersparnisse der Bevölkerung verwaltete, ihre Bestände an.<sup>266</sup> Die wichtigsten Einleger, Anteilseigner und Kreditnehmer der neugegründeten Geschäftsbanken waren die staatlichen Unternehmen. Diese hatten in der Regel auch einen Zugang zu präferentiellen Krediten, die über den staatlichen Geschäftsbankensektor ausgereicht wurden, so dass die Unternehmen schon durch eine Kreditaufnahme bei einer staatlichen Bank und die anschließende Einlagenbildung bei einer neugegründeten Bank Arbitragegewinne erzielen konnten.<sup>267</sup> Obwohl sich der Sektor der aus den staatlichen Unternehmen ausgegründeten Geschäftsbanken dynamisch entwickelte, blieb der Anteil der Kredite, die über diese Banken ausgereicht wurden, bis zum Zusammenbruch der Sowjetunion gering. Ende September 1990 hatte dieses Segment des Finanzsektors erst etwa 6 % an der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe erreicht.<sup>268</sup> Um eine Portfolioumschichtung zugunsten der neugegründeten Banken und zu Lasten der *Sberbank* zu begrenzen, waren die für die staatlichen Banken geltenden Zinsregulierungen schrittweise auf die neugegründeten Geschäftsbanken ausgeweitet worden.<sup>269</sup>

---

auf 100 % des Eigenkapitals bei Geschäftsbanken auf Aktienbasis und auf 50 % bei Genossenschaftsbanken begrenzt. Rückstellungen und Rücklagen konnten in der Größenordnung von bis zu 20 % des Gewinns vor Steuern gebildet werden. Der ausgewiesene Bilanzgewinn fiel unter eine 60-prozentige Ertragssteuer. Vgl. Postanovlenie: O soveršenstvovanii sistemy bankov v strane i usilennii ih vozdejstvija na povyšenie effektivnosti ekonomiki (*Über die Verbesserung des Bankensystems*). a.a.O. Sowie Zakon SSSR: O kooperacii v SSSR (*Über die Genossenschaften in der UdSSR*). a.a.O. Ende 1988 waren bereits 41 neugegründete Kreditinstitute bei der *Gosbank* registriert. Vgl. Ekonomičeskaja gazeta. Nr. 2/1989.

<sup>264</sup> Vgl. *Izvestija* vom 31. August 1988.

<sup>265</sup> Im Februar 1990 betrug die Kreditverzinsung in diesem Segment des Finanzsektors etwa 20-25 %. Vgl. International Monetary Fund et al. (ed.): *A Study of the Soviet Economy*. Vol 2. a.a.O. S. 114. Die stark reglementierte Kreditverzinsung im staatlichen Bankensektor dürfte sich dagegen bis Anfang 1990 unter der 5-Prozentmarke bewegt haben. Vgl. ebenda. Sowie International Monetary Fund: *The Economy of the Former USSR in 1991*. a.a.O. S. 25.

<sup>266</sup> Vgl. International Monetary Fund et al. (ed.): *The Economy of the Former USSR in 1991*. a.a.O. S. 25.

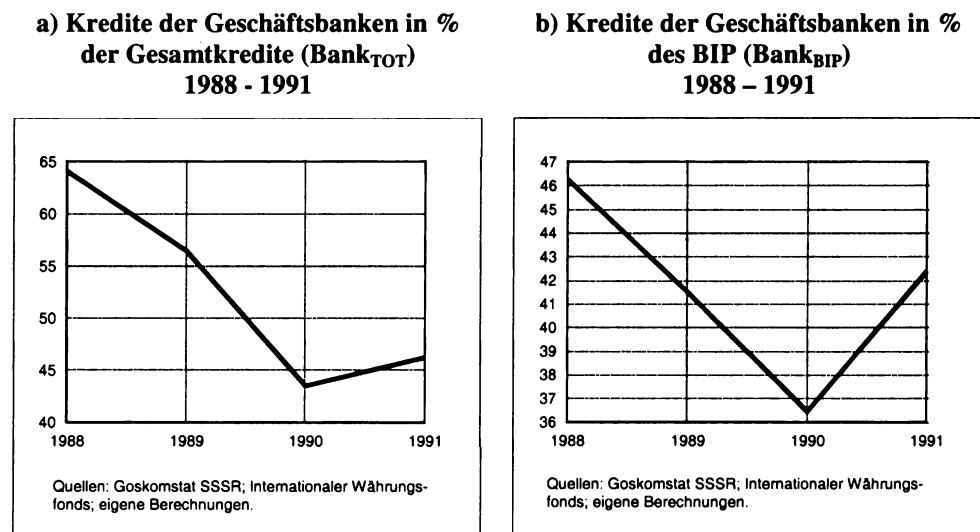
<sup>267</sup> Vgl. International Monetary Fund et al. (ed.): *A Study of the Soviet Economy*. Vol 2. a.a.O. S. 113 ff.

<sup>268</sup> Vgl. International Monetary Fund et al. (ed.): *A Study of the Soviet Economy*. Vol 2. a.a.O. S. 136.

<sup>269</sup> Anders als die staatlichen Geschäftsbanken, fielen die neugegründeten Banken z.B. unter eine Mindestreservepflicht. Der Mindestreservesatz lag bis August 1990 bei 5 %, wurde dann auf 10 % angehoben. Kurz vor dem Zusammenbruch der Sowjetunion wurde er weiter auf 15 % erhöht. Vgl.

Mit der zweiten Bankenreform von 1991 war die Selbständigkeit der staatlichen Kreditinstitute deklariert worden. Dennoch haben die beiden Bankenreformen kaum dazu beigetragen, dass sich die Kreditvergabe wesentlich stärker an Effizienz- und Risikokriterien orientierte. Vielmehr war die Bedeutung der Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe nach der ersten Bankenreform deutlich gesunken (vgl. Abbildungen 11a und 11b). Dazu kam, dass auch diese Kreditvergabe in erster Linie staatlichen Vorgaben folgte; eine aktive Finanzintermediation war weitgehend zurückgedrängt.

Abbildungen 11a und 11b



Insbesondere die staatlichen Geschäftsbanken verfügten über ein risikoreiches Portfolio. Damit war nicht nur ein Grundstein für zukünftige *moral-hazard*-Probleme gelegt, sondern zugleich ein beachtliches Potential Not leidender Kredite (*bad-loans*) geschaffen worden. Dazu kam, dass die Kreditvergabe in der Vergangenheit nicht an eine verbindliche Rückzahlung geknüpft worden war. Indem die Kredite der Verrechnung innerhalb des staatlichen Sektors dienten, lagen ihnen im sozialistischen Selbstverständnis keineswegs Schuldner-Gläubiger-Beziehungen zugrunde.

International Monetary Fund et al. (ed.): A Study of the Soviet Economy. Vol 2. a.a.O. 1990. S. 110 sowie International Monetary Fund: The Economy of the Former USSR in 1991. a.a.O. S. 23 f. Die neugegründeten Geschäftsbanken mussten sich seit 1990 an der administrierten Einlagenverzinsung der *Sberbank* orientieren; die maximale Differenz zwischen Einlagenverzinsung und Kreditzins wurde auf 3 Prozentpunkte festgeschrieben.

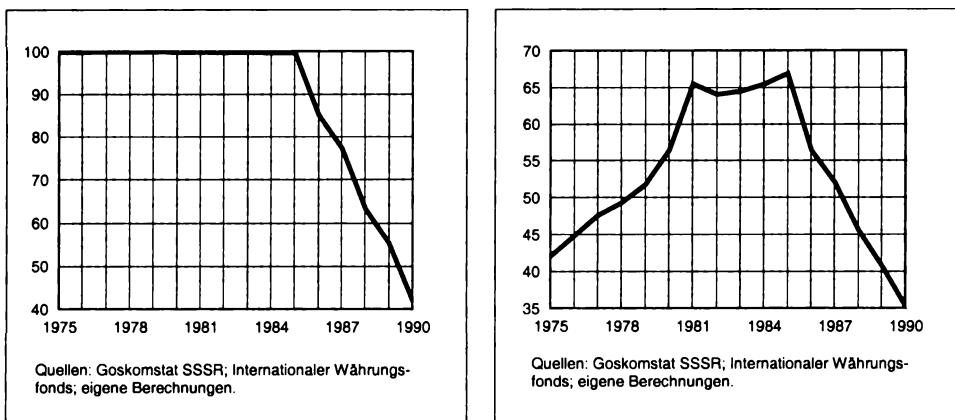
### c) Finanzierung des Staatssektors

Bis zu den Reformen der Perestrojka wies die amtliche Statistik dezidiert und kontinuierlich einen Überschuss des konsolidierten Staatshaushalts der UdSSR aus.<sup>270</sup> Tatsächlich waren nach der amtlichen Statistik bis zu den Reformen nahezu die gesamten vergebenen Kredite an den staatlichen Unternehmenssektor geflossen (vgl. Abbildungen 12a und 12b).

Abbildungen 12a und 12b

**a) Kredite an den Unternehmenssektor  
in % der Gesamtkredite  
1975 – 1990**

**b) Kredite an den Unternehmenssektor  
in % des BIP  
1975 - 1990**



Dies änderte sich erst, als nach Beginn der Reformen das Defizit des Staatssektors auch im konsolidierten Haushalt offen zu Tage trat. Nach den unternehmensrechtlichen Änderungen war ein deutlicher Einnahmerückgang sämtlicher von den Unternehmen abzuführenden Steuern zu konstatieren.<sup>271</sup> In der Folge wies der konsolidierte Staatshaushalt ein deutliches Defizit aus (vgl. Tabelle 2).

<sup>270</sup> Schon weil die staatlichen Unternehmen als quasi-fiskalische Agenten zu begreifen waren, konnte der Situation der öffentlichen Haushalte nur ein geringer Informationsgehalt bezüglich der Finanzsituation des Staatssektors zugewiesen werden. Neben dem konsolidierten Haushalt existierten zahlreiche außerbudgetäre Fonds, über deren Aktivitäten nur rudimentäre Informationen vorliegen. Die Ausgabenquote des konsolidierten Staatshaushalts ist daher nicht der Staatsquote gleichzusetzen. Zum einen waren neben den öffentlichen Haushalten zahlreiche zweckgebundene außerbudgetäre Fonds existent, die zur Abrechnung spezifischer von Seiten des Staates angebotener Leistungen dienten. Zum anderen übernahmen auch andere staatliche Organisationen wie Unternehmen und Banken fiskalische Aufgaben.

<sup>271</sup> 1987 wurde zum ersten Mal eingestanden, dass der konsolidierte Staatshaushalt auch in den Vorjahren defizitär war. Darauf hin wurden die Angaben zu den Einnahmen des Staatshaushalts für die Jahre bis 1985 revidiert. Bei der folgenden Analyse werden diese revidierten Daten zugrunde gelegt. Vgl. Goskomstat SSSR: Narodnoe chozjajstvo SSSR. Moskau. Verschiedene Ausgaben.

**Tabelle 2**  
**Konsolidierter Haushalt der UdSSR**  
 Angaben in % des BIP

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>3)</sup>
<b>Einnahmen</b>	n.v.	48,0	46,5	45,9	43,3	43,5	47,2	11,5
Umsatzsteuer <sup>1)</sup>	15,2	12,6	12,4	11,4	11,5	12,0	12,1	1,0
Gewinnabführung <sup>2)</sup>	14,8	15,7	16,6	15,8	14,0	13,0	12,3	1,3
Einkommenssteuer	4,0	3,9	3,9	3,9	4,1	4,5	4,8	-
Sozialversicherung	2,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,6	4,3	-
Außenwirtschaft	n.a.	9,2	8,1	8,4	7,2	7,3	7,5	4,1
Staatsanleihen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	-
Sonstige	n.a.	3,2	2,0	2,7	2,8	2,9	5,3	5,1
<b>Ausgaben</b>	47,6	49,7	52,2	52,2	52,5	52,2	51,3	28,1
Volkswirtschaft	26,0	26,9	28,3	27,5	27,7	21,8	19,8	3,8
Sozial-kulturelle Maßnahmen	16,0	16,2	16,7	17,0	17,3	16,1	17,0	5,6
Außenwirtschaft	n.v.	1,9	2,3	3,0	3,0	3,1	2,9	1,0
Verteidigung	2,8	2,5	2,4	2,4	2,3	8,1	6,9	12,0
Verwaltung	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	2,2
Sonstige	n.v.	1,9	2,1	2,0	1,9	2,7	4,3	3,5
<b>Defizit</b>	n.v.	1,8	5,7	6,4	9,2	8,7	4,1	16,6

1) Umsatzsteuer bzw. Mehrwertsteuer und Verbrauchssteuern (Akzisen) nach der Steuerreform 1991. –  
 2) Gewinnabführung und Gewinnsteuern der Kooperativen etc. bzw. Gewinnsteuer nach der Steuerreform 1991. –  
 3) Nur Unionshaushalt, berechnet auf der Grundlage von Daten für Januar-November 1991.  
 Quellen: Goskomstat SSSR. Narodnoe chozjajstvo v 1990 g., Moskau 1991; Arbeitsunterlagen des IWF; eigene Berechnungen.

Der Einnahmerückgang betraf sowohl die Abführungen aus den Gewinnen als auch die Einnahmen aus der so genannten Umsatzsteuer.<sup>272</sup> Zudem waren nach der partiellen Libe-

<sup>272</sup> Bei der sowjetischen Umsatzsteuer handelte es sich nicht um eine Steuer auf den erfolgten Umsatz, sondern um ein Konglomerat unterschiedlicher Steuerarten. So waren unter diesen Einnahmeposten sowohl obligatorische Abführungen der Staatsunternehmen an die öffentlichen Haushalte, die einerseits durch die Entstehung von Mehrwert im Zuge des Produktionsprozesses und andererseits durch den Transfer von einzelnen Eigentumsrechten innerhalb des Staatssektors begründet wurden, als auch spezifische Verbrauchssteuern (Akzisen) insbesondere auf Luxusgüter und alkoholische Getränke gefasst. Die Umsatzsteuersätze variierten von Ware zu Ware und von Unternehmen zu Unternehmen. Erst im Rahmen der allgemeinen Steuerreform 1991 wurde die differenzierte Umsatzsteuer abgeschafft und eine allgemeine Mehrwertsteuer eingeführt. Vgl. Czugonow-Schmitt, N.: Das Einnahmensystem der Sowjetunion als Instrument zur Verbesserung des Wirtschaftssystems. München 1988. S. 54 ff. Es wird immer wieder darauf hingewiesen, dass es im Zuge der *Anti-Alkohol-Kampagne* zu erheblichen Umsatzsteuerausfällen gekommen sei; anhand der vorhandenen Daten lässt sich zwar ein Rückgang des Umsatzsteueraufkommens, aber kein starker Einbruch festmachen (vgl. Tabelle 2). Vgl. International Monetary Fund et al. (eds.): A Study of the Soviet Economy. Vol 2. a.a.O. S. 21 ff. Erst zum 1. Januar 1991 trat eine Novellierung des Steuerrechts in Kraft, in deren Rahmen auch die Gewinnsteuer vereinheitlicht wurde. Die Unternehmen hatten - unabhängig von der gewählten Eigentumsform und Branche - einen einheitlichen Steuersatz von 22 % ihres Gewinns an das Unionsbudget zu zahlen. Die an die Republikhaushalte abzuführende Gewinnsteuer konnte maximal weitere 23 % des Gewinns ausmachen. Damit lag die regional unterschiedliche Gewinnsteuer-

ralisierung des Außenhandels die Einnahmen des Staatshaushalts aus der Außenwirtschaft rückläufig.<sup>273</sup> Ursache dafür war, dass die Unternehmen mit der Änderung des Außenwirtschaftsrechts nur noch zu einer partiellen Ablieferung der erwirtschafteten Devisenerlöse verpflichtet waren. Diese Regelung schaffte für die Unternehmen Anreize, auf Barter-Transaktionen überzugehen, um sich so den Abführungspflichten zu entziehen.<sup>274</sup>

Denn aus der Sicht der exportierenden Unternehmen wirkte die Ablieferungspflicht zu dem staatlich vorgegebenen Wechselkurs wie eine erhebliche Besteuerung.<sup>275</sup> Den Unternehmen wurde bei der Abführungspflicht der kommerzielle Kurs berechnet,<sup>276</sup> der weit unter dem „offiziellen“ Kurs lag (vgl. Abbildung 13). Damit führte die Devisenablieferung zu einer erheblichen Besteuerung der Exportunternehmen.<sup>277</sup>

---

belastung bei maximal 45 %. Deutliche Veränderungen gab es bei der Einkommensteuer. Lag der maximale Grenzsteuersatz nach der alten Regelung bei 13 %, so wurde der maximale Grenzsteuersatz mit dem neuen Gesetz auf 60 % angehoben. Auch mit dem neuen Steuergesetz wurden die Besteuerungsgrundsätze *Gleichheit, Sicherheit und Einfachheit* nicht durchgesetzt. Vielmehr führten die zahlreichen Sonderregelungen zu einer Ungleichbehandlung und begünstigten die horizontale Ungleichheit. Darüber hinaus bot das System keine Steuersicherheit. Die wachsende politische Unsicherheit spiegelte sich in zahlreichen aufeinander folgenden, neuen steuerrechtlichen Einzelregelungen wider, die für die einzelnen Unternehmen nicht antizipierbar waren und zu Belastungen führen mussten. Gera de aufgrund der ständigen gesetzlichen Neuregelungen steuerrechtlicher Einzelfragen war die *De-facto-Steuerbelastung* des Gewinns eine unsichere Größe geworden.

<sup>273</sup> Vgl. Arnold, M.: Reform und Transformation von Wirtschaftssystemen am Beispiel der ehemaligen Sowjetunion. Frankfurt a.M. 1994. S. 125 ff.

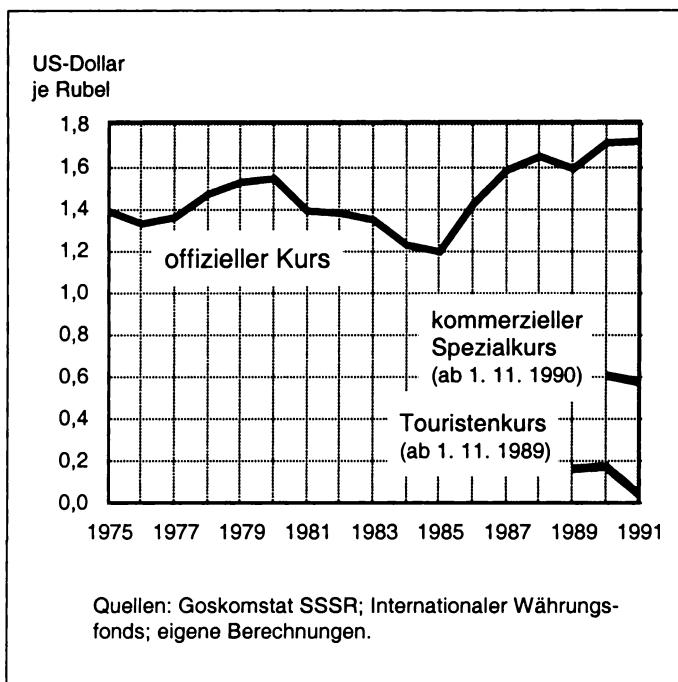
<sup>274</sup> Offiziell fielen 40 % der Exporterlöse unter die Devisenabführungspflicht. Zusätzlich konnten weitere Zwangsverkäufe an den Staat angeordnet werden.

<sup>275</sup> Die Unternehmen hatten ihrer Abführungspflicht zunächst auf der Grundlage von branchenspezifischen Wechselkoeffizienten nachzukommen. Später wurden an den Verwendungszweck gebundene Wechselkurse eingeführt. Ende 1991 gab es mindestens folgende zweckgebundene Wechselkurse gegenüber Währungen des westlichen Auslands: den kommerziellen Kurs, den Auktionskurs, den Devisentransferkurs und den Touristenkurs. Unabhängig von diesen an die jeweiligen Transaktionen gebundenen „offiziellen“ Wechselkurse existierte der Schwarzmarktkurs. Vgl. Wernikow, A.: Die Konvertibilität des Rubels im Kontext der sowjetischen Wirtschaftsreform. In: Europäische Wirtschaft: Reformansätze in der ehemaligen Sowjetunion. Nr. 45/1993. S. 57-73.

<sup>276</sup> Im November 1990 wurden nach dem kommerziellen Kurs, der den Unternehmen für ihre unter die Devisenablieferungspflicht fallenden Dollareinnahmen berechnet wurde, 1,6 Rubel für einen US-Dollar gezahlt. Zum gleichen Zeitpunkt konnten die Unternehmen für die nicht unter die Ablieferungspflicht fallenden Rubeleinnahmen auf den Auktionen 20,9 Rubel für einen US-Dollar erzielen. Bis November 1991 dehnte sich diese Spanne weiter aus: Den Unternehmen wurden jetzt für ihre abgeführten Devisen 1,8 Rubel pro US-Dollar gewährt; auf den Auktionen, auf denen ein „Marktkurs“ entstand, wurden dagegen 110 Rubel für einen US-Dollar gezahlt.

<sup>277</sup> Den Beginn der partiellen Liberalisierung der Außenwirtschaftsbeziehungen markierte der so genannte „Außenwirtschaftserlass“ aus dem Jahre 1988. In deutscher Sprache wurde er abgedruckt in: Außenhandel der UdSSR. Nr. 2/ 1989. S. 44-49. Es entsprach dem sozialistischen Prinzip der inneren Differenzierung, dass zunächst branchenspezifische Wechselkoeffizienten eingeführt wurden, die eine branchenmäßige Annäherung der Binnenpreise an das Weltmarktniveau ermöglichen sollten. Vgl. Aslund, A.: Gorbachev's Struggle for Economic Reform. London 1989. S. 139 ff. Shafei, K.: Der Weg in die Konvertibilität für die sowjetische Währung. In: Osteuropa-Wirtschaft. Nr. 9/1990. S. 327-351.

**Abbildung 13**  
**Wechselkurs des russischen Rubels zum US-Dollar**  
**1975 - 1991**



Während die Unternehmen bereits 1987 deutlich weniger an den Staatshaushalt abführten, blieben die Ausgaben der öffentlichen Haushalte für den staatlichen Unternehmenssektor („Volkswirtschaft“)<sup>278</sup> zunächst in etwa konstant. Nicht zuletzt aufgrund dieser Asymmetrie drohte bereits ein Jahr nach der Durchsetzung des neuen Unternehmensrechts (1988) das Defizit der öffentlichen Haushalte außer Kontrolle zu geraten. Konsolidierungsbemühungen der Folgezeit scheiterten nicht zuletzt an den fehlenden Sanktionsmechanismen.

<sup>278</sup> Unter diesen Posten, der bis zum Jahre 1988 mehr als 50 % der Gesamtausgaben ausmachte, wurden sowohl Ausgaben für Investitionen als auch sonstige durch das Budget geleistete Subventionen an die staatlichen Unternehmen und die Kolchose gefasst. Vgl.: Goskomstat SSSR: Narodnoe chozjajstvo SSSR. Verschiedene Jahrgänge. Hinter der vermeintlichen Kürzung des Postens „Volkswirtschaft“ im Jahre 1989 steckt vor allem eine Umbuchung zugunsten der Verteidigungsausgaben, die zuvor zu erheblichen Teilen unter „Volkswirtschaft“ gebucht worden waren. 1988 wurde eine Revision der Abgrenzung zwischen den Verteidigungsausgaben und den Ausgaben für die „Volkswirtschaft“ vorgenommen. Der deutliche Anstieg der Verteidigungsausgaben in diesem Jahr geht daher vor allem auf die veränderten Abgrenzungskriterien zurück. Vgl. Goskomstat SSSR: Narodnoe chozjajstvo SSSR v 1990 g. Moskau 1991. S. 16. Dennoch dürften die Ausgaben für die Verteidigung und die Verwaltung systematisch unterschätzt worden sein.

men gegenüber den staatlichen Unternehmen und an den Rahmenbedingungen zur Lohnfindung.<sup>279</sup>

Auch nach den Reformen erfolgte die Defizitfinanzierung des Staatshaushalts nur zu einem geringen Teil durch die Emission von Staatsschuldverschreibungen.<sup>280</sup> Diese wurden zudem entgegen internationalen Konventionen buchhaltungstechnisch anderen Einnahmen des öffentlichen Sektors gleichgestellt (vgl. Tabelle 3).<sup>281</sup>

*Tabelle 3*

**Minderausgaben des konsolidierten Staatshaushalts und staatlicher Unternehmen durch Zinsobergrenzen für Kredite in % des BIP**

	1988	1989	1990
Öffentliche Haushalte	4,2	5,9	8,1
Staatliche Unternehmen	10,0	8,9	7,9
Summe	14,2	14,8	16,0

Quelle: Eigene Berechnungen.

Das Defizit des Unionshaushalts wurde vor allem durch Zentralbankkredite gedeckt. Diese Kreditvergabe verbesserte nicht nur die Liquiditätssituation der öffentlichen Haushalte, sondern trug aufgrund der präferentiellen Konditionen auch noch zu einer zukünftigen Budgetentlastung bei. Die Nominalverzinsung der Zentralbankkredite lag zwischen 0 und 3 %.<sup>282</sup> Damit war die Verzinsung der Zentralbankkredite an die öffentlichen Haushalte noch günstiger als die Verzinsung, die den Unternehmen bei einer präferentiellen Kredit-

<sup>279</sup> Zwar war eine Steuer bezüglich „ungerechtfertigter“ Lohnzuwächse eingeführt worden, aber dieses Instrument konnte schon aufgrund der relativ weichen Budgetrestriktion der Unternehmen nicht greifen. Vgl. Sieburger, M.: Die Finanzautonomie der Unternehmen ... a.a.O. S. 94 ff.

<sup>280</sup> Auffallend ist, dass das Defizit des konsolidierten Staatshaushalts zunächst allein auf der Ebene der Föderation zustande kam; die nachgeordneten Republiken und sonstigen Gebietskörperschaften verfügten über ausgeglichene Budgets. Dieses Phänomen spiegelt weniger eine unterschiedliche Haushaltsdisziplin auf den verschiedenen staatlichen Ebenen wider, sondern weist vor allem auf die unterschiedlichen Möglichkeiten der staatlichen Ebenen hin, sich Finanzmittel zu erschließen. Denn die Regionen waren weder zur Emission von Schuldverschreibungen befugt, noch konnten sie den Bankensektor zu Zahlungen anweisen; sie waren auf eine entsprechende Zuweisung aus dem Unionshaushalt angewiesen. Vgl. Goskomstat SSSR: Narodnoe chozjajstvo SSSR v 1990 g. Moskau 1991. S. 16 ff. Erst später wurden die Föderationsbeziehungen neu geregelt. Vgl. Zakon SSSR: O razgraničenii polnomočij Sojuzom SSR i sub'ektami federacii (*Gesetz zur Regelung der Föderationsbeziehungen*). In: Ekonomika i žizn'. Nr. 20/1990. Ergänzt wurde das Gesetz vom April 1990 durch einen Präsidialerlass vom Oktober 1990. Die wesentliche Neuerung war, dass den Republiken ebenso wie der Union die Eigenständigkeit bei haushaltsrelevanten Entscheidungen zugestanden wurde. Die am *Subsidiaritätsprinzip* orientierte Aufgabenteilung führte zu hohen Ausgaben auf der Republikebene, die nicht durch entsprechende Steuereinnahmen gedeckt wurden. Zur Finanzierung der anfallenden Defizite auf der Republikebene sollte ein vertikaler Finanzausgleich dienen. Ein horizontaler Finanzausgleich war auch nicht bei Spillover-Effekten zwischen den Republiken vorgesehen.

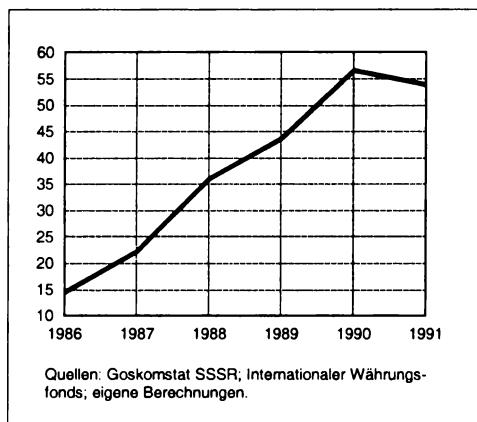
<sup>281</sup> Vgl. International Monetary Fund: Government Finance Statistics. Yearbook 1997. Washington 1997. S. 10 ff.

<sup>282</sup> Vgl. International Monetary Fund: The Economy of the Former USSR in 1991. a.a.O. S. 25.

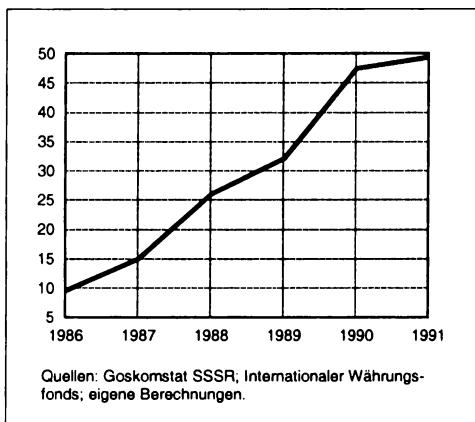
vergabe durch die staatlichen Geschäftsbanken berechnet wurde. Die Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte expandierte in den Reformjahren mit einer erheblichen Dynamik (vgl. Abbildungen 14a und 14b). Die Minderausgaben des Staatssektors durch die präferentielle Kreditvergabe lassen sich für die letzten Reformjahre unter Zuhilfenahme der Zinssätze berechnen, die auf dem liberalisierten Finanzmarktsegment gezahlt wurden (vgl. Tabelle 3). Es zeigt sich, dass die Entlastung des Staatssektors durch die Zinsvorgaben nicht nur hoch war, sondern auch noch in den Reformjahren stieg.<sup>283</sup> Demnach lag das faktische Defizit des Staatssektors weit über dem in der Finanzstatistik ausgewiesenen.

*Abbildungen 14a und 14b*

**a) Kredite an die öffentlichen Haushalte  
in % der Gesamtkredite (Staat<sub>TOT</sub>)  
1986 - 1991**



**b) Kredite an die öffentlichen Haushalte  
in % des BIP  
1986 – 1991**



**d) Staatssektor versus private Haushalte**

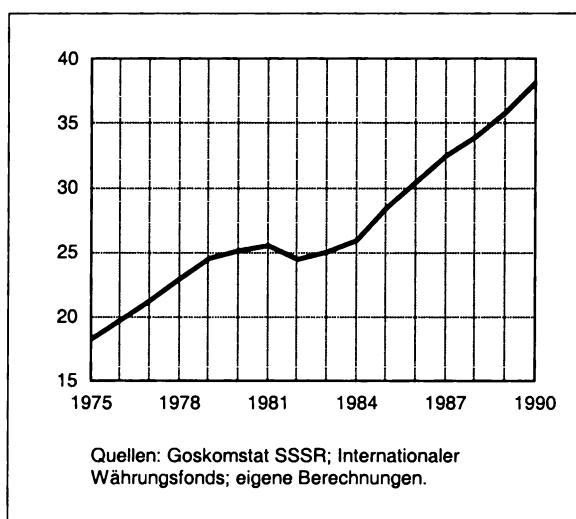
Dem defizitären Staatssektor standen die privaten Haushalte gegenüber, die wie in einer Marktwirtschaft als Überschusseinheiten fungierten. Anders als in einer Marktwirtschaft konnten im sowjetischen Sozialismus Ersparnis und Kreditnachfrage nicht über Marktmechanismen koordiniert werden. Vielmehr zog das Defizit des Staatssektors für die privaten Haushalte faktisch eine erzwungene Ersparnisbildung nach sich. Dieses Zwangssparen konnte vom Staat durch die Nichtbereitstellung von Konsumgütern forciert und gesteuert werden.

<sup>283</sup> Es wurde als fiktive nominale Zinsdifferenz, die vom Staatshaushalt zu zahlen gewesen wäre, ein Wert von 21 % angenommen; für den staatlichen Unternehmenssektor wurde als fiktive nominale Zinsdifferenz, die sich aus der (geschätzten) durchschnittlichen Verzinsung der präferentiellen Kredite und dem Marktzins ergibt, der Wert von 19,5 Prozentpunkten angenommen. Die Vorgehensweise orientiert sich an dem Verfahren von Giovannini und de Melo, allerdings wird hier der inländische Zins, der auf dem weitgehend liberalisierten Segment des Bankensektors zustande gekommen ist, sinnvollerweise als (fiktiver) Gleichgewichtszins herangezogen. Vgl. Giovannini, A.; Melo, M. de: Government Revenue from Financial Repression. a.a.o. sowie Kapitel III.

Schon der Begriff des Zwangssparens weist auf eine besondere Qualität der Ersparnisbildung hin; eine Abgrenzung von anderen freiwilligen Sparformen und damit eine Quantifizierung des Ausmaßes ist schwierig.<sup>284</sup> Um dennoch eine Vorstellung von dem Ausmaß des Zwangssparens entwickeln zu können, wird im Folgenden angenommen, dass sich diese Sonderform des Sparens in erster Linie in der Einlagenbildung der privaten Haushalte bei den *Sberkassy* bzw. bei der späteren *Sberbank* widerspiegelt. Diese Annahme wird vor allem dadurch gestützt, dass es im Sozialismus aufgrund der allgemeinen Güterknappheit und der fehlenden Voraussicht, wann und an welchem Ort ein gewünschtes Konsumgut angeboten werden würde, für die privaten Haushalte rational war, eine hohe Transaktionskasse in Form von Bargeld zu halten. Die Depositen hatten demnach eine geringere Güternähe als das Bargeld. Folglich können die Einlagen bei den Sparkassen am ehesten der unfreiwilligen Ersparnisbildung und damit dem Zwangssparen zugeordnet werden.

*Abbildung 15*

**Depositen in % des BIP  
1975 - 1991**



<sup>284</sup> Die sprachlichen Schwierigkeiten einer sinnvollen Definition und damit Abgrenzung des Zwangssparens von der freiwilligen Ersparnisbildung verdeutlichen die Probleme einer Quantifizierung: Grossman definiert den Kaufkraftüberhang als „that portion of the total money supply on hand and in tills, at the given moment of time, that is in excess of the amount of money that economic agents would be willing to hold ('demand for money') under given conditions“. Vgl. Grossman, G.: Monetary Reform. mimeo. University of California, Berkeley 1990. S. 5. Nordhaus dagegen bindet den Begriff der *zurückgestauten Inflation* an eine große, aber unbestimmte Menge an Liquidität: „a large accumulation of undesired holdings of money and other liquid assets by households and enterprises“. Vgl. Nordhaus, W.: Soviet Economic Reform: The Longest Road. In: Brooking Papers on Economic Activity. 1990. S. 287-318. Hier S. 302.

Tatsächlich stiegen diese Einlagen der privaten Haushalte bei den Sberkassy im Zeitraum von 1970 bis 1990 bei schwankenden jährlichen nominalen Zuwachsraten deutlich an (vgl. Abbildung 15).<sup>285</sup> Dennoch waren die Depositenbestände der privaten Haushalte in der Sowjetunion im Vergleich zu den Finanzaktiva, die in entwickelten Marktwirtschaften gehalten werden, relativ gering.<sup>286</sup> Auffallend ist indes die besondere Dynamik der Einlagenbildung in der Reformperiode, in der sich die erzwungene *ex post* Umverteilung des Produktionsergebnisses zugunsten des Staatssektor offensichtlich ausgeweitet hat.

Die erzwungene Ersparnisbildung kann unter den besonderen sozialistischen Bedingungen auch als Kaufkraftüberhang der privaten Haushalte definiert werden. Das Vorhandensein eines solchen Kaufkraftüberhangs wurde häufig auch als Indikator für das Vorhandensein der systemspezifischen Variante der Geldentwertung, der zurückgestauten Inflation, herangezogen.<sup>287</sup>

Dieser Argumentation folgend, stellt das Zwangssparen eine Entwertung der Bargeldbestände dar. Das Ausmaß der Inflation und des Zwangssparens kann unter den sozialistischen Bedingungen wiederum der Staat bestimmen, da er im Wesentlichen für das vorhandene Konsumgüterangebot verantwortlich ist. Zugleich kann er damit den Suchaufwand und die Transaktionskosten der privaten Haushalte beim Konsumgütererwerb deutlich beeinflussen. Lassen sich die Bargeldbestände nicht in Konsumgüter wandeln, so kommt dies ihrer Entwertung gleich. Unter diesen Umständen kann das Zwangssparen, das auf einen unfreiwilligen, staatlich induzierten Konsumverzicht zurückzuführen ist, auch als eine sozialistische Variante der Inflationssteuer interpretiert werden, die auch dann erhoben werden kann, wenn die ausgewiesene Preissteigerung - wie im sowjetischen Sozialismus über einen langen Zeitraum - gering ist. Unter diesen Umständen liefert die ausgewiesene jährliche Preissteigerungsrate, die im Wesentlichen bis in die Mitte der 80er Jahre bei unter einem Prozentpunkt lag, die Untergrenze der tatsächlichen Geldentwertung (vgl. Abbildung 16).<sup>288</sup>

---

<sup>285</sup> Die durchschnittlichen jährlichen Zuwachsraten lagen über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate.

<sup>286</sup> Vgl. International Monetary Fund: International Financial Statistics. Washington. D.C. Verschiedene Jahrgänge.

<sup>287</sup> Dabei wurden die unterschiedlichsten Ansätze entwickelt, die zum größten Teil auf das Unstößlichste eine Quantifizierung der tatsächlichen Geldentwertung vornehmen. Beispielsweise können verglichen werden: Howard, D.: A Note on Hidden Inflation in the Soviet Union. In: Soviet-Studies. Vol. 28. Nr. 4/1976. S. 608. Rosefield, S.: A Comment on David Howard's Estimate of Hidden Inflation in the Soviet Retail Sales Sector. In: Soviet-Studies. Vol. 32. Nr. 3/1980. S. 423-427. Rumer, B.: Soviet Estimates of the Rate of Inflation. In: Soviet-Studies. Vol. 41. Nr. 2/1989. S. 298-317.

<sup>288</sup> Die Inflation wird hier als die ausgewiesene Veränderung der Konsumentenpreise gemessen. Im Zeitraum zwischen 1970 und 1985 stellte allein das Jahr 1982 eine Ausnahme dar, in dem die Preise für alkoholische Getränke (um 12 %) deutlich erhöht wurden. Auf die Unterschätzung der tatsächlichen Geldentwertung weist auch die Preisentwicklung auf den legalen freien Märkten hin. Diese Preisentwicklung kann jedoch nicht als Indikator für die gesamtwirtschaftliche Geldentwertung begriffen werden, da hier nur sehr spezielle Transaktionen, nämlich der Erwerb von ausgewählten Nahrungsmitteln, auf dem Kolchosmarkt erfasst wird.

Abbildung 16

**Verbraucherpreisentwicklung 1975 - 1991**  
 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

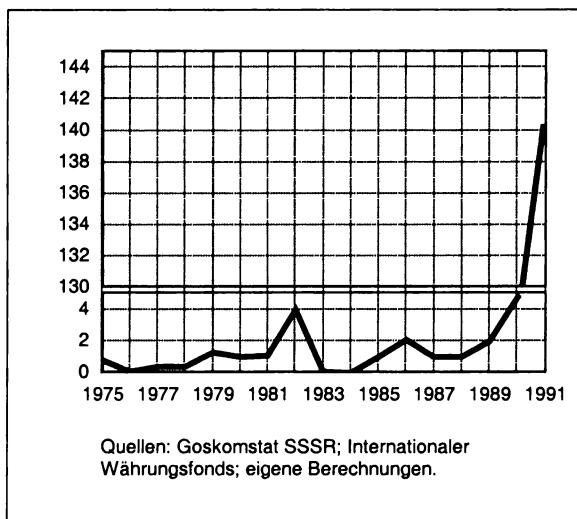
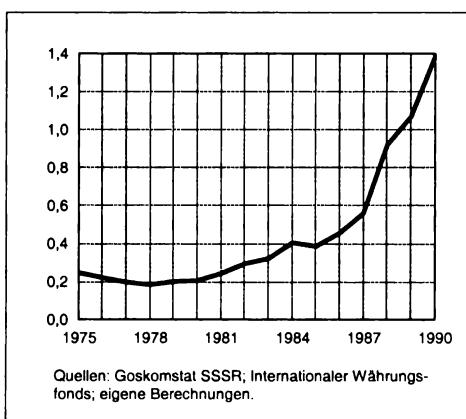
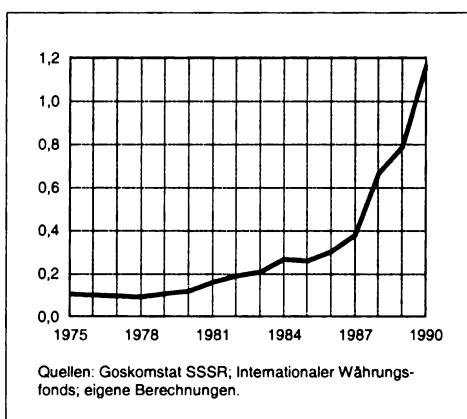


Abbildung 17a und 17b

**a) Kredite an private Haushalte  
 in % der Gesamtkredite (Privat<sub>TOT</sub>)  
 1975 – 1991**



**b) Kredite an private Haushalte  
 in % des BIP (Privat<sub>BIP</sub>)  
 1975 – 1991**



Das Vorhandensein eines solchen Kaufkraftüberhangs und seiner stabilisierungspolitischen Implikationen wurde auch von den sowjetischen Behörden erkannt. Um dieses Problem zu entschärfen, schalteten sie der Partialliberalisierung der Preise 1991 eine Rubelumtauschaktion vor, bei der die gehaltenen Bargeldbestände nur teilweise in neue Bankno-

ten eingetauscht werden konnten. Zudem wurden die Spareinlagen der Bevölkerung „eingefroren“; sie sollten erst 1994 wieder verfügbar sein.<sup>289</sup> Zugleich allerdings sollte mit diesen Schritten, aber auch mit dem grundsätzlich ausgesprochen begrenzten Zugang der privaten Haushalte zu Krediten die private Vermögensbildung behindert werden (vgl. Abbildungen 17a und 17b).

So sicherten die Eingriffe in den Finanzsektor nicht nur den staatlichen Zugriff auf die vorhandenen Ressourcen, sondern begünstigen darüber hinaus das Festhalten an der sozialistischen Eigentumsordnung. Die Dominanz des staatlichen Eigentums an Produktivvermögen konnte somit auch unter den reformsozialistischen Rahmenbedingungen nicht gefährdet werden.

### 3. Von der Perestrojka zur Finanzkrise

Die Reformen der Perestrojka hatten bei einer partiellen Remonetisierung der Volkswirtschaft und der Dezentralisierung wirtschaftlicher Entscheidungen angesetzt. Ziel der Reformen war die Senkung der systemspezifischen Transaktions- und Informationskosten. Dazu sollte auf eine partiell an geldwirtschaftliche Kategorien orientierte Koordination der Produktion übergegangen und die Anreizstruktur im Unternehmenssektor verbessert werden. Faktisch wurden jedoch die Informations- und Kontrollprobleme durch die inkonsistenten Reformen weiter verschärft: Zwar sollten von den geldwirtschaftlichen Parametern wie Erträge und Kosten etc. Signale für die Produktionsentscheidungen ausgehen, jedoch wurde an der Administrierung der Preise weitgehend festgehalten. Auch wurde den staatlichen Unternehmen im Zuge der Reformen das Recht auf das Einkommen aus dem staatlichen Eigentum übertragen; eine Haftung für die getroffenen Entscheidungen wurde den Unternehmen jedoch nicht auferlegt. Diese Inkonsistenzen bedingten, dass auch im Reformsozialismus an der weichen Budgetrestriktion des Staates festgehalten wurde.

Zugleich war mit dieser weichen Budgetrestriktion der Grundstein für eine Geldmengenexpansion gelegt. Der Einfluss der Zentralbehörden auf den wirtschaftlichen Prozess wurde zunehmend über die präferentielle Kreditvergabe durchgesetzt; diskriminiert wurde vor allem der im Entstehen begriffene private Unternehmenssektor. Hintergrund dieser Strategie war der reformsozialistische Anspruch, dass die Veränderungen nicht zu negativen Auswirkungen, insbesondere nicht zu Unternehmensschließungen und Entlassungen und zur grundlegenden Veränderung der Eigentumsordnung führen dürften. Es entsprach der implementierten Anreizstruktur, dass die Belegschaften die ihnen eingeräumten Mitspracherechte bei der Mittelverwendung der Unternehmen zu Lohnsteigerungen nutzten; die Nominallöhne stiegen deutlich schneller als die Produktivität<sup>290</sup> (vgl. Tabelle 4).

---

<sup>289</sup> Vgl. International Monetary Fund: The Economy of the Former USSR in 1991. a.a.O. S. 25 ff.

<sup>290</sup> Dabei versuchten die staatlichen Unternehmen über hohe Lohnzuwächse eine Verteilungslösung zugunsten der privaten Haushalte durchzusetzen. Ungerechtfertigte Lohnzuwächse, d.h. über die Produktivitätszuwächse hinausgehende Lohnsteigerungen sollten durch eine Steuer auf übermäßige Lohnzuwächse verhindert werden. Diese Steuer wurde im Rahmen des Unternehmensgesetzes eingeführt. Allerdings gingen gleichzeitig vom Steuerrecht starke Anreize aus, durch eine Steigerung der

Tabelle 4

**Daten zur Wirtschaftsentwicklung 1986 - 1991**  
 Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	3,3	2,9	5,5	3,0	-2,3	-11,1
Industrieproduktion <sup>2</sup>	4,4	3,8	3,9	1,7	-1,2	-7,8
Investitionen <sup>2</sup>	8,4	5,6	6,2	4,7	0,6	-12,0
Produktivität	2,1	1,5	4,8	2,3	-3,0	-10,6
Nominallöhne und -gehälter <i>nachrichtlich:</i>	2,9	3,7	8,3	9,4	14,2	90,0
Bargeld (M0)	6,1	7,8	13,6	19,5	24,3	103,5
M2	12,0	14,8	13,5	14,6	19,5	116,9

1) 1991: Bruttoinlandsprodukt GUS, ohne baltische Staaten und Georgien.  
 2) 1991: GUS, ohne baltische Staaten und Georgien.

Quellen: Narodnoe chozjajstvo SSSR v 1990 g. Moskau 1991, S. 7. Ekonomika sodruzhestva nezavisimych gosudarstv. Moskau 1993, S. 129 f. Eigene Berechnungen.

Im Spannungsfeld dieser inkompatiblen Rahmenbedingungen setzte sich die allgemeine Destabilisierung der Wirtschaft beschleunigt fort. Aus der Sicht der staatlichen Unternehmen waren die Anreize zur Investition - trotz oder gerade aufgrund der Partialliberalisierung - gering; anders als marktwirtschaftlich orientierte Unternehmen operierten sie nicht gewinn-, sondern lohnmaximierend. Zugleich wurde die private Investitionstätigkeit dadurch behindert, dass sich die privaten Wirtschaftseinheiten - im Gegensatz zu staatlichen Instanzen - mit Finanzierungsrestriktionen konfrontiert sahen.

Anstelle der von der (Partial-)Liberalisierung erwarteten positiven Impulse in Bezug auf die Investitions- und Innovationstätigkeit zeichnete sich eine sich zuspitzende Situation innerhalb des staatlichen Sektors ab. Die Reformen hatten keineswegs eine Verbesserung der Ressourcenallokation ermöglicht, sondern vor allem einen Verteilungskampf innerhalb des Staatssektors um die vorhandenen Ressourcen ausgelöst. In diesem Spannungsfeld ging auch die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit zurück. Die Spannungen stiegen, als mit der Bankenreform (1991) in den Republiken Landeszentralbanken eingerichtet wurden. Wiederum war es ein Kontrollproblem der Zentrale gegenüber den nachgeordneten Instanzen, eine einheitliche Politik durchzusetzen. Jetzt versuchten auch die Regionen einen eigenständigen Einfluss auf die Kreditschöpfung zu gewinnen. Nachdem das Kontrollproblem der Zentrale zusätzlich diese regionale Dimension gewonnen hatte und zugleich aus den Regionen zunehmend Forderungen nach der Errichtung von Eigenstaatlichkeit zu vernehmen waren, beschleunigten sich die wirtschaftlichen Zerfallserscheinungen.<sup>291</sup> Insgesamt

Lohnkosten die ausgewiesenen Gewinne zu verringern. Die relative Steuerbelastung der Löhne lag deutlich unter der der Gewinne.

<sup>291</sup> Die wachsenden Enforcementprobleme der Zentrale gegenüber den Sowjetrepubliken zeigten sich nicht zuletzt in der nahezu zeitgleichen Verabschiedung nationaler Eigentumsgesetze, mit deren Hilfe die Republiken die Zulassung und den Schutz einzelner Eigentumsformen auf ihrem Territorium regelten.

samt wurden die Investitionstätigkeit und das Wachstumspotential durch diese Rahmenbedingungen entscheidend beschnitten.<sup>292</sup> 1990 wurde erstmals seit dem Ende des 2. Weltkrieges eine negative Wachstumsrate ausgewiesen (vgl. Tabelle 4).

Zugleich spiegelte sich der Macht- und Verteilungskampf innerhalb des Staatssektors in einer deutlichen Verschärfung der Finanzsituation des Unionshaushalts wider. Die von den staatlichen Unternehmen abgeführten Steuern sanken. Die Ansprüche an den Staatshaushalt blieben jedoch hoch. Folglich musste die inländische Verschuldung der öffentlichen Haushalte in der kurzen Phase der Perestrojka stark ansteigen;<sup>293</sup> die inländische Staatsverschuldung hat sich demnach allein in den Jahren der Perestrojka verdreifacht (vgl. Abbildung 18).<sup>294</sup>

Die Verschärfung der gesamtwirtschaftlichen Situation kommt auch darin zum Ausdruck, dass sich der Staat nicht nur im Inland deutlich verschuldet, sondern diese Entwicklung auch mit einem Anstieg der Kreditaufnahme im Ausland einherging. Dahinter stand der Versuch, den heimischen Produktionsausfall durch den Erwerb von Gütern auf den internationalen Märkten zu kompensieren. Wiederum ist weniger das Verschuldungsniveau, sondern die Geschwindigkeit der Verschuldung als Indikator für eine herannahende Finanzkrise heranzuziehen: Ende Oktober 1991 erreichte die Verschuldung der Sowjetunion gegenüber den westlichen Industrieländern 61,4 Mrd. US-Dollar, nachdem sie Ende 1986 noch bei 31,4 Mrd. gelegen hatte. Zugleich waren die Währungsreserven, die von der *Vnešekonombank* verwaltet worden waren, auf 5,3 Mrd. Dollar gesunken (Ende 1986: 12,6 Mrd.).<sup>295</sup>

---

<sup>292</sup> Allerdings darf nicht vorschnell der Schluss gezogen werden, dass die staatliche Investitionslenkung an sich und allein für den wirtschaftlichen Zusammenbruch verantwortlich ist. Zu beachten ist vielmehr auch, dass der sowjetische Sozialismus zunächst erhebliche Wachstumsraten vorzuweisen hatte. „(...) the remarkable achievement of the Soviet Union. In the face of a hostile world, a worldwide recession, and a devastating World War and beginning from a weak industrial base, an economy ravaged by World War I, and a political upheaval of enormous proportions, the Soviet Union's growth between 1917 and 1960 has to be given reasonably high marks (particular if one does not take off for the huge costs imposed on their citizens). (...) Thus it is not only that the system failed in its ability to innovate. (...) But equally important, the system failed to adapt to innovations that were occurring elsewhere in the world.“ Vgl. Stiglitz, J.: *Whither Socialism*. Cambridge et al. 1994. S. 204.

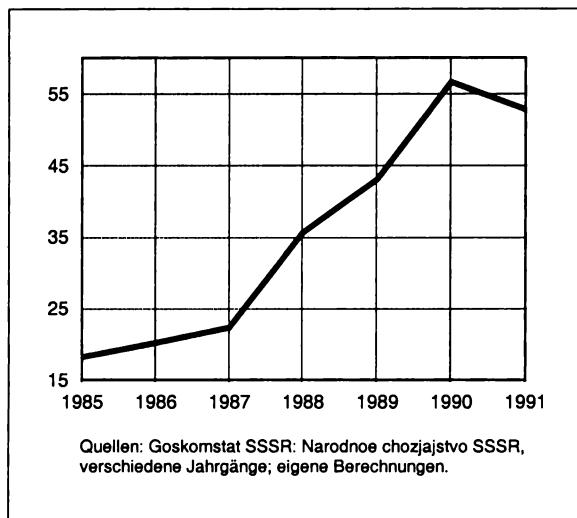
<sup>293</sup> Die Abnahme der Verschuldung im Jahr des Zusammenbruchs der Sowjetunion ist nicht auf verstärkte Finanzdisziplin oder gar Rückzahlung der ausstehenden Kredite zurückzuführen, sondern in erster Linie auf eine durch die systembedingten Preisrigiditäten hervorgerufene statistische Illusion.

<sup>294</sup> Diese Entwicklung zeigt nur die Kreditvergabe an den Unionshaushalt, keineswegs aber die gesamte (präferentielle) Kreditvergabe an den Staatssektor an. Dazu kommt, dass die staatlichen Unternehmen nicht nur Kredite bei den Geschäftsbanken aufnahmen, sondern sich auch wechselseitig „verschuldeten“ und Lieferantenkredite gewährten. Das Entstehen der zwischenbetrieblichen Verschuldung ist weniger aus dem Mangel an Verrechnungsgeld zu erklären; die „weiche Budgetrestriktion“ des Staatssektors hat eine entsprechende Finanzmittelzuweisung jederzeit ermöglicht. Vielmehr zeigt sich in der wachsenden zwischenbetrieblichen Verschuldung die Abwicklung von „ungeplanten“ Transaktionen. Daher hätte bereits zu Beginn der 80er Jahre die wachsende zwischenbetriebliche Verschuldung als ein Indikator für die zunehmenden Informationsprobleme der Zentrale bezüglich der tatsächlichen Transaktionen zwischen den staatlichen Wirtschaftseinheiten gelten können.

<sup>295</sup> Vgl. International Monetary Fund: *The Economy of the Soviet Union*. Washington 1992. S. 75.

Abbildung 18

**Staatliche Verschuldung gegenüber Inländern  
in % des BIP  
1985 - 1991**



In dieser sich zuspitzenden Situation wurden noch vor dem Zusammenbruch der Sowjetunion potentielle Lösungsansätze entwickelt.<sup>296</sup> Ansatzpunkte der Krisenbewältigung wurden teilweise in eher sozialistisch geprägten Reformprogrammen, die auf eine Stärkung planwirtschaftlicher Elemente zielten, teilweise aber auch in „klassischen“ Stabilisierungs-

<sup>296</sup> Mit der „Programmdiskussion“ verließ die Politik der *Perestrojka* den Rahmen der systemimmanenten Reform. Den Ausgangspunkt dieser „Programmdiskussion“ bildete das im November 1989 vorgelegte Abalkin-Programm. Vgl. *Ekonomičeskaja gazeta*. Nr. 43/1989 sowie Nr. 47/1989. Konkurrierende Transformationsprogramme sowohl nationaler als auch unionsweiter Relevanz wurden parallel in Kraft gesetzt. Die letztendlich von Gorbačev unterstützten „Grundlinien zur Stabilisierung der Volkswirtschaft und des Übergangs zur Marktwirtschaft“ stellen einen Kompromiss dar. Vgl. *Rabočaja gruppa, obrazovannaja sovmestnym rešeniem M. S. Gorbačeva i B. N. El'cina: Perechod k rynku: Koncepcija i programma (Übergang zum Markt. Konzeption und Programm)*. Moskau. August 1990. (Šatalin-Programm); *Pravda* vom 12. September 1990 (Ryžkov-Programm); *Pravda* vom 18. Oktober 1990 (Grundlinien). Zu den deutlichsten Unterschieden zwischen dem Ryžkov-Programm und dem Šatalin-Programm vgl. Touché, B.: *Wirtschaftspolitische Konzeptionen der Sowjetunion im Wandel*. Wiesbaden 1993. S. 188 ff. Mit der Verabschiedung der „Grundlinien zur Stabilisierung der Volkswirtschaft und des Übergangs zur Marktwirtschaft“ sollte dieser Situation ein Ende gesetzt werden. Auf ihrer Basis sollten die direkten Staatseingriffe in den Wirtschaftsprozess weiter zurückgeführt und eine indirekte Steuerung insbesondere durch eine aktive Geld- und Fiskalpolitik ermöglicht werden. Darüber hinaus wurde in der Förderung des privaten Eigentums an Produktivvermögen und damit in dem grundlegenden Wandel der Eigentumsordnung ein wichtiges Instrument zur Steigerung des Wirtschaftswachstums gesehen. Vgl. *Osnovnye napravlenija po stabilizacii narodnogo chozjajstva i perechodu k rynočnoj ekonomike (Grundlinien zur Stabilisierung der Volkswirtschaft und zum Übergang auf die Marktwirtschaft)*. In: *Pravda* vom 18. Oktober 1990.

programmen gesehen. Diese (orthodoxen) Stabilisierungsprogramme setzten in der Regel beim Übergang auf eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik an.<sup>297</sup> Oftmals wurden sie von Ökonomen formuliert, die sich zuvor mit dem Problem der nachholenden Entwicklung in marktwirtschaftlich fundierten Volkswirtschaften auseinander gesetzt hatten. Der Anspruch dieser Programme war es, der Perestroika letztendlich zum Erfolg zu verhelfen.

Paradoxalement wurde damit der Erfolg der Perestroika in Abhängigkeit davon gesehen, ob die faktische Remonetisierung der Volkswirtschaft gelingen wird und der Übergang auf eine aktive Finanzintermediation durchgesetzt werden kann.

„The success of perestroika depends on monetary and fiscal discipline and that, in turn, requires a radically new tax and banking system for the Soviet Union.“<sup>298</sup>

Denn die Implementierung eines orthodoxen Stabilisierungsprogramms ist nur sinnvoll, wenn monetäre Parameter wie Preise und Zinsen ihre traditionellen Funktionen übernehmen können. Dies aber hätte in der auseinander brechenden Sowjetunion weit reichende institutionelle Veränderungen bedingt. Zwangsläufig wäre mit diesen Veränderungen der Übergang von systemimmanenter Reformen zur Transformation des Wirtschaftssystems eingeleitet worden. Damit kann konstatiert werden, dass, gerade wenn diese Programme zu einer stabilisierungs- und wachstumspolitischen Wende geführt hätten, der Sozialismus als überwunden gegolten hätte. Diese Erfolge wären nicht mehr als Errungenschaften der Perestroika und des Reformsozialismus darstellbar gewesen, sie hätten als die ersten Erfolge einer neuen marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftsordnung gelten müssen.

Tatsächlich wurden in den einzelnen Nachfolgestaaten der Sowjetunion in der Transformationsphase umfassende Erfahrungen mit der Funktionsweise von orthodoxen, aber auch mit heterodoxen, die Lohnpolitik einbeziehenden Stabilisierungsprogrammen gesammelt. Allerdings wurde die Implementierung dieser Stabilisierungs- und Transformationsprogramme nicht mehr gemeinsam von den Subjekten der Sowjetunion vorgenommen. Im Spannungsfeld der konkurrierenden Regeln war mit dem August-Putsch 1991 gegen den Präsidenten das Auseinanderbrechen der UdSSR als politisches Gebilde definitiv eingeleitet worden. Damit standen die jetzt unabhängigen Staaten zum zweiten Mal in diesem Jahrhundert vor der Herausforderung des Systemwechsels. Eine Transformationstheorie zur Optimierung des Übergangs stand nicht zur Verfügung.

---

<sup>297</sup> Vgl. zu den methodischen Schwierigkeiten, die Grundgedanken orthodoxer Stabilisierungspolitik auf den späten Reformsozialismus der Sowjetunion anzuwenden: Ofer, G.: Macroeconomic Issues of Soviet Reform. In: Blanchard, O. J.; Fischer, S. (eds.): NBER Macroeconomics Annual 1990. Cambridge et al. 1991. S. 297- 333.

<sup>298</sup> Vgl. McKinnon, R.: Stabilising the Ruble. In: Communist Economies. Vol. 2. Nr. 2/1990. S. 131-142. Hier S. 131.

„Financial structure matters“  
(Joseph E. Stiglitz)

## **V. Zwischen Finanzmarktliberalisierung und Demonetisierung: Wachstumshemmnisse in der Russischen Föderation**

Die Funktionsbedingungen des Finanzsektors in einer ehemals sozialistischen Volkswirtschaft zeigen, inwieweit der Übergang zu einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung gelungen ist und können folglich auch als Indikator für den diesem Prozess zugrunde liegenden Wandel des Staatsverständnisses gelten. Insbesondere spiegelt sich in den Funktionsbedingungen des Finanzsektors einer Transformationsökonomie wider, ob der Übergang von direkten Eingriffen des Staates in die wirtschaftlichen Prozesse auf den Einsatz indirekter Steuerungsinstrumente vollzogen wurde, oder ob die für den Sozialismus typischen staatlichen Direktiven, die die realwirtschaftlichen Prozesse steuern sollten, in erster Linie durch staatliche Eingriffe in den Finanzsektor (*finanzielle Repression*) ersetzt worden sind.

Ein wesentlicher Ansatzpunkt der Transformation ist die Restitution der traditionellen Geldfunktionen und geldwirtschaftlichen Parameter. Dazu gehört die Bereitstellung eines funktionsfähigen Tausch-, Wertaufbewahrungs- und Zahlungsmittels durch den Staat. Die Etablierung einer heimischen Währung, die diese Funktionen angemessen erfüllen kann, ist daher ein Kernelement des Übergangs von einer Planwirtschaft sowjetischen Typs auf eine Marktwirtschaft. Zur Durchsetzung geldwirtschaftlicher Parameter wie (Markt-)Preise, Löhne und Zinsen ist zudem ein Rückzug des Staates aus den entsprechenden Märkten notwendig. Die Rahmenbedingungen des Finanzsektors werden sowohl von der Funktionsfähigkeit geldwirtschaftlicher Parameter als auch von der Qualität der heimischen Währung erheblich mitbestimmt. Darüber hinaus sind die allgemeinen ordnungspolitischen Rahmenbedingungen für die Finanzintermediäre von großer Bedeutung. Dazu zählen einerseits die konkreten Regulierungen und Reglementierungen der Finanztransaktionen. Andererseits sind im Hinblick auf die Transformationsökonomien vor allem der Stand der Privatisierung, der staatliche Schutz des privaten Eigentums an Produktivvermögen sowie die staatliche Absicherung der Gläubigerrechte von großer Bedeutung. Zugleich bestimmen die Funktionsbedingungen des heimischen Finanzsektors auch die Möglichkeiten der Integration in die internationalen Finanzmärkte entscheidend mit.

Im Mittelpunkt des Kapitels steht die Ursachenanalyse der Transformations- und Finanzkrise in der Russischen Föderation. In einem ersten Schritt werden die institutionellen Rahmenbedingungen der Finanztransaktionen untersucht. Dazu wird ein Zusammenhang zwischen dem staatlichen Schutz der Eigentumsrechte, dem Gläubigerschutz und den Funktionsbedingungen der Finanzintermediäre hergestellt. In der Russischen Föderation, aber auch in anderen GUS-Republiken, fielen der Übergang zu einer entschlosseneren Liberalisierung des Finanzsektors und der Übergang zu einer stabilitätsorientierten Geld- und Währungspolitik zeitlich zusammen und markierten den Beginn einer zweiten Transformations-

phase. Dieser wirtschaftspolitische Kurswechsel wird nicht nur in Bezug auf Wachstumsimplikationen, sondern auch bezüglich der finanzpolitischen Bedeutung untersucht. Dabei wird der Frage nachgegangen, inwieweit durch den relativ fixen Wechselkurs und hohen Realzinsen Mittelzuflüsse aus dem Ausland begünstigt wurden. Darüber hinaus wird analysiert, ob und wie der Staat im Inland nach der formalen Liberalisierung des Finanzsektors durch die Tolerierung von Steuerrückständen und Nichtzahlung an einer impliziten selektiven und präferentiellen Kreditierung einzelner Unternehmen bzw. Branchen festgehalten hat. Zwangsläufig sind dabei die Funktionsbedingungen des Finanzsektors in einer Nichtzahlungswirtschaft sowie die Logik und das Ausmaß der zwischenbetrieblichen Verschuldung und wechselseitigen Nichtzahlung zu analysieren. Anschließend werden nicht nur die im August 1998 offensichtlich gewordene internationale Dimension der russischen Finanzkrise, sondern auch mögliche Ansatzpunkte der Krisenbewältigung diskutiert.

## 1. Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen

In der Russischen Föderation ist der Übergang zur Transformation auf den Jahresbeginn 1992 zu datieren; die zum 1. Januar 1992 durchgesetzte, schockartige Preisliberalisierung markierte eine neue Qualität des Rückzugs des Staates aus dem Wirtschaftsprozess.<sup>299</sup> Zuvor war mit der Gründung der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS), die im Dezember 1991 in Alma Ata stattgefunden hatte, die definitive Auflösung der Sowjetunion eingeleitet worden. Die in der GUS verbündeten Staaten blieben zunächst Mitglieder der Rubelzone; die russische Zentralbank, die die Rechtsnachfolgerin der *Gosbank* war, wurde damit auch zur Zentralbank der anderen GUS-Republiken.<sup>300</sup> Trotz der nationalen Differenzen bei der Ausgestaltung des Systemwechsels lassen sich bis in die Gegenwart hinein häufig Analogien bezüglich des Transformationsverlaufs, aber auch im Hinblick auf die besonderen Transformationsprobleme dieser postsozialistischen Volkswirtschaften ausmachen.<sup>301</sup> Diese

---

<sup>299</sup> Die Preisliberalisierung zog eine hohe Anpassungsinflation nach sich, die ihrerseits als *Ex-post-Indiz* des Vorhandenseins einer erheblichen zurückgestauten Inflation in der ausklingenden Sowjetära zu werten ist. Liberalisiert wurden 80 % der Preise für Produktionsgüter und 90 % der Verbraucherpreise. Ausgenommen von der Liberalisierung waren zunächst die Preise für Grundnahrungsmittel, Medikamente und Energie sowie die Mieten, die Verkehrs- und Posttarife, jedoch wurde bereits im März 1992 beschlossen, auch die Preise für Grundnahrungsmittel freizugeben.

<sup>300</sup> In den einzelnen Nachfolgestaaten traten mit Beginn des Jahres 1992 zahlreiche Gesetze in Kraft, die den bereits noch bei Bestehen der Sowjetunion eingeschlagenen Schritte der Entstaatlichung der Wirtschaftsprozesse ein neues Fundament gaben und zudem die Grundausrichtung des nationalen Transformationspfades festlegten.

<sup>301</sup> Eine nennenswerte Ausnahme stellt die Entwicklung in Weißrussland dar. Hier kann der Transformationsprozess als beendet gelten, da der Übergang auf eine marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnung abgebrochen wurde. Die umfassende Reglementierung der wirtschaftlichen Prozesse, die ohne einen veröffentlichten Jahresplan stattfindet, knüpft stark an den traditionellen sowjetischen Sozialismus an. Seit Anfang 1998 zeichnet sich nicht nur eine weitere Beschleunigung der Inflation, sondern auch eine sich dramatisch zuspitzende Währungskrise in dieser neo-sozialistischen Volkswirtschaft ab. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage der Republik Belarus. Verordnetes Wachstum ohne Perspektive? In: DIW-Wochenbericht Nr. 47/1997, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 307/1997 und IWH-Forschungsreihe 7/1997. Sowie DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage der Republik Belarus. Verord-

Spezifika dürften nicht zuletzt auf das besondere Erbe dieser ehemaligen Sowjetrepubliken zurückgehen, das wesentlich durch eine lange Tradition der Vollbeschäftigungssicherung mittels einer staatlichen Alimentierung maroder Unternehmen gekennzeichnet war.

### a) Privatisierung, „gemischter Sektor“, privates Eigentum

Noch vor dem Zusammenbruch der Sowjetunion hatte die Russische Föderation die gesetzliche Grundlage zur Privatisierung des staatlichen Eigentums geschaffen.<sup>302</sup> Danach waren die betroffenen staatlichen Großunternehmen im Vorfeld der eigentlichen Privatisierung zunächst formal in Aktiengesellschaften zu wandeln.<sup>303</sup> Vor dem Hintergrund der hohen und volatilen Inflation und der fehlenden Erfahrungen in der Unternehmensbewertung musste dieses Verfahren zahlreiche Probleme aufwerfen. Eigentlich hatte die obligatorische Umwandlung eines staatlichen Großunternehmens in eine Aktiengesellschaft in erster Linie die Teilbarkeit des Vermögens sichern sollen, um so die Durchführung der Voucherprivatisierung zu erleichtern. An die Bevölkerung waren beim Übergang zur marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftsordnung Gutscheine (*Voucher*) zum unentgeltlichen Vermögenserwerb am vormals sozialistischen Eigentum an Produktivvermögen ausgegeben worden. Erst seit Ende 1994 - die Voucherprivatisierung gilt seitdem als abgeschlossen<sup>304</sup> - findet die Privatisierung von staatlichen Großunternehmen vorrangig durch

---

netes Wachstum endet in Währungskrise. In: DIW-Wochenbericht Nr. 17/1998, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 314/1998 und IWH Forschungsreihe 3/1998.

<sup>302</sup> Mit dem Privatisierungsgesetz vom 3. Juli 1991 wurden die Rahmenbedingungen der Privatisierung abgesteckt und zugleich einige wirtschaftlich interessante Branchen teilweise von der Privatisierung ausgeschlossen. Konkretisiert wurden die Privatisierungsabsichten der Regierung in jährlich novellierten Privatisierungsprogrammen. Zuständig für die Auswahl der zu privatisierenden staatlichen Großbetriebe sind sowohl die Regierung als auch das eigens eingerichtete „Staatskomitee für die Verwaltung von Staatsvermögen“ (Goskomimushestvo). In „sensiblen“ Bereichen wie etwa Energiewirtschaft, Nachrichtenwesen, Rohstoffförderung, Rüstung und Atomanlagenbau ist eine Privatisierung teilweise grundsätzlich untersagt oder unterliegt Sonderkonditionen. Abgedruckt findet sich das Gesetz in Izvestija-Zakon, Nr. 1/1992. Die erste Revision des Gesetzes vom Sommer 1992 wurde veröffentlicht in: Rossijskaja gazeta vom 9. Juli 1992. Darüber hinaus wurden jährlich zur Durchführung der Privatisierung so genannte „Privatisierungsprogramme“ erlassen. Eine deutsche Übersetzung liegt vor in: Brunner, G., Schmid, K., Westen, K. (Hrsg.): Wirtschaftsrecht der osteuropäischen Staaten. Loseblattsammlung. Baden-Baden. Fortsetzungswerk ohne Jahrgang. Hier: Teillieferung Februar 1994, Teil III 4c).

<sup>303</sup> Dieser Schritt erforderte eine Bewertung des Unternehmens. Damit war eine Klassifizierung von Fremd- und Eigenkapital ebenso notwendig wie die Bewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten. Die hohe und volatile Inflation unterminierte jedoch die Aussagekraft der im Zuge der Unternehmensbewertung bestimmten Quantitäten und erforderte inflationsbedingte Anpassungen; die Methodik, mit der diese Anpassungen vorgenommen wurden, wird erläutert in: Itogi pereocenki osnovnych fondov Rossijskoj Federacii na 1 janvarja 1996 (*Umbewertung des Eigenkapitals in der Russischen Föderation zum 1. Januar 1996*). In: Voprosy Statistiki. Nr. 9/1996.

<sup>304</sup> Formal galt Mitte 1994 als Abschluss der Voucher-Privatisierung. De facto ermöglichte jedoch ein Erlass des Präsidenten die Verwendung von Vouchern bis zum 31. Dezember 1994; zum Juni-Termin waren 97 % der ausgegebenen Privatisierungsschecks in Anteilsvermögen umgewandelt worden.

Verkauf statt. Zuvor hatte der Verkauf allein im Rahmen der „kleinen Privatisierung“, d.h. vor allem bei der Privatisierung von Unternehmen im Dienstleistungsbereich, dem Handel und der Gastronomie, eine Rolle gespielt.<sup>305</sup>

Die russische Privatisierung fand unter den Bedingungen einer bestenfalls rudimentär entwickelten Finanzintermediation statt: Die vorhandenen Geschäftsbanken waren aus der Perestrojka hervorgegangen und in ihrer Geschäftspraxis nur bedingt auf die Finanzierung privater Investitionstätigkeit gerichtet. Börsen waren erst im Entstehen.<sup>306</sup> Dazu kam, dass die makroökonomischen Rahmenbedingungen ausgesprochen fragil, die Inflation volatil war.<sup>307</sup> Umso beachtlicher ist, dass die russische Privatisierung vordergründig als ein Erfolg betrachtet werden kann:<sup>308</sup> Bereits Ende 1995 waren 62 % aller Arbeitnehmer im so genannten „nicht-staatlichen“ Sektor beschäftigt; hier wurden 70 % des BIP erwirtschaftet.<sup>309</sup> Allerdings müssen diese Aussagen bei einer genaueren Analyse relativiert werden. Denn die russische Privatisierung der Großunternehmen ließ weniger einen „echten“ Privatsektor als einen „gemischten“ Sektor entstehen.<sup>310</sup> Die wesentliche Ursache dafür, dass sowohl aus

---

Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands - Realwirtschaftliche Anpassung. Fünfter Bericht. II. Teil. In: DIW-Wochenbericht 2/95, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 240-241/1994 und IWH Forschungsreihe 8/1994.

<sup>305</sup> Verantwortlich für die Durchführung der kleinen Privatisierung waren im Wesentlichen die Kommunen; ihnen wurden auch die größten Einnahmeanteile aus dieser Privatisierung zugesprochen. Dabei ist herauszuheben, dass im Allgemeinen nur das Inventar eines Kleinbetriebes zum Verkauf stand, während die Immobilie in der Regel für eine Zeit von fünf Jahren verpachtet wurde. Auch hier erfolgte in der Regel die Privatisierung durch eine Übernahme der Unternehmen durch ihre Belegschaften. In diesem Bereich war die Verkaufsprivatisierung gemessen am Privatisierungsgrad relativ erfolgreich; bis 1994 konnten nahezu alle im Rahmen dieser kleinen Privatisierung zum Verkauf angebotenen Objekte entstaatlicht werden. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands - Realwirtschaftliche Anpassung. a.a.O. S. 51.

<sup>306</sup> So wie das Eigentum als Institution erst im Zuge des Transformationsprozesses installiert werden kann, so können auch Institutionen und Instanzen, die den Transfer von Eigentumsrechten (z.B. Aktien, Börsen etc.) ermöglichen, erst im Zuge des Transformationsprozesses selbst entstehen. Vgl. Calvo, G.; Frenkel, J. A.: Obstacles to Transforming Centrally-Planned Economies: The Role of Capital Markets. In: International Monetary Fund Working Paper. Washington D.C. Nr. 66/1991. Sowie Blommestein, H. J.: The Role of Financial Institutions in the Transition to a Market Economy. In: International Monetary Fund Working Paper. Washington D.C. Nr. 75/1993.

<sup>307</sup> Dabei wurde zu Beginn des Transformationsprozesses in Mittel-Osteuropa vielfach auf die besondere Bedeutung eines raschen stabilisierungspolitischen Erfolges für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hingewiesen. Vgl. z.B. Blanchard, O.; Dornbusch, R.; Krugman, P.; Layard, D.; Summers, L.: Reform in Eastern Europe. Cambridge/Mass. et al. 1991. S. 27 ff. aber auch United Nations Economic Commission for Europe (ECE): Economic Survey for Europe. New York 1992. S. 40 ff.

<sup>308</sup> Allerdings ist unklar, wann ein Unternehmen als „privatisiert“ bzw. als privates Unternehmen gilt. Es gibt Anzeichen, die darauf hindeuten, dass ein Unternehmen schon bei Vorlage eines „Privatisierungsplans“ als privatisiert gilt. Vgl. Goskomstat RF: Rossijskij statističeskij ežegodnik (*Statistisches Jahrbuch*). Moskau 1995. S. 229.

<sup>309</sup> Vgl. Goskomstat RF: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii v 1995 g (Sozial-ökonomische Lage Russlands 1995). Moskau 1996. S. 5 und S. 239.

<sup>310</sup> Bei der Analyse der russischen Privatisierungserfahrungen wird dieser aus der Privatisierung hervorgegangene „gemischte“ Sektor häufig dem Privatsektor zugerechnet; der so gefasste private Unternehmenssektor ist sowohl in Bezug auf die Beschäftigung als auch in Bezug auf die Wertschöp-

der Voucher- als auch aus der Verkaufsprivatisierung der Großunternehmen eine „gemischte“ Eigentumsform hervorging, war, dass den Belegschaften und dem Management bei der Wahl der Privatisierungsvariante und bei der zukünftigen Unternehmenspolitik erhebliche Mitspracherechte eingeräumt worden waren. Folglich war der Erwerb von Anteilsrechten für gewinnorientiert operierende Investoren nur wenig attraktiv. Nahezu zwangsläufig blieb der Staat bei der Privatisierung der Großunternehmen der größte „externe“ Anteilseigner,<sup>311</sup> er hielt bzw. hält häufig ein Aktienkontrollpaket oder verfügt über eine „goldene“ Aktie, die ihm ein Vetorecht in wichtigen Unternehmensentscheidungen verleiht.<sup>312</sup> Dabei steht der Staat als Anteilseigner vor einem Dilemma: Die Durchsetzung eines gewinnorientierten Unternehmensverhaltens würde in vielen Fällen einen Beschäftigungsabbau implizieren. Genau dies lief und läuft nicht nur den Interessen der Belegschaft zuwider, sondern davon kann auch eine Gefährdung der gesellschaftlichen Akzeptanz des gesamten Transformationsprozesses ausgehen. Um dies zu vermeiden, wurde den teilprivatisierten Unternehmen oftmals zugestanden, weiterhin unter einer „weichen Budgetrestriktion“ zu operieren.<sup>313</sup> Folglich musste das Interesse „echter“, gewinnorientiert operierender

---

fung von erheblicher Bedeutung. Vgl. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD): Transition Report 1996. London 1996; EBRD: Transition Report 1997. London 1997. Diese Zurechnung wird offensichtlich auch von der IFS gestützt. Unter diesen Umständen geben die an den „Privatsektor“ gezahlten Kredite keineswegs ein sinnvolles Bild von den tatsächlichen privaten Kreditgeschäften. Die so ausgewiesenen Kredite liefern hier daher die Obergrenze für die gesamte Kreditvergabe an den gemischten und privaten Sektor. Andere Ansätze wiederum rechnen diesen „gemischten“ Sektor eher dem Staat zu. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wirtschaftliche Wende bedenklich verzögert. In: DIW-Wochenbericht Nr. 18/1998. S. 308. DIW-Wochenbericht Nr. 17/1998, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 315/1998 und IWH Forschungsreihe 4/1998.

<sup>311</sup> Nach Abschluss der Voucher-Privatisierung verfügte der Staat bei mehr als 50 % der so privatisierten Betriebe über Aktienpakte von mehr als 25 % des Stammkapitals. Im Zuge der Verkaufsprivatisierung, der zweiten Privatisierungsphase, bietet der Staat diese Anteile, aber auch Anteile zuvor als „strategisch“ klassifizierter Unternehmen, zunehmend auf Verkaufsauktionen an. Aufschenerregende Beispiele waren die Verkäufe der staatlichen Anteile an der russischen Telefongesellschaft (Svjaz'invest) und an Energieunternehmen.

<sup>312</sup> Vgl. Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends. Nr. 4/1997. S. 92 ff.

<sup>313</sup> Damit begünstigt diese „gemischte“ Eigentumsform auch unter den veränderten Rahmenbedingungen das Festhalten am ineffizienten Ressourceneinsatz. Grundsätzlich waren drei Privatisierungsvarianten vorgesehen: Variante 1 sah eine unentgeltliche Übertragung von 25 % des Grundkapitals in Form von nicht stimmberechtigten Aktien an die Belegschaft vor. Darüber hinaus konnten Belegschaft und Management weitere 15 % des Grundkapitals in Form von Aktien mit Stimmrecht zu Vorzugskonditionen erwerben. Bei Variante 2 konnten Belegschaft und Management zusammen 51 % des Grundkapitals zu Vorzugskonditionen erstehen. Diese Aktien sind mit vollem Stimmrecht ausgestattet. Bei Variante 3 wurde es unter genau ausgeführten Bedingungen einer Gruppe der Belegschaft ermöglicht, 20 % des Grundkapitals zu Vorzugskonditionen bei vollem Stimmrecht zu kaufen. Verändert wurden diese Varianten bei dem Übergang zur Verkaufsprivatisierung nur geringfügig. Vgl. *Osnovnye položenija gosudarstvennoj programmy privatizacii gosudarstvennych i municipal'nych predpriatij v Rossiijskoj Federacii posle 1 iulja 1994 goda (Grundlegende Verordnungen zur Privatisierung staatlicher und munizipaler Unternehmen nach dem 1. Juli 1994)*. In: *Gosudarstvennyj komitet Rossiijskoj Federacii po upravleniju gosudarstvennych i municipal'nych predpriatij v Rossii*. Moskau 1994. S. 17 ff. In der ersten Privatisierungsphase, in der die unentgeltlich an die Be-

Unternehmer an Eigentumsrechten an diesen „teilprivatisierten“ oder „gemischten“ Unternehmen schon aufgrund ihrer mangelhaften Möglichkeiten zur Einflussnahme auf die tatsächliche Unternehmensaktivität gering sein.<sup>314</sup> Diese Rahmenbedingungen der Privatisierung wurden erst geändert, als die Bedeutung möglicher Privatisierungseinnahmen für den zunehmend mit einer Einnahmeschwäche konfrontierten Staatshaushalt wuchs.<sup>315</sup>

Die Bildung von privatem Vermögen und die Wahrnehmung einer Kontrollfunktion durch private Anteilseigner wurde und wird zusätzlich dadurch erschwert, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Schutz und den Transfer von Eigentumsrechten schwach sind.<sup>316</sup> Ein bürgerliches Gesetzbuch, auf dessen Grundlage z.B. die Einklagbarkeit von Forderungen geregelt wird, trat erst 1995 in Kraft.<sup>317</sup> Das Insolvenzrecht zielt auch nach

---

völkerung ausgegebenen Privatisierungsschecks (Voucher) in Anteilswerte staatlicher Unternehmen gewandelt werden konnten, entschieden sich die Belegschaften mehrheitlich (in etwa 75 % der Fälle) für die so genannte „Privatisierungsvariante 2“, bei der der Belegschaft und dem Management zusammen 51 % des Grundkapitals des zu privatisierenden Großunternehmens zu Vorzugskonditionen angeboten wurden. Auch nach Abschluss der Voucherprivatisierung und mit dem Übergang zur Verkaufsprivatisierung wurde häufig die Privatisierungsvariante 2 gewählt, jedoch gewann die so genannte Variante 1 an Bedeutung, nach der die Belegschaften und das Management zu präferentiellen Konditionen Anteilsrechte bis zu 35 % des Stammkapitals erwerben konnten. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Kurswechsel in der Stabilisierungspolitik. In: DIW-Wochenbericht Nr. 51-52/1995. S. 894, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 262/1995 und IWH Forschungsreihe 4/1995.

<sup>314</sup> Gewichtige Gründe, diesen „gemischten“ oder „teilprivatisierten“ Sektor als eine eigentumsrechtliche Sonderform zu begreifen, liegen vor allem darin, dass mit dieser Eigentumsform an der während der Perestrojka entwickelten spezifischen Aufteilung der mit dem Eigentum verbundenen Rechte zwischen dem Staat und den Belegschaften bzw. Management (Insidern) weitgehend festgehalten wurde: Vereinfachend kann angenommen werden, dass im durch die Privatisierung entstandenen „gemischten“ Sektor die Nutzungsrechte an dem Unternehmen und dem Produktionsergebnis vor allem von den privaten Anteilseignern wahrgenommen werden, die Haftungsrechte jedoch weiterhin beim Staat liegen. Anders ausgedrückt, die Insider haben einen erheblichen Einfluss auf die Mittelverwendung, ohne letztendlich dafür haftbar gemacht werden zu können. Offensichtlich ist es dem Management in vielen Fällen gelungen, erhebliche Anteile an den teilprivatisierten Unternehmen zu erwerben. Die Belegschaft nimmt sich in der Regel nicht als Eigentümer des Unternehmens wahr. Vgl. Bim, A.: Ownership, Control over the Enterprises and Strategies of Stockholders. International Institute for Applied Systems Analysis. Working Paper Nr. 96/50. Laxenburg 1996.

<sup>315</sup> Im August 1997 trat ein neues Privatisierungsgesetz in Kraft, das grundsätzlich die Position externer Investoren verbesserte. Das Gesetz ist abgedruckt in Rossijskaja gazeta vom 7. Mai 1997. Eine spektakuläre Beteiligung ausländischer Investoren stellte der Verkauf von Anteilen der Gazprom an die Ruhrgas AG Ende 1998 dar.

<sup>316</sup> Die schwachen ordnungspolitischen Rahmenbedingungen, die letztendlich eine Durchsetzung geltenden Rechts behindern, haben 1997 in der Russischen Föderation eine Diskussion über die Rolle des Staates in der Gesellschaft ausgelöst. „However, he (Yeltsin; Zusatz von der Verfasserin) noted that sustained economic development needed the guidance of a strong state and saw a need to increase the role of the state in the economy.“ Vgl. Bank of Finland. Institute for Economies in Transition: Russian and Baltic Economies. The Week in Review. Nr. 41/1997. <http://www.bof.fi/env/eng/it/weekly/weekbase.stm>.

<sup>317</sup> Vgl. Graždanskij kodeks Rossijskoj Federacii. Čast' pervaja (*Bürgerliches Gesetzbuch. Erster Teil*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 32/1994 sowie Graždanskij kodeks Rossijskoj Federacii. Čast' vtoraja (*Bürgerliches Gesetzbuch. Zweiter Teil*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 5/1996.

seiner Revision (1998) weniger auf die Durchsetzung eingegangener Zahlungsverpflichtungen ab, sondern ist weiterhin in erster Linie auf die Verhinderung von Konkursverfahren gerichtet.<sup>318</sup> Da zudem der Erwerb von Grund und Boden durch private Wirtschaftssubjekte auch Ende 1999 noch nicht definitiv geregelt war, konnten Kreditgeschäfte nicht durch Hypotheken abgesichert werden.<sup>319</sup> Aus der Sicht potentieller Unternehmer lässt die relativ geringe Qualität der staatlich durchgesetzten Rechtsordnung zusätzliche Kosten entstehen; private Organisationen (*Mafia*) bieten offensichtlich teilweise die Bereitstellung dieses Gutes an. Diese zusätzlichen Kosten mindern den ohnehin unsicheren erwarteten Ertrag aus der privaten Investitionstätigkeit weiter. Insgesamt müssen die schwachen Property-Rights wie eine Besteuerung und Behinderung privatwirtschaftlicher Unternehmenstätigkeit wirken.<sup>320</sup>

### b) Geldfunktionen und Finanzmarktregulierung

Wesentlich für das Entstehen eines funktionsfähigen Finanzmarktes ist nicht nur die staatliche Sicherung der Eigentumsrechte und die staatliche Regulierung der Finanztransaktionen, sondern vor allem die staatliche Bereitstellung und Sicherung eines allgemeinen Tausch-, Wertaufbewahrungs- und Zahlungsmittels. Das Vorhandensein eines solchen wertstabilen Geldes erleichtert das Entstehen von Verträgen und Kreditgeschäften. Gerade in dieser Hinsicht aber war der russische Transformationsprozess von entscheidenden Besonderheiten geprägt: Zum einen wurde weder in der Russischen Föderation noch in den anderen GUS-Republiken unmittelbar nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion eine nationale Währung eingeführt. Vielmehr sollte der sowjetische Rubel *ad hoc* die typischen Geldfunktionen übernehmen und als gemeinsame Währung in der so genannten Rubelzone

<sup>318</sup> Vgl. Zakon Rossijskoj Federacii: O nesostojatel'nosti (bankrotstve) predprijatij (*Konkursrecht*). In: *Vedomosti Soveta Narodnykh deputatov RF*. Nr. 1/1993. Die novellierte Fassung des Insolvenzrechts trat 1998 in Kraft; sie findet sich abgedruckt in: *Sobranie Zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii*, Nr. 2/1998, S. 297 ff. Ausführliche Darstellungen des alten und des neuen Insolvenzrechts finden sich in DIW et al.: *Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wirtschaftspolitik muss jetzt endlich Wachstumserfolge vorweisen*. In: DIW Wochbericht Nr. 51-52/1997, S. 1000 f., Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 308/1997 und IWH Forschungsreihe 9/1997. Sowie DIW et al.: *Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wirtschaftliche Wende bedenklich verzögert*. In: DIW Wochbericht Nr. 18/1998, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 315/1998 und IWH Forschungsreihe 4/1998.

<sup>319</sup> Bezuglich der Bedeutung des Eigentums an Grund und Boden für Kreditgeschäfte vgl. Heinsohn, G.; Steiger, O.: *Eigentum, Zins und Geld*. Reinbek bei Hamburg 1996. S. 207 ff.

<sup>320</sup> Dies gilt vor allem für den offiziell erfassten Privatsektor; inwieweit inzwischen der Privatsektor in die Schattenwirtschaft ausweicht, ist unklar. Offizielle Quellen gehen von einem Anteil der Schattenwirtschaft am BIP von etwa 25 % aus: „One problem, the researchers noted, was that the official estimate of shadow economy output at 25 % of GDP was far too low - the correct figure was more like 50 %.“ Vgl. Bank of Finland. Institute for Economies in Transition: *Russian and Baltic Economies. The Week in Review*. Nr. 4/1998. <http://www.bof.fi/env/eng/it/weekly/weekbase.stm>.

fungieren.<sup>321</sup> Dazu konfigurierte die russische Zentralbank, die über das Emissionsmonopol des Rubels verfügte, zur gemeinsamen Zentralbank der GUS-Republiken. Zwangsläufig waren die anderen GUS-Republiken an die russische Geldpolitik gebunden. Die anderen Mitgliedsstaaten dieser Währungsunion konnten keine eigenständigen Seigniorage-Gewinne realisieren.<sup>322</sup> Noch während des Bestehens der Rubelzone wurden jedoch nationale Parallelwährungen - wie etwa der ukrainische Kupon - eingeführt.<sup>323</sup> Zum anderen konnte die russische Zentralbank nicht eigenständig den geldpolitischen Kurs bestimmen. Faktisch unterstand sie dem Finanzministerium, das jederzeit die Währungsbehörde zur Bereitstellung von Krediten veranlassen konnte. Damit war die russische Zentralbank in erster Linie als ein quasi-fiskalischer Agent zu begreifen. Insbesondere konnte von ihr nicht die Durchsetzung einer an Stabilitätskriterien orientierten Geldpolitik erwartet werden. Mit dieser grundlegenden Unterordnung der Geldpolitik unter die fiskalpolitischen Belange wurde an die Traditionen der Perestrojka angeknüpft.

Nach dem Zusammenbruch dieser spannungsreichen und fragilen Währungsunion<sup>324</sup> (1993) wurde in der Russischen Föderation ein geld- und währungspolitischer Neuanfang versucht.<sup>325</sup> Ordnungspolitisch wurde dieser Kurswechsel durch die Novellierung des Zentralbankgesetzes (1995)<sup>326</sup> und der gesetzlichen Neuregelung der Bankentätigkeit<sup>327</sup> (Februar

<sup>321</sup> Vgl. Bofinger, P. et al.: Währungspolitik der Nachfolgestaaten der UdSSR. In: Gemeinsames Gutachten des ifo Instituts München und des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin. München 1993.

<sup>322</sup> Die Anreize zur Einführung einer nationalen Währung stiegen aus der Sicht der anderen Mitgliedsstaaten der Rubelzone in dem Maße, wie erkannt wurde, dass die russische Zentralbank mit dieser expansiven Geldpolitik erhebliche Seigniorage-Gewinne erzielen konnte, die den anderen Mitgliedsstaaten der Währungsunion zunächst vorenthalten wurden. Dennoch wurde die Rubelzone nicht durch die anderen Mitgliedsstaaten, sondern durch die Russische Föderation aufgekündigt. Diese hatte erkannt, dass ein stabilisierungspolitischer Kurswechsel durch die Expansion von unkontrolliert ausgegebenen Parallelwährungen erschwert werden könnte.

<sup>323</sup> Ohnehin war der Zahlungsverkehr zwischen den Mitgliedstaaten problembeladen, so dass die Vorteile einer Währungsunion nicht zuletzt aufgrund der Heterogenität der Mitgliedsländer permanent abnahmen. Vgl. Bofinger, P. et al.: Währungspolitik der Nachfolgestaaten der UdSSR. a.a.O.

<sup>324</sup> Die Rubelzone wurde im Sommer 1993 aufgelöst. In der Folgezeit führten die GUS-Republiken endgültig nationale Währungen ein.

<sup>325</sup> Eine echte Währungsreform wurde wie schon bei Transformationsbeginn vermieden. Wiederum ersetzte eine Rubelumtauschaktion, in deren Zuge die „alten“ Rubel teilweise entwertet wurden, den klaren Währungsschnitt. Danach konnten alte Rubel im Gegenwert von etwa 100 Dollar pro Person in neue Rubel getauscht werden. Darüber hinausgehende Bargeldbestände waren bei der *Sberbank* für 6 Monate zu hinterlegen, um anschließend in neue Rubel getauscht zu werden. Während die privaten Haushalte und in einem noch größeren Maße die Ausländer durch die Vorschriften eine teilweise Enteignung erfuhren, waren die Unternehmen von dieser Umtauschaktion ausgenommen. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Monetäre Orientierungslosigkeit und realwirtschaftlicher Aktionismus. In: DIW-Wochenbericht Nr. 42/1993. S. 589, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 220-221/1993 und IWH Forschungsreihe 7/1993.

<sup>326</sup> Danach ist die russische Zentralbank für die Emission und die Stabilität der heimischen Währung verantwortlich, übernimmt die Funktion des lender-of-last-resort, stellt die Regeln für die Finanztransaktionen in der Russischen Föderation auf, gibt die Rechnungslegungsvorschriften für die Geschäftsbanken vor und ist für die Bankenaufsicht verantwortlich. Die einzelnen Artikel des novelierten Zentralbankgesetzes treten zu unterschiedlichen Zeitpunkten in Kraft (teilweise erst zum Jahr

ar 1996) flankiert. Mit diesen institutionellen Veränderungen wurde die Kompetenzabgrenzung von Geld- und Finanzpolitik erleichtert; der Zentralbank wurde eine größere Verantwortung, aber auch ein größerer Handlungsspielraum zur Sicherung der Geldwertstabilität zugesprochen. Zwangsläufig mussten damit auch die Aufgaben zwischen der Zentralbank und den Geschäftsbanken, die in der Vergangenheit insgesamt eine extensive Kreditvergabe betrieben hatten, redefiniert werden. Insbesondere war eine Abkehr von der staatlich induzierten präferentiellen Kreditvergabe durchzusetzen. Die Zentralbank sollte die Rolle des „lender of last resort“ für den Geschäftsbankensektor wahrnehmen und ihre bisherige Funktion als direkter oder indirekter Financier der Finanzierungsansprüche des Staatssektors aufgeben. Formal boten die gesetzlichen Novellierungen wesentliche Ansatzpunkte für eine verstärkte Liberalisierung des Finanzsektors und das Entstehen einer „aktiven“ Finanzintermediation.<sup>328</sup> Aber auch nach den gesetzlichen Veränderungen, die auf eine Liberalisierung und Regulierung des russischen Finanzmarktes entsprechend internationalen Standards zielen,<sup>329</sup> bleibt die Lizenzvergabe an ausländische Finanzintermediäre erschwert.

---

2000); wesentliche Teile traten jedoch bereits zum 1. Januar 1996 in Kraft. Vgl. Federal'nyj Zakon: O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RFSFR 'O Central'nom banke RFSFR (Banke Rossij)' (Veränderungen und Ergänzungen des Zentralbankgesetzes). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossisjkoj Federacii. Nr. 18/1995. S. 2879-2898.

<sup>327</sup> Ansatzpunkte der Novellierung waren die Revision des Bankenrechts und der Instruktion Nr. 1, mit der Regulierungen bezüglich Finanzmarkt- und Liquiditätsrisiken der Geschäftsbanken formuliert wurden. Die revidierte Instruktion Nr. 1 orientiert sich bezüglich der Anforderungen an die Fristenkongruenz, der maximalen Kreditgewährung an einen einzelnen Schuldner und weiterer Bilanzkennziffern an europäischem Recht. Die Revision des Bankengesetzes war nach der Verabschiedung des Zentralbankgesetzes und des Bürgerlichen Gesetzbuches zur Harmonisierung der Vorschriften notwendig geworden. Vgl. Central Bank of Russia: Vestnik Banka Rossii, Nr. 5/1996 sowie Federal'nyj Zakon: O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RFSFR 'O bankach i bankovskoj dejatel'nosti v RFSFR (Veränderungen und Ergänzungen des Bankengesetzes). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossisjkoj Federacii. Nr. 6/1996. S. 1408-1427.

<sup>328</sup> Zwar kann die russische Zentralbank auch nach der Novellierung des Zentralbankgesetzes weiterhin per Haushaltsgesetz zur Finanzierung des föderalen Defizits herangezogen werden, jedoch wurde die in der Vergangenheit grundsätzlich starke Abhängigkeit der Geldpolitik von fiskalpolitischen Ansprüchen entscheidend abgemildert. Insbesondere wurde mit den rechtlichen Veränderungen eine Abkehr von der Praxis so genannter „zentralisierter“ Kredite eingeleitet, zu deren Bereitstellung die Zentralbank von der Regierung veranlasst werden konnte. Vgl. Art. 22 des revidierten Zentralbankgesetzes. In: Federal'nyj Zakon: O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RFSFR 'O Central'nom banke. a.a.O. S. 2886. Da die Gewinnverwendung der Zentralbank nach der gesetzlichen Neuregelung unklar bleibt, ergibt sich auch hier ein potentielles Spannungsfeld zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Um eine aktive Finanzintermediation formal zu fördern, kontrolliert die russische Zentralbank nicht nur den Marktzutritt für Finanzintermediäre, sondern ist auch für die Regulierung der Aktivitäten der Geschäftsbanken und damit auch für den Lizenzentzug zuständig. Das Prozedere der Registrierung und Lizenzvergabe ist nicht im Zentralbankgesetz, sondern im Gesetz über die Bankentätigkeit gefasst. Vgl. Federal'nyj Zakon: O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RFSFR 'O Central'nom banke ... a.a.O. Artikel 55 ff. S. 2891 ff. Sowie Federal'nyj Zakon: O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RFSFR 'O bankach i bankovskoj dejatel'nosti ... a.a.O. S. 1416 ff.

<sup>329</sup> Nach den gesetzlichen Regelungen war bis Mitte 1998 eine schrittweise Anpassung der Bilanzvorschriften an internationale Standards vorgesehen. Dabei waren teilweise drastische Veränderungen in kürzester Frist geplant, die eine erhebliche Anpassungsflexibilität im Geschäftsbankensektor vor-

Grundsätzlich wurden weiterhin nach der Zugehörigkeit zum Staats- oder Privatsektor der Geschäftsbank unterschiedliche Regulierungen angewandt. So garantierte der Staat den Einlagenschutz bei staatlichen Banken.<sup>330</sup> Damit wurden diesen Banken gegenüber den privatwirtschaftlichen Geschäftsbanken ein entscheidender Wettbewerbsvorteil eingeräumt; aus der Sicht der Sparer war die Einlagenbildung bei einem nichtstaatlichen Institut wesentlich risikoreicher.

Obwohl der Begriff Universalbank im novellierten Bankenrecht nicht verwendet wird, ist der gesamte russische Bankensektor durch eine enge eigentumsrechtliche Verflechtung zwischen dem Banken- und Unternehmenssektor geprägt. Diese Verflechtung ist aus dem historischen Prozess und damit aus den Reformen der Perestroika zu erklären. Die Geschäftsbanken waren oftmals von den Unternehmen gegründet worden und sind mit ihnen in der Regel sowohl eigentumsrechtlich als auch über Kreditbeziehungen verbunden. Seit 1995 wird der Zusammenschluss von Unternehmen und Banken zu so genannten Finanz-Industriellen-Gruppen (FIG) gefördert.<sup>331</sup> Anreize zur Schaffung dieser „Clubs“ sollen vor allem von Steuervergünstigungen ausgehen.<sup>332</sup>

Theoretisch können Universalbanken eine umfassende Unternehmenskontrolle ausüben. Von einer solchen Monitoringfunktion der Finanzintermediäre wäre im Transformationsprozess eine Beschleunigung des notwendigen Strukturwandels zu erwarten; damit könnten vom Finanzsektor positive Impulse für den Transformationsverlauf ausgehen.<sup>333</sup> In der Praxis jedoch sind einerseits die aus dem Sozialismus „geerbten“ Verflechtungen zwischen den Banken und den Unternehmen nicht einem funktionsfähigen Universalbankensystem gleichzusetzen. Insbesondere ist zu berücksichtigen, dass für die Banken auch nach Beginn des Transformationsprozesses nur geringfügige Möglichkeiten einer Portfoliodiversifizie-

---

ausgesetzt hätten. So durften zur Jahresmitte 1996 noch maximal 60 % des Eigenkapitals als Großkredit an einen Kreditnehmer ausgegeben werden. Mit dem Stichtag 1. Januar 1997 sank dieser Anteilwert auf 20 % bei Kreditnehmern, die als Holding oder Firmenkonglomerat organisiert sind, und auf 25 % bei allen anderen Kreditnehmern. Zudem sollte das Satzungskapital für mehrheitlich russische Banken schrittweise bis zum 1. Juli 1998 auf 5 Mill. Ecu steigen. Es ist anzunehmen, dass die Novellierungen bezüglich der Eigenkapitalausstattung und der Bilanzstruktur in erster Linie auf Neugründungen angewandt wurden.

<sup>330</sup> Als „nicht-staatlich“ gilt eine Bank dann, wenn weniger als 50 % der Aktien vom Staat gehalten werden; in den anderen Fällen gilt sie als staatliche Bank.

<sup>331</sup> Die Verflechtung zwischen den Unternehmen und den Banken wird darüber hinaus dadurch gefördert, dass sowohl die Unternehmen als auch die Banken in mehreren FIG Mitglied sein können. Vgl. Postanovlenie Pravitel'sta Rossiijskoj Federacii: O programme sodejstvija formirovaniyu finansovo-promyšlennych grupp (*Regierungserlass zur Schaffung Finanz-Industrieller Gruppen*). In: Sobranie zakonodatel'sta Rossiijskoj Federacii, Nr. 4/1995.

<sup>332</sup> Vgl. Kommersant-Daily vom 10. April 1998. Die FIG fallen unter eine staatliche Registrierungspflicht. Allerdings existieren neben den registrierten FIG auch informelle Zusammenschlüsse. Vgl. Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends. Nr. 1/1997. S. 150. Letztendlich sind die Anreize für eine Registrierung gering, da die zunächst vorgeschlagenen Steuervergünstigungen für die FIG nicht eingeräumt wurden.

<sup>333</sup> Vgl. dazu z.B. v. Brabant, J.: Towards Rational Banking in Transitions Economies. In: The Emergence and Evolution of Markets. London 1997. S. 149-176. Diese Debatte wurde gerade in den frühen Transformationsjahren verstärkt geführt.

rung bestanden und der Geschäftsbankensektor gerade in den ersten Transformationsjahren häufig zur Durchsetzung quasi-fiskalischer Aktivitäten genutzt wurde. Bei einer Analyse des russischen Finanzsektors und seiner Kontrollfunktion ist darüber hinaus zu beachten, dass es unklar ist, ob die Banken im Einzelfall tatsächlich eine Kontrolle über die Unternehmen ausüben können, oder ob die Unternehmen die Banken aufgrund der vorhandenen eigentumsrechtlichen Verflechtungen und bestehender *moral-hazard*-Strukturen zu einer weiteren Kreditvergabe veranlassen können.<sup>334</sup> Dazu kommt, dass die russischen Banken in der Regel nicht nur mit den Unternehmen, sondern implizit oder explizit auch mit dem Staatssektor eigentumsrechtlich verbunden sind, denn dieser ist oftmals nicht nur direkter Anteilseigner an der jeweiligen Geschäftsbank, sondern auch an den betroffenen Unternehmen. Diese teilweise direkte, teilweise indirekte Anbindung an den Staatssektor konnte von den großen Geschäftsbanken vor dem offenen Auftreten der Finanzkrise des Jahres 1998 als eine implizite staatliche Existenzsicherungsgarantie interpretiert werden.

## 2. Stabilisierung, Finanzmarktleralisierung und Wachstum

Im Finanzsektor und seinen Funktionsbedingungen spiegeln sich nicht nur die Fortschritte und der Status quo des Transformationsprozesses, sondern auch die Inkonsistenzen des bisherigen Transformationsverlaufs wider. Der Finanzsektor stellt in einer Marktwirtschaft die entscheidende Schnittstelle zwischen geld- und finanzpolitischen Entscheidungen einerseits und der realwirtschaftlichen Entwicklung andererseits dar. Zu den Rahmenbedingungen der Finanzintermediation zählen sowohl die Ausgestaltung der Rechtsordnung und die Regulierung des Finanzsektors, als auch die geld-, finanz- und währungspolitische Konstellation.

Es ist dem Transformationsprozess inhärent, dass die institutionellen Rahmenbedingungen - auch die der Finanzintermediation - zunächst einem massiven Wandel unterworfen sind; dieses Spezifikum führt zu einer zusätzlichen, transformationsbedingten Erhöhung der Unsicherheit der Finanztransaktionen. Dazu kommt, dass das „klassische“ geldpolitische Instrumentarium gerade zu Beginn der Transformation nur eingeschränkt zur Verfügung steht. Zwangsläufig kommt in Transformationsökonomien der Zinspolitik der Zentralbank eine herausragende Bedeutung bei der Ausgestaltung der Geldpolitik zu.<sup>335</sup>

---

<sup>334</sup> Die Kontroverse, ob das Trennbanken- oder das an dem deutschen Muster orientierte Universalbankensystem für die Transformationsökonomien eine geeignete institutionelle Infrastruktur bietet, kann als akademisch gelten. Tatsächlich haben sich nach Beginn der Transformation in allen Staaten Mittel-Osteuropas Banken herausgebildet, die auf der Grundlage des Universalbankensystems operieren. Vgl. dazu Buch, C.: *Creating Efficient Banking Systems. Theory and Evidence from Eastern Europe*. Tübingen 1996. S. 156 f.

<sup>335</sup> Allerdings begünstigt oftmals die aus dem Sozialismus geerbte Mengenorientierung den Versuch, eine Geldmengensteuerung über eine mengenorientierte Kreditpolitik umzusetzen. Vgl. Melo, M. de; Denizer, C.: *Monetary Policy During Transition. An Overview*. The World Bank. Policy Research Working Paper. Nr. 1706/1997. S. 8 ff.

An dieser Stelle ist es geboten, zwei grundlegende Bemerkungen zu machen: Erstens sind die Attribute, mit denen die Ausrichtung der Geldpolitik gefasst werden soll, zu erläutern. Im Folgenden wird bei der Klassifizierung der Geldpolitik als „expansiv“ oder „restriktiv“ die Realverzinsung der Refinanzierungskredite herangezogen. Diese Verzinsung kann von Seiten der Zentralbank vor allem durch die Vorgabe der nominalen Refinanzierungskonditionen beeinflusst werden. Dabei gilt eine niedrige Realverzinsung als Charakteristikum einer expansiven Ausrichtung der Geldpolitik, umgekehrt werden hohe Realzinsen für Refinanzierungskredite als Indikator einer restriktiven Ausrichtung der Geldpolitik betrachtet.<sup>336</sup> Stabilisierungspolitik zielt in der hier verwandten Definition auf die Stabilisierung des Geldwertes. Zweitens ist die Ausrichtung der Geldpolitik von den Erscheinungsformen finanzieller Repression abzugrenzen. Finanzielle Repression findet ihren klassischen Ausdruck in real niedrigen bzw. negativen Zinsen für ausgewählte, staatlich induzierte Kredite; durch die finanzielle Repression werden nur die Kreditkosten einzelner Kreditnehmer beeinflusst. Folglich implizieren real niedrige bzw. negative Kreditzinsen für ausgewählte Kredite nicht zwangsläufig eine expansive Ausrichtung der Geldpolitik.

### a) Geld- und währungspolitische Grundausrichtung

#### *Zinspolitik und finanzielle Repression*

Bis zum offenen Auftreten der russischen Finanzkrise 1998 ließen sich in der Russischen Föderation zwei völlig unterschiedliche Phasen der Geldpolitik festmachen: In der ersten Phase, die bis Ende 1993/Anfang 1994 reichte, wurde der nominale Refinanzierungszins der Zentralbank bei der extrem hohen Inflation (1992: 2 500 %) so angesiedelt, dass die Realverzinsung dieser Refinanzierungskredite im extrem niedrigen Bereich liegen musste (vgl. Abbildung 19).<sup>337</sup> Zu diesen Konditionen wurden auch die präferentiellen Kredite an den Unternehmenssektor ausgereicht; die durch das Finanzministerium festgelegte Verzinsung der Kredite an den Staatshaushalt lag noch unter der für Refinanzierungskredite der Geschäftsbanken.<sup>338</sup>

---

<sup>336</sup> Als „hoch“ gelten im Folgenden Realzinsen von über 5 %. Eine solche Quantifizierung muss immer als relativ willkürlich gelten, jedoch spricht für die 5-Prozentmarke, dass sich in entwickelten Volkswirtschaften, aber auch in Ökonomien mit dem Problem nachholender Entwicklung reale Renditen von mehr als 5 % nur selten über einen längeren Zeitraum erwirtschaften lassen.

<sup>337</sup> Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Fortsetzung des Niedergangs ohne hinreichenden Strukturwandel. Fünfter Bericht. In: DIW-Wochenbericht 47-48/1994. S. 816 f., Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 240-241/1994 und IWH Forschungsreihe Nr. 8/1994.

<sup>338</sup> Die Nominalverzinsung für Kredite an den Staatshaushalt lag bei 10 %. Vgl. Rossijskaja gazeta vom 16. Februar 1993. Sie wurde in den Haushaltsgesetzen festgeschrieben.



Diese staatlich induzierte Kreditvergabe war eindeutig der finanziellen Repression zuzuordnen. Zwar sollte durch eine zwischen der Zentralbank und dem Finanzministerium vereinbarte Mengenbegrenzung für fiskalisch induzierte Kredite das Geldmengenwachstum und damit die Inflation begrenzt werden.<sup>339</sup> Faktisch jedoch wurden die zwischen Finanzministerium und Zentralbank vereinbarten Höchstgrenzen fiskalisch induzierter Geldschöpfung und Kreditvergabe systematisch überschritten.<sup>340</sup>

Nach dem Auseinanderbrechen der Rubelzone (Mitte 1993) und der Stärkung der Bedeutung der IWF-Kredite für die Finanzierung der finanzpolitischen Ansprüche Russlands wurde ein geldpolitischer Kurswechsel eingeleitet.<sup>341</sup> Relativ abrupt ging die Zentralbank,

<sup>339</sup> So wurde als geldpolitisches Ziel für das Jahr 1993 eine monatliche Geldmengenexpansion von 7 bis 10 Prozent angestrebt. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Systemtransformation auf dem Rückzug? Zweiter Bericht. In: DIW-Wochenbericht 17/1993. S. 218, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 208-209/1993 und IWH-Forschungsreihe 2/1993.

<sup>340</sup> Vgl. z.B. Ministerstvo Finansov Rossijskoj Federacii: Proekt-Doklad po itogam raboty v 1993 g. i zadači v 1994 g (Bericht über die Arbeit im Jahre 1993 und die Aufgaben im Jahre 1994). Moskau 1994.

<sup>341</sup> Für Russland stellte die Aufkündigung der spannungsreichen Währungsunion eine zentrale institutionelle Voraussetzung für einen nationalen geldpolitischen Kurswechsel dar. Nach der Auflösung der Rubelzone hat die russische Zentralbank auch die Vergabe präferentieller Kredite an die ehemaligen Mitgliedstaaten schrittweise abgeschafft. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Fortsetzung des Niedergangs ohne hinreichenden Strukturwandel. a.a.O. S. 821.

die bis dahin die Refinanzierung zu real extrem negativen Zinssätzen ermöglicht hatte, zu einer ebenso extremen Hochzinspolitik über. Innerhalb kürzester Frist stiegen die Nominalzinsen für die Refinanzierungskredite um mehr als 150 Prozentpunkte; die realen Refinanzierungszinsen erreichten Werte von mehr als 100 % (vgl. Abbildung 19). Die damit eingeleitete „zweite“ Transformationsphase war durch hohe reale Refinanzierungszinsen geprägt.

Die stabilisierungspolitische Wirkung der geldpolitischen Wende musste jedoch solange fragmentarisch bleiben, wie der Anstieg der Zinsen allein die Refinanzierungskredite der Geschäftsbanken, nicht aber die staatlich induzierten Kredite betraf. Solange die Zentralbank vom Finanzministerium weiterhin zur präferentiellen Kreditvergabe an ausgewählte Unternehmen und den Staatshaushalt gezwungen werden konnte, bestand von Seiten der Fiskalpolitik die Möglichkeit, die stabilisierungspolitischen Versuche der Zentralbank zu unterminieren. Faktisch konnte der staatliche Sektor erst nach der Revision des Zentralbank- und des Bankgesetzes zur Abwicklung der Kreditgeschäfte über den heimischen Finanzmarkt gezwungen werden. Die Überwindung des traditionellen Musters finanzieller Repression war damit in der Russischen Föderation zur Voraussetzung für den gesamtwirtschaftlichen Stabilisierungserfolg geworden.

### *Geldmenge und Inflation*

Der Beginn der Transformation war in der Russischen Föderation - wie auch in anderen vormals sozialistischen Volkswirtschaften - mit einer hohen Inflation verbunden (vgl. Abbildung 20).<sup>342</sup> Allerdings verharrte die Inflation in der Russischen Föderation - im Gegensatz zu den meisten Ländern Mittel-Osteuropas - über einen langen Zeitraum auf einem hohen Niveau.<sup>343</sup>

In den ersten Transformationsjahren bestand immer wieder die Gefahr des Übergangs auf eine Hyperinflation.<sup>344</sup> Zwar konnte der aus der reformsozialistischen Vergangenheit geerbte Geldüberhang für die Anfangsinflation verantwortlich gemacht werden.<sup>345</sup> Die Dauer-

<sup>342</sup> Unübersehbar standen die Transformationsökonomien vor der Herausforderung, zeitgleich eine Preisliberalisierung und eine Stabilisierung durchzusetzen, wobei im Rahmen der Liberalisierung auch die relativen Preise neu adjustiert werden mussten. Vgl. Commander, S.: Inflation and the Transition to a Market Economy. In: The World Bank Economic Review. Vol. 6. Nr. 1/1992. S. 3-12.

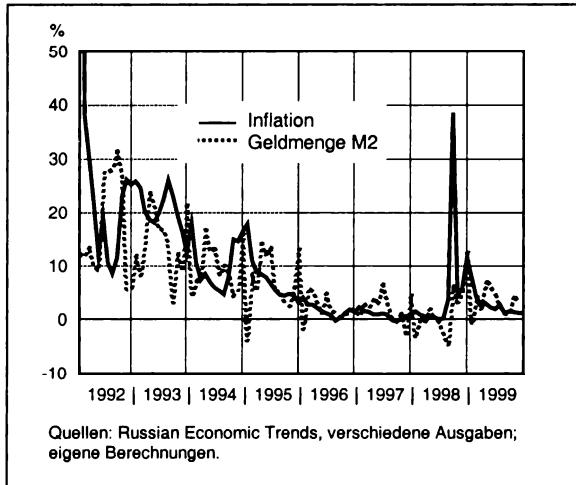
<sup>343</sup> Vgl. zur Inflationsentwicklung in den Staaten Mittel-Osteuropas: EBRD: Transition Report Update. London. April 1998. S. 9. Zu den Gemeinsamkeiten der GUS-Republiken vgl.: Fischer, S., Sahay, R., Végh, C. A.: From Transition to Market. Evidence and Growth Prospects. In: IMF Working Paper. Nr. 52/1998. S. 7 ff.

<sup>344</sup> Cagan definiert den Begriff der Hyperinflation als eine über einen längeren Zeitraum anhaltende Geldentwertung mit monatlichen Inflationsraten von über 50 %. Vgl. Cagan, P.: The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In: Friedman, M. (ed.): Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago 1956. S. 25-117. Empirisch lassen sich derartige Inflationsprozesse nur selten finden. Vgl. Dornbusch, R.; Sturzenegger, F.; Wolf, H.: Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. In: Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 2. 1990. S. 1-64.

<sup>345</sup> Nach der Liberalisierung trat die zurückgestaute Inflation offen zutage, allein im Januar 1992 stiegen die industriellen Erzeugerpreise um 380 % und die Verbraucherpreise um 245 %.

haftigkeit des Problems jedoch wies auf besondere strukturelle Schwierigkeiten in der Russischen Föderation hin.

*Abbildung 20*  
**Entwicklung der Inflation und der Geldmenge M2**  
monatliche Veränderungen in %



Tatsächlich spricht im Falle der Russischen Föderation vieles dafür, dass insbesondere die Inflationsentwicklung in einem engen Zusammenhang mit der Geldmengenentwicklung steht<sup>346</sup> (vgl. Tabelle 5). Die Zuwachsraten der Geldmenge fanden nur leicht zeitverzögert ihre weitgehende Entsprechung in den Inflationsraten (vgl. Abbildung 20). Diese Tatsache weist auf einen geringen Institutionalisierungsgrad von Transaktionen, die Kurzfristigkeit abgeschlossener Verträge und den geringen Entwicklungsstand des Finanzsektors hin.<sup>347</sup>

<sup>346</sup> Gerade über das erste Transformationsjahr liegen nur rudimentäre Angaben vor, die sich zwar im Detail allerdings nicht in der Tendenz widersprechen. Eine Ursache dieser Informationsschwäche ist, dass auch Instanzen wie die Zentralbank selbst einer umfassenden Umstrukturierung unterlagen. Die Konsistenz der Zeitreihen verbessert sich jedoch seit 1993 stetig. Vgl. Central Bank of Russia: Vestnik Banka Rossii. Moskau. Verschiedene Ausgaben. Sowie Central Bank of Russia: Bulletin of Banking Statistics. Moskau. Verschiedene Ausgaben.

<sup>347</sup> In entwickelten Marktwirtschaften sind dagegen deutliche Zeitverzögerungen zwischen geldpolitischen Impulsen und gesamtwirtschaftlicher Reaktion festzustellen; verantwortlich für die Zeitverzögerungen sind z.B. laufzeitgeschützte Verträge.

Tabelle 5

**Entwicklung der Geldmenge und ihrer Aggregate in der Russischen Föderation**  
in % zur Vorperiode

	1992 2. Halbj.	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bargeld	267	691	169	126	29	26	44	31 <sup>1)</sup>
Geldbasis	-	647	188	116	26	26	28	45
M2 (Rubel)	290	409	200	126	31	30	20	63 <sup>1)</sup>
M2 (einschließlich Devisenguthaben)	-	-	217	113	30	28	38	-
Bankkredite <sup>3)</sup>	-	448	241	61	18	44	53	64 <sup>2)</sup>
Nettowährungs- reserven (US-Dollar)	428	112	-64	238	-78	118	-263	-25 <sup>2)</sup>
Inländische Aktiva der Zentralbank	331	787	412	71	61	16	61	74 <sup>2)</sup>
<i>nachrichtlich:</i> Erzeugerpreise	285	895	233	175	26	8	23	67
Verbraucherpreise	213	840	215	131	22	11	84	37

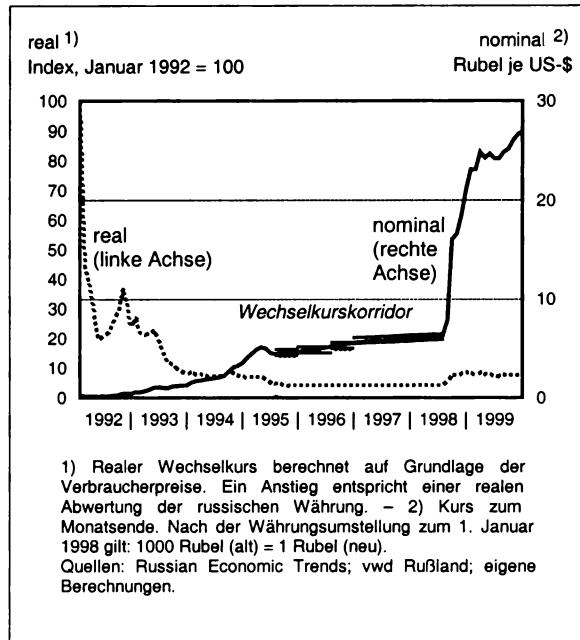
1) November 1999 – 2) Oktober 1999. – 3) Kredite der Banken an Unternehmen und private Haushalte.

Quellen: International Monetary Fund, International Financial Statistics on CD-Rom; Russian Economic Trends, verschiedene Ausgaben; DIW et al., verschiedene Ausgaben.

Entsprechend konnte die Inflation in der zweiten Transformationsphase in etwa in dem Maße, in dem durch die Abschaffung der präferentiellen Kreditvergabe und durch die Hochzinspolitik das Geldmengenwachstum begrenzt wurde, rasch zurückgeführt werden (vgl. Tabelle 5). Mit den Stabilisierungserfolgen waren Ansätze einer vorsichtigen Entkopplung von Geldmengenwachstum und Inflationsentwicklung festzustellen. Damit wären erste Voraussetzungen für einen Anstieg des Monetisierungsgrades der Volkswirtschaft geschaffen worden.<sup>348</sup>

<sup>348</sup> Bei der empirischen Analyse der Geldnachfragefunktion in der Russischen Föderation entsteht das Problem, dass es schon aufgrund des kurzen Beobachtungszeitraums und der zahlreichen, durch die veränderten institutionellen Rahmenbedingungen ausgelösten Schocks fragwürdig wäre, die Bestimmungsgründe der Geldnachfrage etwa im Sinne von McKinnon und Shaw ökonometrisch zu testen. Erste Versuche wurden bereits unternommen, jedoch müssen diesen Ansätzen erhebliche Schwächen innewohnen; neben den oben genannten methodischen Problemen ist insbesondere unklar, wie der Übergang von der Dollarisierung in die wechselseitige Verschuldung, die auf einer eigenständigen Kreditschöpfung der Wirtschaftssubjekte beruht, angemessen berücksichtigt werden kann. Vgl. Buch, C.: Russian Monetary Policy - Assessing the Track Record. Kiel 1998.

*Abbildung 21*  
**Wechselkurs des russischen Rubels zum US-Dollar**



### *Währungspolitik*

Nach der Abschaffung des multiplen Wechselkursregimes (Mitte 1992) wurde zunächst ein flexibler Wechselkurs des Rubels implementiert. Diese Phase war von einer beachtlichen realen Aufwertung des Rubels begleitet; die heimische Inflation übertraf die Veränderungsrate des Wechselkurses deutlich (vgl. Abbildung 21). Hintergrund dieser Entwicklung dürften neben anhaltenden Regulierungen außenwirtschaftlicher Transaktionen auch Zentralbankinterventionen zur Stützung des Kurses gewesen sein. Mit der realen Aufwertung hat sich die Wettbewerbsfähigkeit russischer Produkte verschlechtert; die Importnachfrage stieg.

Im Juli 1995 war zur Untermauerung der stabilisierungspolitischen Entschlossenheit auf ein relativ fixes Wechselkursregime übergegangen geworden. Das in der Russischen Föderation gewählte Wechselkursregime wies die Züge eines vorangekündigten *crawling-pegs* bzw. *crawling-bands* auf. Danach konnte der Rubelkurs zum Dollar in einem Wechselkurskorridor um die zentrale Parität schwanken; Veränderungen der zentralen Parität folgten vorangekündigten Schritten. Mit der Implementierung dieses nominalen „Ankers“ sollte die bis dahin allein von dem Refinanzierungszins erbrachte stabilisierungspolitische Anpas-

sungsleistung unterstützt werden.<sup>349</sup> Faktisch stellte dieses Wechselkursregime erhebliche Ansprüche an die russische Volkswirtschaft. Denn es setzt einerseits darauf, dass die russische und die US-amerikanische Inflationsrate - bereinigt um die Abwertungsrate und um die Produktivitätsentwicklung - konvergieren. Gelingt eine solche Konvergenz nicht, so kommt es in der Folge zu einer weiteren realen Aufwertung des Rubels, durch die die Wettbewerbsfähigkeit der russischen Produkte weiter abnehmen würde. Dass die Russische Föderation bis 1997 nicht mit einer deutlichen Passivierung der Leistungsbilanz konfrontiert war, war vor allem auf die hohen Handelsbilanzüberschüsse zurückzuführen, die aufgrund der russischen Rohstoffexporte erzielt werden konnten.<sup>350</sup>

Andererseits kann ein solches Wechselkursregime nur dann dauerhaft zu stabilisierungs-politischen Impulsen beitragen, wenn die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen der Finanzintermediation sich in beiden Volkswirtschaften weitgehend entsprechend. Andernfalls bietet diese Konstellation Anreize zu Realisierung von Arbitragegewinnen zu Lasten der weniger entwickelten Volkswirtschaft. Die fehlende oder mangelhafte Konvergenz der Finanzmarktregulierung, aber auch die unterschiedliche Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre in den über den Wechselkurs miteinander verbundenen Volkswirtschaften kann das Entstehen einer Währungskrise forcieren.

Theoretisch begünstigt die Kombination von hohen Realzinsen und relativ fixem Wechselkurs, wie sie in der Russischen Föderation durchgesetzt wurde, über die zusätzlichen Devisenzuflüsse eine Expansion der Geldmenge, die ihrerseits wiederum zur Inflationsbeschleunigung beitragen könnte.<sup>351</sup> Tatsächlich zog die Konstellation von nahezu fixem Wechselkurs und hohen Realzinsen in der Russischen Föderation zwar internationale Kapitalzuflüsse, aber nur zeitweilig einen Anstieg der Nettowährungsreserven bei der Zentralbank nach sich.<sup>352</sup> So stiegen die Devisenreserven der Zentralbank 1995 zunächst deutlich

<sup>349</sup> Derartige Stabilisierungsprogramme wurden auch für andere GUS-Republiken empfohlen. Vgl. Bofinger, P.; Flassbeck, H.; Hoffmann, L.: Orthodox Money-Based Stabilization (OMBS) versus Heterodox Exchange Rate-Based Stabilization (HERBS): The Case of Russia, The Ukraine and Kazakhstan. In: Economic Systems. Vol. 21. Nr. 1/1997, S. 1–33. In der Russischen Föderation wurde jedoch ein wesentlicher Bestandteil heterodoxer Stabilisierung vernachlässigt: die Bekämpfung von Lohnzuwachsen.

<sup>350</sup> Die Entwicklung der russischen Handelsbilanz war aufgrund der hohen Anteile der Rohstoffexporte extrem von der Preisentwicklung auf dem internationalen Rohöl- und Erdgasmarkt abhängig; 1997 führte der Preisverfall für Rohöl zu einem drastischen Einbruch der Exporterlöse (-14 %). Die Handelsbilanz wies jedoch weiterhin einen positiven Saldo aus. Vgl. Goskomstat RF: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossijskoj Federacii janvar'-iun' 1998 goda. Moskau 1998. S. 120 f.

<sup>351</sup> Bei einem fixem Wechselkurs kann die Zentralbank definitionsgemäß die Entwicklung der Geldbasis nur noch über die heimische Komponente oder die institutionelle Begrenzung von Devisenzuflüssen kontrollieren.

<sup>352</sup> Theoretisch kann eine Zentralbank die Geldmenge (M) durch die Entwicklung der Geldbasis (B) und durch den Multiplikator (u) beeinflussen. Lehrbuchmäßig gilt dabei  $M = u * B$ . Der Multiplikator wird auch von der Zinspolitik, der Mindestreserve und den institutionellen Rahmenbedingungen der Finanzintermediation bestimmt. Die Geldbasis wiederum setzt sich aus einer heimischen (NDA) und einer internationalen Komponente (NFA) zusammen, so dass gilt  $M = u * B = u * (NFA + NDA)$ . Theoretisch kann eine Sterilisierung der Devisenzuflüsse dann gelingen, wenn das Wachstum der inländischen Komponente der Geldbasis durch eine Zinserhöhung gebremst oder aber der Gesamtwirt-

an (1994: etwa 4 Mrd. US-Dollar; 1995: 14,3 Mrd.) um 1996 wieder zu fallen (1996: 11,3 Mrd. US-Dollar).<sup>353</sup> Damit war der von dieser Geldmengenkomponente ausgehende Impuls auf die Geldmengenentwicklung für die Zentralbank kaum zu antizipieren; den Zuflüssen ausländischen Kapitals standen erhebliche Devisenabflüsse gegenüber. Dabei dürfte es sich teilweise weiterhin um die Kapitalflucht russischer Anleger gehandelt haben, denen eine Anlage auf dem russischen Finanzmarkt ebenso wie die Rahmenbedingungen der Investitionstätigkeit zu risikoreich erschienen.<sup>354</sup>

### **b) Leistungsfähigkeit des Finanzmarktes und gesamtwirtschaftliche Entwicklung**

In den ersten Transformationsjahren wurde der Bankensektor in Bezug auf die Kreditvergabe im Wesentlichen als quasi-fiskalischer Agent genutzt. Nahezu die gesamte Kreditvergabe fiel in den ersten Transformationsjahren unter die staatliche Einflussnahme;<sup>355</sup> die eigenständige Kreditvergabe des Bankensektors blieb gering. Mit der induzierten Kreditvergabe an ausgewählte Unternehmen sowie an den Föderationshaushalt griff der Staat sowohl in die Geld- und Kreditschöpfung als auch in die Allokation der von der Zentralbank bereitgestellten Finanzmittel ein.

Wie schon zu Zeiten der Perestrojka sollten mit dieser staatlich induzierten Kreditschöpfung und -vergabe die Verteilungsbedingten Folgen des Strukturwandels abgeschwächt und so die soziale Akzeptanz des Transformationsprozesses gewährleistet werden. Zwangsläufig musste diese präferentielle Kreditvergabe jedoch ihren sozialpolitischen Anspruch verfehlt. Denn mit dieser Politik wurde an der weichen Budgetrestriktion des staatlichen und gemischten Sektors festgehalten und der gesamtwirtschaftlich notwendige Anpassungsprozess abgebremst. Letztendlich sollte mit diesen Mitteln eine Beschäftigungssicherung bei

---

schaft durch eine Offenmarktpolitik, durch den Verkauf von Wertpapieren durch die Zentralbank, Liquidität entzogen wird. Während die erste Variante zu einer Erhöhung der Refinanzierungszinsen führen wird, impliziert die zweite Variante durch die höhere Liquiditätsnachfrage eine Zinssteigerung für die (staatlichen) Wertpapiere; beide Varianten wirken demnach zinssteigernd. Bezogen auf die russische Realität hätte dies bedeutet, dass die Zentralbank eine weitere Erhöhung der ohnehin hohen realen Refinanzierungssätze durchsetzen und/oder hochverzinsliche heimische Wertpapiere zur Durchsetzung ihres Geldmengenziels anbieten müsste, um so das Wachstum der heimischen Komponente der Geldbasis zu bremsen. Durch eine solche Form der Neutralisierung wären nicht erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten entstanden, sondern auch der Zufluss von Devisen weiter forciert worden.

<sup>353</sup> Vgl. International Monetary Fund: International Financial Statistics. Washington D.C. August 1998. Im April 1998 beliefen sich diese Devisenreserven auf etwa 10,9 Mrd. US-Dollar.

<sup>354</sup> Zu den Schwierigkeiten, den Umfang von Kapitalflucht zu bestimmen vgl. Chang, K. P. H.; Claessens, S.; Cumby, R. E.: Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight. In: International Journal of Finance and Economics. Vol. 2. Nr. 2/1997. S. 101-119.

<sup>355</sup> Vgl. International Monetary Fund (IMF): Russia – Recent Economic Developments. Washington D.C. 1994. Sowie DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Beschleunigte Talfahrt durch verschleppte Reformen. Vierter Bericht. In: DIW-Wochenbericht Nr. 19/1994. S. 292 sowie S. 309 ff. Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 232/1994 und IWH Forschungsreihe 2/1994.

Produktionseinbruch durchgesetzt werden; der Preis dieser vergangenheitsorientierten Form der Sozialpolitik war eine hohe Inflation und damit auch eine ständige reale Entwertung der gezahlten Löhne.<sup>356</sup> Die persistente, aber volatile Inflation wiederum verkürzte die Zeithorizonte der Unternehmen. Auch für die Unternehmen, die an der präferentiellen Kreditvergabe partizipieren konnten, lieferten die instabilen Rahmenbedingungen kaum Anreize zu einer langfristig bindenden Investition. Aber nicht nur die makroökonomische Konstellation und der staatlich reglementierte Zugang zu Krediten, sondern auch die schwachen institutionellen Rahmenbedingungen - wie der geringe staatliche Schutz von Eigentumsrechten - trugen dazu bei, dass die Investitionsanreize stark sanken.<sup>357</sup>

### *Monetäre und finanzielle Tiefe*

Wenngleich die Bedeutung der Leistungsfähigkeit von Finanzintermediären gerade in der jüngeren ökonomischen Theorie häufig betont wird und in empirischen Studien der Zusammenhang zwischen der Finanzintermediation und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung analysiert wird, fehlt bislang eine klare Definition von *Performance*-Kriterien für den Finanzsektor.<sup>358</sup> Einen ersten Ansatzpunkt zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors liefern indes die von McKinnon und Shaw herangezogenen Indikatoren monetärer und finanzieller Tiefe (M1/BIP; M2/BIP). Ihre Entwicklung kann unter stabilen ordnungspolitischen und makroökonomischen Rahmenbedingungen als Maß für die Fähigkeit der Finanzintermediäre, Ersparnisse für die Finanzintermediation zu mobilisieren und auf dieser Grundlage das Kreditvolumen in einer Volkswirtschaft zu erhöhen, genutzt werden. Allerdings geben weder die absoluten Werte noch die Veränderungsraten einen Aufschluss darüber, inwieweit in einer Volkswirtschaft eine aktive, an Risiko- und Effizienzkriterien orientierte Finanzintermediation erfolgt.

In der Russischen Föderation zeigte die Entwicklung der monetären und finanziellen Tiefe das Ausmaß des durch die Transformationspolitik ausgelösten Demonetisierungsschocks an. Der Monetisierungsgrad (M1/BIP) der Volkswirtschaft war nach Transformationsbeginn auf ein außerordentlich niedriges Niveau gesunken, das im weiteren Transformationsverlauf zunächst sogar noch weiter abnahm (vgl. Abbildung 22). Parallel dazu bewegte sich die Entwicklung der finanziellen Tiefe. Lag die finanzielle Tiefe in der zusammenbrechenden Sowjetunion noch bei etwa 80 %, so sank der Wert dieses Quotienten 1993 auf unter 20 % (vgl. Abbildung 23). Deutlich wich diese Entwicklung von der anderer mittel-

<sup>356</sup> Auch wurde in der hochinflationären Anfangsphase die Geldentwertung durch die implementierte Lohnindexierung gestützt, die zugleich bedingte, dass die Unternehmen bei einer stark abnehmenden Produktion die Bereitstellung weiterer Finanzressourcen durch die Zentralbehörden erwarteten. Die implementierten Indexierungsmechanismen und die expansive Kreditvergabe verstärkten sich in ihrer Inflationswirkung wechselseitig.

<sup>357</sup> Vgl. z.B. das 1993 eingeführte Konkursrecht, das die Einleitung eines Insolvenzverfahrens nur in Ausnahmefällen zuließ. Vgl. Zakon Rossijskoj Federacii: O nesostojatel'nosti (bankrotstve) predpriyatiij (Konkursrecht). a.a.O.

<sup>358</sup> Vgl. Fry, M.: Money, Interest and Banking ... a.a.O. S. 320 ff.

osteuropäischer Volkswirtschaften ab; hier erreichte die finanzielle Tiefe auch in längeren Phasen hoher Inflation immer noch Werte von über 30 %.<sup>359</sup>

Abbildung 22

**Anteil der Geldmenge M1 am BIP  
1992 – 1999**

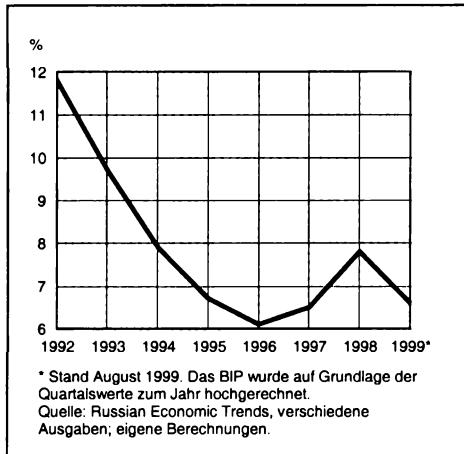


Abbildung 23

**Anteil der Geldmenge M2 am BIP  
1992 – 1999**



De facto zeichneten sich in der Russischen Föderation nach den ersten Stabilisierungserfolgen und der Finanzmarktliberalisierung auch Möglichkeiten für eine Ausweitung der Finanzintermediation ab.<sup>360</sup> Der Monetisierungsgrad, aber auch die finanzielle Tiefe stiegen seit 1996 leicht an (vgl. Abbildungen 22 und 23), verharren allerdings bis zum offenen Auftreten der russischen Finanzkrise auf einem niedrigen Niveau. Das Entstehen von Kreditbeziehungen war in der Russische Föderation in vielfältiger Hinsicht erschwert. Insbesondere der schwache Schutz der Eigentumsrechte, aber auch die begrenzten Möglichkeiten des Erwerbs von Grund und Boden behinderte die Entstehung eines funktionsfähigen Finanzsektors. Einerseits war die Grundlage einer Hypothekenfinanzierung weitgehend genommen, anderseits waren aufgrund der Verzögerungen bei der Durchsetzung eines bürgerlichen Gesetzbuches, aber auch durch die schwachen Rahmenbedingungen für Insolvenzverfahren, ausstehende Forderungen kaum einzuklagen. Das Entstehen echter Kreditbeziehungen, die für eine entwickelte Geldwirtschaft typisch sind, wurden in der Rus-

<sup>359</sup> Vgl. Buch, C.: *Creating Efficient Banking Systems*. Kiel 1996. S. 82.

<sup>360</sup> Dazu dürften auch die hohen Realzinsen für Spareinlagen beigetragen haben. Ökonometrische Arbeiten legen nahe, dass hohe Realzinsen zwar zu einer Umschichtung innerhalb des Portfolios der Sparer führen, jedoch die Höhe der Sparquote kaum berühren. Vgl. z.B. King, R.; Levine, R.: *Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries*. a.a.O.

sischen Föderation nicht nur durch die makroökonomischen, sondern auch durch die institutionell-rechtlichen Rahmenbedingungen massiv erschwert.

### *Anhaltende finanzielle Repression - wechselnde Instrumente*

Pagano sowie King und Levine hatten bei ihrer theoretischen Analyse des Zusammenhangs zwischen Finanzintermediation und gesamtwirtschaftlicher Entwicklung betont, dass die unterschiedlichen Erscheinungsformen finanzieller Repression zu einer Behinderung effizienter Finanzintermediation und Investitionstätigkeit und somit zu einer Begrenzung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität führen könnten.<sup>361</sup> Demnach sind die Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt der entscheidende Indikator für die Leistungsfähigkeit des Finanzsektors. Empirisch lassen sich diese Transaktionskosten am ehesten in den realen Kreditkosten und in der Differenz zwischen der Kredit- und Einlagenverzinsung (*Spread*) fassen.<sup>362</sup> In der Russischen Föderation waren nach der Liberalisierung des Finanzsektors sowohl die realen Kreditkosten als auch der *Spread* deutlich gestiegen; die von den Finanzintermediären veranschlagte Kreditverzinsung lag phasenweise real im dreistelligen Bereich (vgl. Abbildung 24).<sup>363</sup>

Wesentlich für die unmittelbar nach der Finanzmarktliberalisierung durchgesetzte Ausweitung des *Spread* dürfte auch gewesen sein, dass der wirtschaftspolitische Kurswechsel die Basis der Gewinnerwirtschaftung für die Geschäftsbanken verändert hatte. Konnten in den Jahren bis 1994 die real negativ verzinsten Refinanzierungskredite auch zum Devisenerwerb genutzt und auf dieser Grundlage erhebliche Gewinne erzielt werden, so mussten in der Folgezeit die Bankgewinne zunehmend aus Kreditgeschäften realisiert werden. Zudem wurde die Mindestreservepflicht ausgeweitet, so dass die Finanzintermediation mit weiteren, über die Refinanzierung hinausgehenden Kosten belastet wurde.<sup>364</sup>

---

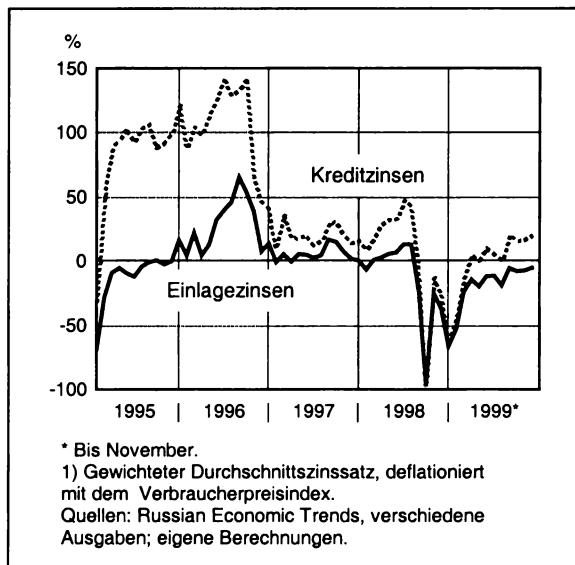
<sup>361</sup> Vgl. Pagano, M.: *Financial Markets and Growth*. a.a.O. Sowie King, R.; Levine, R.: *Finance, Entrepreneurship, and Growth*. a.a.O.

<sup>362</sup> Zum einen gibt - im Sinne von Pagano - die Höhe der Zinsdifferenz (*Spread*) zwischen den Depositenzinsen und den Kreditzinsen Anhaltspunkte über die Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der Geschäftsbanken und damit über die interne Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre. Zum anderen können auch - im Sinne von King und Levine - die Kreditkosten, die potentiellen Unternehmern bei einer Finanzierung über den Finanzmarkt entstehen, als Indikator für die Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre bei der Innovations- und Investitionsfinanzierung herangezogen werden.

<sup>363</sup> In der Bundesrepublik Deutschland lag diese Zinsdifferenz 1997 beispielsweise bei 6,44 Punkten. Diese zeitweise dreistellige Zinsdifferenz lag nicht nur deutlich über den Vergleichswerten in entwickelten Volkswirtschaften, sondern auch über denen in anderen mittel-osteuropäischen Transformationsökonomien. Vgl. International Monetary Fund: *International Financial Statistics*. a.a.O. Mai 1998.

<sup>364</sup> Erste Ansätze zur Ausweitung der Mindestreserve wurden bereits 1992 durchgesetzt; sie hatten allerdings insoweit nur einen geringen Einfluss auf die Ertragslage der Geschäftsbanken, als dass diese als quasi-fiskalische Agenten fungierten. Zum 1. Februar 1995 wurde ein differenziertes Mindestreservesystem durchgesetzt; der Mindestreservesatz betrug für Einlagen mit einer Frist von bis zu einem Monat 22 %. Schrittweise wurde der Mindestreservesatz für Guthaben in heimischer Währung bis Mitte 1998 auf 11 % gesenkt. Zugleich wurde die Mindestreserve auf Guthaben in ausländischer Währung deutlich erhöht; sie betrug im Februar 1995 noch 2 %; Mitte 1998 war sie auf 11 % angehoben.

Abbildung 24

Reale Einlagen- und Kreditzinsen (jährlich)  
1995 - 1999

Die von den Finanzintermediären durchsetzbare Zinsspanne verringerte sich seit 1995 bis zum offenen Auftreten der Finanzkrise im August 1998 nahezu kontinuierlich. Getragen wurde die Veränderung des *Spreads* nahezu einseitig durch das deutliche Sinken der berechneten Kreditzinsen. Trotzdem verharrete die reale Kreditverzinsung jedoch im zweistelligen Bereich und damit im internationalen Vergleich auf extrem hohem Niveau. Zwangsläufig musste eine solche Realverzinsung, die durch eine solide Investitionstätigkeit nicht dauerhaft realisiert werden kann, auf die freiwilligen Finanztransaktionen prohibitiv wirken.<sup>365</sup> Während von der Verzinsung auf dem heimischen Finanzmarkt insbesondere für den erst im Entstehen begriffenen privaten Unternehmenssektor negative Signale bezüglich einer potentiellen Investitionsentscheidung ausgehen mussten, hielt der Staat auch nach der wirtschaftspolitischen Wende des Jahres 1994 an der präferentiellen Finanzierung bereits

ben worden. Mit dieser Politik verschaffte sich die russische Zentralbank einen zusätzlichen Zugang zu ausländischen Finanzressourcen. Vgl. Central Bank of Russia: Bulletin of Banking Statistics. Zitiert nach Internet-Adresse: [http://www.cbr.ru/dp/res\\_intr.html](http://www.cbr.ru/dp/res_intr.html).

<sup>365</sup> „(...) High real interest rates can result in serious difficulties for nonfinancial enterprises (...) and bad loans and a financial crisis. High real interest rates will inevitably increase the financial needs of the government and, if the existing volume of government debt is already high, will make it more difficult to close the government deficit.“ Vgl. Galbis, V.: High Real Interest Rates Under Financial Liberalization. Is There a Problem? In: International Monetary Fund. Working-Paper. Washington D.C. Nr. 7/1993. S. 71.

bestehender Unternehmen fest. Ansatzpunkte finanzieller Repression boten in dieser zweiten Transformationsphase vor allem die differenzierte Anwendung gültigen Steuerrechts, aber auch die staatliche Tolerierung von Nichtzahlungen. Aus der Sicht der an dieser staatlichen Finanzierungsform partizipierenden Unternehmen wurde mit dieser diskretionären Anwendung des Rechts die präferentielle Versorgung mit Finanzressourcen aufrechterhalten. Für diese Unternehmen entsprachen die Steuervergünstigungen, aber auch die Nichtahndung von Zahlungsrückständen einem Forderungsverzicht; diese Finanzierungsformen kamen der Subventionierung nahe.

Aus der Sicht des Staates trat mit diesem Wechsel der Finanzierungsinstrumente ein bedeutender Wandel ein: Konnte zuvor die präferentielle Kreditvergabe an jedes beliebige Unternehmen angeordnet und somit ein gezielter staatlicher Eingriff in die Kreditallokation unabhängig von der Ertragssituation des Unternehmens durchgesetzt werden, so konnten von der dann durchgesetzten Praxis nur potentielle Steuerzahler und Schuldner profitieren.

### *Staat und Kreditvergabe*

Der Kontinuität finanzieller Repression mit wechselnden Instrumenten entspricht, dass die finanzmarktypischen Indikatoren für die Russische Föderation eine starke Involvierung des Staates bei den erfassten Kreditgeschäften sowohl vor als auch nach der Liberalisierung des Finanzsektors anzeigen. Mit der geldpolitischen Wende (1993/1994) und der Finanzmarktliberalisierung ging die gesamtwirtschaftliche Kreditvergabe gemessen in % des BIP zurück.<sup>366</sup> Der Anteil der Zentralbankkredite an der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe blieb nach der Liberalisierung des Finanzsektors (1995) zunächst nahezu konstant, bevor er dann im Umfeld der Finanzkrise des Jahres 1998 sogar deutlich anstieg (vgl. Abbildung 25a und 25b).

Hintergrund dieser Entwicklung, die nach der Liberalisierung eines Finanzsektors eher untypisch ist, ist, dass die russische Zentralbank weiterhin - wenn auch teilweise indirekt - an der Finanzierung des Haushaltsdefizits beteiligt wurde. Verändert hatte sich indes die Qualität dieser Kredite: Waren die Zentralbankkredite in den ersten Transformationsjahren auf Interventionen des Finanzministeriums zurückzuführen, so hatte die Zentralbank in den Folgejahren in erheblichem Umfang die hochverzinslichen Staatspapiere auf dem Sekundärmarkt aufgekauft. Der Staatssektor war damit eine faktische Schuld gegenüber der Währungsbehörde eingegangen, die den Aufkauf der Papiere mit ihrer Offenmarktpolitik begründen konnte. Da der Gewinn der obersten Währungsbehörde nach dem Zentralbankgesetz von 1995 teilweise in den Staatshaushalt abzuführen war, zahlte der russische Staatshaushalt einen Teil der Zinsen für die Schuldverschreibungen indirekt an sich selbst.

Nach der Finanzmarktliberalisierung blieb der Anteil der von den Geschäftsbanken gewährten Kredite zunächst etwa konstant. Gemessen am Anteil des BIP sank die Kreditvergabe der Geschäftsbanken jedoch deutlich (vgl. Abbildung 26a und 26b).

---

<sup>366</sup> Lag die gesamtwirtschaftliche Kreditvergabe 1994 noch bei über 31 %, so wurden 1995 nur etwa 23 % des BIP erreicht.

Abbildung 25a

**Kredite der Zentralbank  
in % der Gesamtkredite ( $Z_{TOT}$ )  
1993 – 1999**



Abbildung 25b

**Kredite der Zentralbank  
in % des BIP ( $Z_{BIP}$ )  
1993 – 1999**

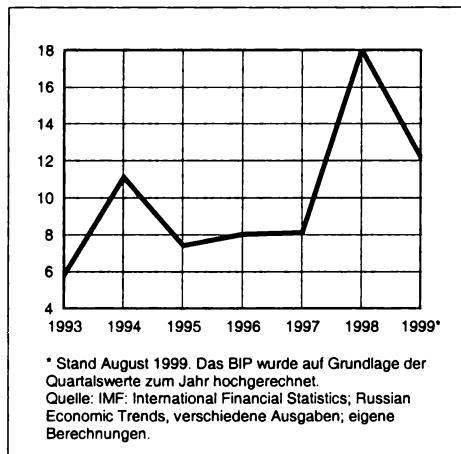


Abbildung 26a

**Kredite der Geschäftsbanken  
in % der Gesamtkredite (Bank<sub>TOT</sub>)  
1993 – 1999**

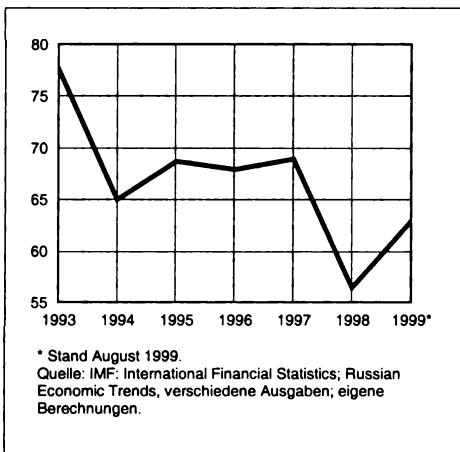
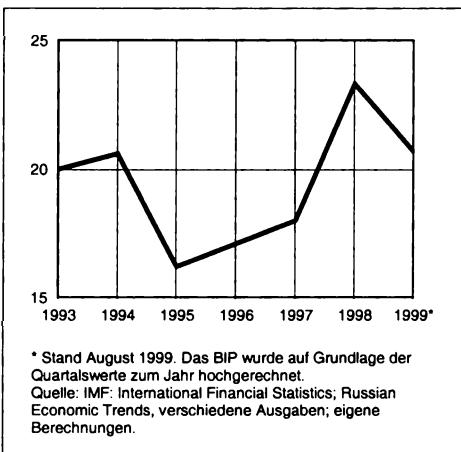


Abbildung 26b

**Kredite der Geschäftsbanken  
in % des BIP (Bank<sub>BIP</sub>)  
1993 – 1999**



Dazu kam, dass sich der Geschäftsbankensektor nach der Finanzmarktliberalisierung zunehmend aus der direkten Kreditvergabe an die Unternehmen zurückzog. Waren die Fi-

finanzintermediäre in der ersten Transformationsphase nicht zuletzt durch die klassischen Erscheinungsformen finanzieller Repression in ihrer Wahrnehmung der traditionellen Selektions-, Evaluierungs- und Kontrollfunktionen gegenüber dem Unternehmenssektor beschnitten worden, so suchten sie nach dem wirtschaftspolitischen Kurswechsel nach alternativen, weniger risikobehafteten Anlageformen. Da zugleich der Finanzierungsbedarf des Staates hoch war und die Föderation hochverzinsliche Papiere anbot, engagierten sich die Geschäftsbanken zunehmend auf diesem Markt. Die Anreize zu einer aktiven, auf die Investitions- und Innovationsfinanzierung gerichteten Finanzintermediation blieben demnach auch nach der Liberalisierung des Finanzsektors gering.

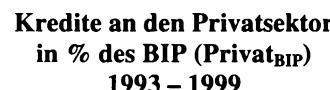
In der Folge verringerte sich die Partizipation der privaten Wirtschaftseinheiten an den Finanzmarktressourcen nach der Finanzmarktliberalisierung zunächst (vgl. Abbildung 27a und 27b). Die Entwicklung der Quotienten  $\text{Privat}_{\text{TOT}}$  und  $\text{Privat}_{\text{BIP}}$ , die in der Russischen Föderation die Kredite an den privaten und gemischten Unternehmenssektor sowie an die privaten Haushalte erfassen, weist auf einen deutlich abnehmenden Anteil dieser Wirtschaftseinheiten bei der Kreditvergabe hin. Folglich war nach der Liberalisierung des Finanzsektors - anders als in der Theorie üblicherweise unterstellt - der Zugang der nicht-staatlichen Wirtschaftseinheiten zu den Finanzressourcen verschlechtert worden.

Abbildung 27a



\* Stand August 1999.  
Quelle: IMF: International Financial Statistics; Russian Economic Trends, verschiedene Ausgaben; eigene Berechnungen.

Abbildung 27b



\* Stand August 1999. Das BIP wurde auf Grundlage der Quartalswerte zum Jahr hochgerechnet.  
Quelle: IMF: International Financial Statistics; Russian Economic Trends, verschiedene Ausgaben; eigene Berechnungen.

Vielmehr war bezüglich der auf dem Finanzmarkt abgewickelten Transaktionen ein *Crowding-out* des Staates gegenüber den privaten und unternehmerisch tätigen Wirtschaftseinheiten zu konstatieren; der Anteil der an den Staat vergebenen Kredite nahm nach der Finanzmarktliberalisierung zunächst deutlich zu und verharrte auf einem hohen Niveau (vgl. Abbildung 28a und 28b).

Abbildung 28a

**Kredite an den Staat  
in % der Gesamtkredite (Staat<sub>TOT</sub>)  
1993 – 1999**



Abbildung 28b

**Kredite an den Staat  
in % des BIP (Staat<sub>BIP</sub>)  
1993 – 1999**



### *Finanzielle Repression und gesamtwirtschaftliche Entwicklung*

Die ersten Transformationsjahre waren durch die Instrumente klassischer finanzieller Repression geprägt. Wachstumsimpulse konnten von dieser auf die expansive Kreditschöpfung und präferentielle Kreditierung ausgerichteten Politik nicht ausgehen.<sup>367</sup> Vielmehr musste diese inflationäre, auf die Demonetisierung der Volkswirtschaft zielende wirtschaftspolitische Konstellation den transformationsbedingten gesamtwirtschaftlichen Einbruch weiter verschärfen.<sup>368</sup> Tatsächlich brachen die gesamtwirtschaftliche Aktivität, aber auch die Investitionstätigkeit mit hoher Dynamik ein (vgl. Tabelle 6). Diese Entwicklung war insbesondere vor dem Hintergrund des durch den Transformationsprozess entwerteten Kapitalstocks als außerordentlich dramatisch einzustufen.

<sup>367</sup> Zum grundsätzlichen Problem der Dollarisierung in Transformationsökonomien vgl. Sahay, R.; Végh, C. A.: *Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications*. In: Mizen, P.; Pentecost, E. J. (Eds.): *The Macroeconomics of International Currencies — Theory, Policy and Evidence*. Cheltenham 1996. S. 193–224.

<sup>368</sup> Der in allen ehemals sozialistischen Volkswirtschaften aufgetretene Transformationsschock wurde nicht nur auf den Zusammenbruch der Liefer- und Abnehmerbeziehungen, auf die Folgen der durchgesetzten Stabilisierungsprogramme, auf die unzureichenden rechtlich-institutionellen Rahmenbedingungen, sondern auch auf die radikale Veränderung der relativen Preise und den in einigen Volkswirtschaften beobachtbaren *Credit-crunch* zurückgeführt. Vgl. Calvo, G. A.; Coricelli, F.: *Output Collapse in Eastern Europe*. In: International Monetary Fund. Staff Papers. Vol. 40. Nr. 1/1996. S. 32–51. Rosati, D. K.: *Output decline during transition from plan to market*. In: *The Economics of Transition*. Vol. 2. Nr. 4/1994. S. 419–441.

Tabelle 6

**Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren in der Russischen Föderation  
1990 - 1999**

Veränderung gegenüber der Vorperiode bzw. Anteile in %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
Bruttoinlandsprodukt <sup>1)</sup>	-3,0	-5,0	-14,5	-8,7	-12,7	-4,2	-4,9	0,8	-4,9	3,2
Industrieproduktion <sup>1)</sup>	-0,1	-8,0	-18,0	-14,1	-20,9	-3,3	-4,0	2,0	-5,2	8,1
Agrarproduktion <sup>1)</sup>	-3,6	-5,0	-9,0	-4,0	-12,0	-8,0	-5,1	1,3	-12,3	2,4
Bruttoanlageinvestitionen <sup>1)</sup>	0,1	-15,0	-40,0	-12,0	-24,0	-10,0	-18,1	-5,0	-6,7	4,5
Gütertransportvolumen <sup>2)</sup>	.	-7,4	-23,6	-5,0	-24,3	-10,2	-17,7	-9,8	-5,3	5,5
Gütertransportvolumen <sup>3)</sup>	.	-7,4	-13,9	-11,5	-14,2	-1,0	-4,6	-3,4	-3,5	5,2
Einzelhandelsumsatz <sup>1)</sup>	12,0	-3,2	-3,0	1,9	0,1	-7,0	-4,1	4,7	-4,5	-7,7
Entgeltliche Dienstleistungen für Endverbraucher <sup>1)</sup>	10,2	-17,0	-18,0	-30,0	-38,0	-18,0	-5,8	3,3	-2,4	2,4
Nominale Geldeinkommen										
Pro Kopf der Bevölkerung	18,0	120	750	1030	360	158	46,1	22,7	3,8	58,3
Reale Geldeinkommen der Privaten Haushalte <sup>4)</sup>	.	7,5	-50,5	11,2	13,0	-15,0	-0,8	6,3	-18,2	-15,8
Nominallöhne und -gehälter	15,0	81,0	994	878	276	114	57,3	20,2	10,1	43,4
Reallöhne und -gehälter	.	-3,0	-33,0	0,4	-8,0	-28,0	6,4	4,7	-13,8	-22,8
Verbraucherpreise <sup>5)</sup>	6,0	160	2 510	840	215	131	21,8	11,0	84,4	36,5
Industrielle Erzeugerpreise <sup>5)</sup>	4,0	240	3 280	895	233	175	25,6	7,5	23,2	67,3
Arbeitslosenquote <sup>6)</sup>	.	.	4,7	5,5	7,4	8,8	9,3	9,0	11,8	11,7

\* vorläufig. – 1) Real – 2) Auf Tonnenbasis. – 3) Auf Basis Tonnen-Kilometer. – 4) 1991 bis 1993: Dezember zu Dezember des Vorjahres; 1994 bis 1998: Jahresdurchschnitt. – 5) 1990: Jahresdurchschnitt, 1991 bis 1998: Dezember zu Dezember des Vorjahres bzw. September 1999 zu Dezember 1998, auf Jahresbasis. – 6) Am Periodenende; ILO-Methodik.

Quellen: Goskomstat: Narodnoe chozjajstvo RSFSR v 1990 g., Moskau 1991, S. 129,177, 352. Narodnoe chozjajstvo Rossijskoj Federacii, Moskau 1992, S. 14 f; Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii 1995 g., Moskau 1996, S. 254; Rossijskij statističeskij ežegodnik 1996, Moskau 1996, S. 12, 54, 80, 243 und 396; O položenii rossijskoj ekonomiki v 1993 godu i perspektivach razvitiya na 1994 god, Moskau 1994, S. 162; Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii 1996 g., Moskau 1997, S. 7, 8, 179 und 182; Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii 1997 g., Moskau 1998, S. 7, 8, 103 ff. und 284; Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii, 1998 g., Moskau 1999, S. 7-8, 105, 260, 279; Rostat: Osnovnye ekonomičeskie i social'nye pokazateli, Web-Site <http://www.gks.ru/scripts/free/lc.exe?XXXX00F.1.12.1.1/120000R.>; Rosstat: Social'no ekonomičeskoe položenie Rossii janvar' 2000; DIW et al., verschiedene Ausgaben.

Nach den theoretischen Überlegungen von McKinnon und Shaw wären in einer solchen Situation von einer Liberalisierung des Finanzsektors, begriffen als Abschaffung der Zinsvorgaben und der staatlichen Kreditschöpfung, über eine Verbesserung der Finanzintermediation Wachstumsimpulse zu erwarten gewesen.<sup>369</sup> De facto konnte der gesamtwirtschaftliche Verfall durch den wirtschaftspolitischen Kurswechsel 1994/1995, dessen Teil die formale Finanzmarktliberalisierung war, nicht aufgehalten werden.<sup>370</sup> Das Bruttoinlandsprodukt sank weiterhin, wenn auch in einem leicht abgeschwächten Tempo (vgl. Tabelle 6).

Die spezifische wirtschaftspolitische Konstellation ließ kaum Möglichkeiten einer Wende der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Zum einen fiel die formale Liberalisierung des Finanzmarktes in eine Phase extrem restriktiver Geldpolitik, deren Grundausrichtung auf die Durchsetzung hoher Realzinsen zielte.

Von der extremen Hochzinspolitik der Zentralbank mussten stark dämpfende Impulse auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität ausgehen.<sup>371</sup> Zum anderen war es eine Besonderheit des russischen Transformationsprozesses, dass der formalen Finanzmarktliberalisierung keineswegs eine faktische folgte. Vielmehr wurde an der staatlichen Einflussnahme auf die Allokation der Finanzressourcen festgehalten. Allerdings wurde nicht länger der Bankensektor zur Abwicklung dieser quasi-fiskalischen Aktivität herangezogen, sondern verstärkt die staatlichen Gestaltungsmöglichkeiten der institutionell-rechtlichen Rahmenbedingungen und damit auch des Steuerrechts zur Einflussnahme auf die Ressourcenallokation genutzt. Von diesen subtileren Formen der Diskriminierung freiwilliger und damit vor allem privatwirtschaftlicher Aktivitäten konnte kein positiver Impuls für die Entstehung eines innovativen Unternehmertums ausgehen. Vielmehr wurde mit dieser Politik an dem nicht an Effizienz- und Risikokriterien, sondern in erster Linie an der „Staatsnähe“ der jeweiligen Wirtschaftseinheit orientierten Zugang zu den Finanzressourcen festgehalten. Mit den unterschiedlichen Instrumenten finanzieller Repression wurde vor allem an der Alimentierung alter, überkommener Strukturen ermöglicht. Zugleich zeigte sich die staatliche Kreditnachfrage nach der formalen Liberalisierung des Finanzmarktes nicht zinsreagibel. Diese Gesamtkonstellation stand der Entwicklung einer auf die Unternehmensfinanzierung gerichteten Finanzintermediation entgegen.

King und Levine hatten darauf hingewiesen, dass eine staatlich induzierte Ungleichheit vor dem Gesetz, auch vor dem Steuerrecht, und der schwache Schutz von Property-Rights - wie sie in der Russischen Föderation implementiert wurden - als Formen spezifischer fi-

<sup>369</sup> Vgl. McKinnon, R. I.: Money and Capital in Economic Development. a.a.O. Sowie Shaw, E. S.: Financial Deepening in Economic Development. a.a.O.

<sup>370</sup> Faktisch fand die Liberalisierung des Finanzmarktes in der Russischen Föderation nicht nur deutlich später statt als die Liberalisierung des Gütermarktes, sondern blieb auch noch ausgesprochen fragmentarisch. Das asynchrone und wenig aufeinander abgestimmte Vorgehen war allerdings nicht nur für den russischen Transformationsprozess, sondern auch für die Transformationsverläufe in den anderen GUS-Republiken typisch.

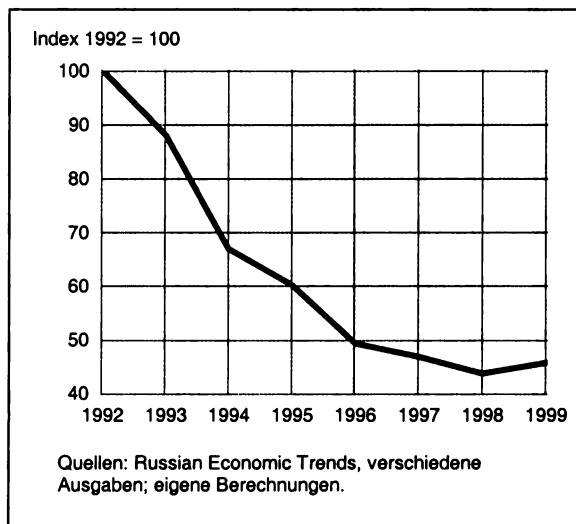
<sup>371</sup> Damit kam die Zinssteigerung in der Russischen Föderation - anders als bei McKinnon und Shaw angenommen - nur bedingt durch die Liberalisierung des Finanzmarktes und damit durch Marktkräfte zustande.

finanzieller Repression zu begreifen sind.<sup>372</sup> Denn die Ungleichheit vor dem Gesetz verursacht für die einzelnen Wirtschaftssubjekte unterschiedliche Kosten; sie wirkt auf die nicht staatlich induzierten Transaktionen diskriminierend. Dabei ist es nicht von Bedeutung, ob die differenzierte Ausgestaltung der ordnungspolitischen Rahmenbedingungen aktiv von Seiten des Staates vorangetrieben wird, oder ob einzelne Gruppen in der Lage sind, ihre Partikularinteressen mittels der Rechtsordnung durchzusetzen. In beiden Fällen bedeutet die Abkehr von der Gleichheit vor dem Gesetz die Förderung einzelner und die Diskriminierung anderer Akteure. Die allokativen Effizienz der Verwendung der vorhandenen Finanzressourcen war keineswegs gewährleistet. Die anhaltende präferentielle Versorgung mit Finanzressourcen war in der Regel nicht an einen spezifischen Verwendungszweck gebunden.

*Abbildung 29*

**Investitionstätigkeit**

Index, 1992 = 100



Unter den gegebenen Umständen musste auch für die Profiteure dieser präferentiellen Finanzierungskonditionen jede Geldanlage auf dem heimischen Finanzmarkt wesentlich attraktiver als eine stark risikobehaftete, sich erst über Jahre amortisierende Investition erscheinen. Zwar lassen sich - wie auch von den Theoretikern der Finanzmarktliberalisierung betont - keine klaren Kausalitäten und damit Wirkungsrichtung zwischen den Funktionsbedingungen des Finanzmarktes und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung herleiten, jedoch zeigt sich auch im Falle der Russischen Föderation, dass die anhaltenden, in ihren Instrumenten allerdings wechselnden, Erscheinungsformen finanzieller Repression in Kom-

<sup>372</sup> Vgl. King, R.; Levine, R.: *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*. a.a.O. S. 527.

bination mit einer eher expansiven Fiskal-<sup>373</sup> und einer extremen Geldpolitik den dauerhaften Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität und insbesondere der Investitionstätigkeit forcierten (vgl. Abbildung 29).<sup>374</sup>

### c) Finanzmarktliberalisierung im Spannungsfeld finanzpolitischer Ansprüche

Die über die Einnahmen der öffentlichen Haushalte hinausgehenden staatlichen Ansprüche an das Sozialprodukt zeigten sich nicht nur in den unterschiedlichen Erscheinungsformen finanzieller Repression, sondern auch in der anhaltenden Finanzkrise des konsolidierten Staatshaushalts.<sup>375</sup> Dabei nahm die Bestimmbarkeit der faktischen Defizithöhe permanent ab. Diese Unklarheiten gehen nicht nur auf die teilweise problematische Zuordnung tatsächlicher Zahlungen wie der Privatisierungserlöse zurück.<sup>376</sup> Wesentlicher ist, dass die russische Seite auf der Einnahmeseite Zahlungsversprechen, wie z.B. Wechsel berücksichtigte, auf der Ausgabenseite allerdings eingegangene Zahlungsverpflichtungen aus Lieferungen und Leistungen sowie ausstehende Lohnzahlungen nicht erfasst. Verschärft wurde diese Intransparenz noch dadurch, dass das Finanzministerium Zinszahlungen nur dann als Ausgaben buchte, wenn sie nicht durch die Emission neuer Staatsschuldtitel gedeckt wurden.<sup>377</sup>

<sup>373</sup> McKinnon wies in seinen späteren Arbeiten darauf hin, dass der Erfolg der Finanzmarktliberalisierung entscheidend von der Finanzdisziplin des Staates bestimmt wird. Vgl. McKinnon, R.: Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs. In: Ranis, G.; Schultz, P. T.: The State of Development Economics. Oxford 1988. S. 386-415. Aber auch Dornbusch, R.; Reynoso, A.: Financial Factors in Economic Development. In: American Economic Review. Vol. 79. Nr. 5/1989. S. 204-209.

<sup>374</sup> King und Levine hatten bei ihren umfassenden empirischen Studien darauf hingewiesen, dass der Involvierungsgrad der Zentralbank in der Regel, aber auch der Anteil der Kredite an den Staat an den Gesamtkrediten negativ mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung korreliert. Dass dies auch für die Russische Föderation gilt, ist zwar aufgrund des geringen Beobachtungszeitraums ökonometrisch nicht sinnvoll zu fassen, jedoch deuten alle Anzeichen darauf hin, dass diese Zusammenhänge zwischen den Funktionsbedingungen des Finanzmarktes und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in einem besonderen Maße den Transformationsprozess in Russland prägten.

<sup>375</sup> Im konsolidierten Staatshaushalt sind die Haushalte der Föderation und der nachgeordneten Gebietskörperschaften zusammengeschlossen. Ausgegrenzt sind die außerbudgetären Fonds, über deren Situation nur rudimentäre Angaben vorliegen.

<sup>376</sup> Diese werden nach internationalen Standards als Form der Defizitfinanzierung verstanden, nach der russischen Systematik aber als Einnahmen gebucht. Vgl. International Monetary Fund: International Governmental Statistics. Washington D.C. 1997.

<sup>377</sup> In der Folge der unterschiedlichen statistischen Konzepte kamen der Internationale Währungsfonds und das russische Finanzministerium zu weitgehend unterschiedlichen Einschätzungen der Defizitsituation des Föderationshaushalts. Vgl. Working Center for Economic Reform Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends. Nr. 1/1998. S. 74 ff. Abgrenzungsprobleme treten auch in anderen Staaten auf, insbesondere dann, wenn große Anreize bestehen, das Ausmaß der quasi-fiskalischen Aktivitäten bzw. des ausgewiesenen staatlichen Defizits gering zu halten. Sinnvoll wä-

Tabelle 7

**Konsolidierter Haushalt der Russischen Föderation**  
**Ausgewählte öffentliche Einnahmen und Ausgaben**

	1992 <sup>1)</sup> 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999									1992 <sup>1)</sup> 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999								
	in % der Gesamteinnahmen/-ausgaben									in % des BIP								
Einnahmen, insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	28,0	29,0	29,0	26,1	24,8	23,5	24,5	26,8	
Gewinnsteuer	29,4	33,8	27,5	27,0	17,3	15,8	14,7	18,4		8,2	9,8	8,0	7,0	4,3	3,7	3,6	4,9	
Einkommensteuer	8,1	8,8	9,9	8,4	10,1	11,6	10,8	9,8		2,3	2,6	2,9	2,2	2,5	2,7	2,7	2,6	
Akzisen	4,0	3,6	4,2	5,6	9,6	10,3	10,3	9,1		1,1	1,0	1,2	1,5	2,4	2,4	2,5	2,4	
Mehrwertsteuer	37,5	22,5	21,0	22,0	25,8	26,5	23,8	24,0		10,5	6,5	6,1	5,7	6,4	6,2	5,8	6,4	
Außenwirtschaft	8,8	4,7	10,8	4,6	3,0	1,1	2,4	2,9		2,5	1,4	3,1	1,2	0,7	0,3	0,6	0,8	
Einnahmen aus Staatsvermögen						2,0	2,0	1,9						0,5	0,5	0,5		
Einnahmen aus Privatisierung						1,8	2,7							0,4	0,7			
Zweckgebundene Fonds								8,1									2,2	
Sonstige Einnahmen	12,2	26,6	26,6	32,3	34,2	30,9	33,3	26,0		3,4	7,7	7,7	8,4	8,5	7,3	8,2	6,9	
Ausgaben, insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	31,4	33,6	38,5	29,4	28,9	28,6	28,0	28,0	
Volkswirtschaft	34,5	28,1	27,0							10,8	9,4	10,4						
Industrie, Energie, Bauwirtschaft				7,4	6,0	4,6	2,9	2,5						2,2	1,7	1,3	0,8	
Landwirtschaft, Fischerei				4,2	3,9	3,4	2,6	2,9						1,2	1,1	3,4	0,7	
Transport, Kommunikation				2,7		2,8	2,5	2,1						0,8	0,8	0,7	0,6	
Sozial-kulturelle Zwecke	23,2	24,9	23,5	26,0	28,9	34,0	31,7	29,2		7,3	8,4	9,0	7,7	8,4	9,7	8,9	8,2	
Bildung				11,6										3,4				
Gesundheit				8,3										2,4				
Soziale Sicherung				4,2										1,2				
Verteidigung	14,3	12,5	11,9	9,8	9,8	10,2	7,5	9,3		4,5	4,2	4,6	2,9	2,8	2,9	2,1	2,6	
Verwaltung und Rechtsorgane	5,9	7,3	7,9	7,7		10,3	9,6	9,7		1,8	2,4	3,0	2,3		2,9	2,7	2,7	
Außenwirtschaft	7,0	4,8	2,1	4,4	4,1					2,2	1,6	0,8	1,3	1,2				
Schuldendienst				5,1	6,6	6,2	14,2	13,0						1,5	1,9	1,8	4,0	
Umweltschutz						0,5	0,4	0,4						0,2	0,1	0,1		
Zweckgebundene Fonds								7,4									2,1	
Sonstige Ausgaben	15,2	22,5	27,5	8,6	40,9	28,0	28,5	23,6		4,8	7,6	10,6	2,5	11,8	5,6	8,0	6,6	
Saldo in % der Ausgaben / des BIP	-10,8	-13,8	-24,5	-11,2	-14,4	-18,0	-14,0	-4,3		-3,4	-4,6	-9,4	-3,3	-4,2	-5,1	-3,5	-1,2	

1) Im Jahre 1992 war der Umfang der außenbudgetären Aktivitäten erheblich. Vgl. Voprosy Ekonomiki, Nr. 1/1994, S. 42.

Quellen: Goskomstat: Rossijskij statističeskij ežegodnik 1995, Moskau 1995; Rossijskij statističeskij ežegodnik 1996, Moskau 1996;

Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii, 1996 g. und 1997 g.; Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii, 1998 g., Moskau 1999;

Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii janvar' 2000, Moskau 2000; Russisches Finanzministerium; DIW et al., verschiedene Ausgaben.

re für die Russische Föderation ein Konzept, bei dem die Abgaben auf der *cash-Basis*, die Ausgaben auf der *accrual-Basis* berechnet werden. Dann würden als Einnahmen nur die auf der Grundlage von Geld geleisteten Transaktionen, die Ausgaben aber auch die vom Staat eingegangenen Zahlungsverpflichtungen berücksichtigen. Vgl. Mackenzie, G. A.; Stella, P.: Quasi-Fiscal Operations ... a.a.O. Unter diesen Umständen blieb auch die Bestimmung des aus fiskalpolitischer Sicht relevanten Primärdefizits problematisch. Primärdefizit = Einnahmen minus Ausgaben ohne Zinsausgaben.

Angesichts der Vorgehensweise des russischen Finanzministeriums ist das in Tabelle 7 ausgewiesene Defizit als Untergrenze des faktischen Fiskaldefizits zu interpretieren.<sup>378</sup>

Die fehlende fiskalische Transparenz erhöhte nicht nur die Gefahr der Unterschätzung der Verschuldungssituation des Staates,<sup>379</sup> sondern auch des Einsatzes unangemessener wirtschaftspolitischer Instrumente.<sup>380</sup>

### *Einnahmenrückgang*

Die Situation der öffentlichen Haushalte war bis zum offenen Ausbruch der Finanzkrise im August 1998 von einem Einnahmenrückgang geprägt (vgl. Tabelle 7). Hintergrund dieser Entwicklung war nicht nur, dass über den gesamten Transformationsprozess hinweg die zusammenbrechende gesamtwirtschaftliche Produktion ebenso wie das Ausweichen in die Schattenwirtschaft die Steuerbasis minderten. In den ersten Transformationsjahren kam hinzu, dass die Inflation den realen Wert der Steuereinnahmen und ausstehenden Steuerzahlungen permanent entwertete. Bedingt durch die reale Entwertung der Steuerforderungen waren zusätzliche, wiederum inflationsbeschleunigend wirkende Zentralbankkredite zur Haushaltfinanzierung herangezogen worden. Damit wurde eine sich selbst beschleunigende Kredit- und Inflationsspirale in Gang gesetzt. Dieser so genannte Olivera-Tanzi-Effekt wurde in der Russischen Föderation noch dadurch verstärkt, dass die Steuern nach einem komplizierten Verfahren und zeitverzögert erhoben wurden.<sup>381</sup>

Dieser Effekt geht letztendlich auf das Phänomen der Inflationssteuer zurück. Zwar begünstigte die Inflation den Rückgang der realen Steuereinnahmen.<sup>382</sup> Alle Anzeichen deuten jedoch darauf hin, dass die öffentlichen Haushalte, die maßgeblich an der präferentiellen Kreditvergabe partizipieren konnten, zu den Nettoprofiten der Inflationssteuer zähl-

<sup>378</sup> Alternative Berechnungen über das Ausmaß des Defizits kamen beispielsweise für 1997 auf knapp 8 % des BIP (vgl. Tabelle 8). Demnach wäre nur die Hälfte des Finanzbedarfs des konsolidierten Haushalts vom Finanzministerium ausgewiesen worden. Vgl. Working Center for Economic Reform Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends. Nr. 1/1998. S. 74 ff.

<sup>379</sup> Dazu kommt, dass auch die quasi-fiskalischen Aktivitäten nicht erfasst wurden. Die Staatsquote der Russischen Föderation liegt folglich weit über den ausgewiesenen Ausgaben des konsolidierten Haushalts. Mit Transparenzproblemen bezüglich der tatsächlich fiskalischen Aktivität sind indes nahezu alle Volkswirtschaften konfrontiert. „Although in recent years, many IMF member countries have made substantial progress toward transparency in virtually all these areas, there is considerable scope for improvement.“ Vgl. Kopits, G.; Craig, J.: Transparency in Government Operations. In: International Monetary Fund Occasional Paper. Nr. 158/1998. S. 14.

<sup>380</sup> Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wirtschaftliche Wende bedenklich verzögert. a.a.O. S. 300 ff.

<sup>381</sup> Vgl. Tanzi, V.: Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue. In: International Monetary Fund. Staff Papers. Vol. 24. Nr. 1/1977. S. 154-167.

<sup>382</sup> Allerdings wurden gleichzeitig die aufgenommenen Kredite durch die hohe Inflation permanent entwertet; die aus der Kreditaufnahme resultierende fiskalische Belastung blieb gering. Zu den Profiten der Inflationssteuer gehörten nicht nur die öffentlichen Haushalte, sondern alle Wirtschaftseinheiten, die an der präferentiellen Kreditvergabe partizipieren konnten.

ten.<sup>383</sup> Ausgeschlossen von dieser Kreditvergabe war allein der Privatsektor; dieser hatte zugleich den wesentlichen Anteil der Inflationssteuer zu entrichten. Mit der Erhebung der Inflationssteuer wurde an der Redistribution zugunsten des Staatssektors festgehalten. Das Volumen der Inflationssteuer, das die Geldhalter und damit im wesentlichen die privaten Haushalte zu tragen hatten, war erheblich (vgl. Tabelle 8).<sup>384</sup> Zwangsläufig sank mit der Inflation das Inflationssteueraufkommen. Als allerdings nach dem offenen Auftreten der Finanzkrise erneut hohe monatliche Inflationsraten erreicht wurden, gewann diese Form der Besteuerung, die einer indirekten Besteuerung der Geldhaltung gleichkommt, wieder an Bedeutung.

**Tabelle 8**  
**Inflationssteuer in % des BIP 1992 - 1999**

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
93,5	35,7	12,5	6,5	1,0	0,5	12,3	26,0

\* 1999: Stand August, hochgerechnet auf Jahresbasis.

Quellen: Russian Economic Trends; eigene Berechnungen.

Zunächst aber setzte sich nach dem Übergang auf die Stabilisierungspolitik und die Finanzmarktliberalisierung der Rückgang der Einnahmen der öffentlichen Haushalte beschleunigt fort (vgl. Tabelle 7). In der Folgezeit stellten neben der rückläufigen gesamtwirtschaftlichen Aktivität selektive Steuervergünstigungen, Stundungen und die Nichtahndung ausstehender Steuerschulden eine wesentliche Ursache der Einnahmerückgänge dar. Neben der staatlich induzierten präferentiellen Steuerpolitik konnte die „aktive“ Steuernichtzahlung einen großen Raum gewinnen. Der Staat hat das Entstehen dieser Steuerrückstände nicht nur toleriert, sondern durch die Ankündigung und Durchsetzung von Steueramnestien auch begünstigt.<sup>385</sup> Behindert wurde die Steuereintreibung zudem durch die zahllosen gesetzlichen Neuregelungen; die erst im Entstehen begriffene Finanzadministration war überfordert. Mit der Nichteintreibung ausstehender Steuerschulden, aber auch mit der Nichtbe-

<sup>383</sup> Vgl. Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends. Nr. 3/1994. S. 70-83.

<sup>384</sup> Dass die Inflationssteuer im ersten Jahr etwa 100 % des BIP erreichte, ist darauf zurückzuführen, dass mit der extrem hohen Anfangsinflation nahezu alle in der Vergangenheit gebildeten Ersparnisse ad hoc entwertet wurden.

<sup>385</sup> Zwar war grundsätzlich vorgesehen, dass die Nichtzahlung der ausstehenden Steuerschuld mit einer entsprechenden Verzinsung geahndet werden würde. Jedoch ist den Steuerschuldnern bekannt, dass der Staat weder die Steuerschuld noch die daraus erwachsenen Zahlungsverpflichtungen faktisch durchsetzen kann. Zudem hat der Staat durch zahlreiche Steueramnestien in der Vergangenheit starke Anreize für die Nichtzahlung fälliger Steuern gesetzt. Vgl. Ukaz Prezidenta Rossijskoj Federacii: O predostavlenii predpriyatijam i organizacijam otro-ki po uplate po nalogam, penjam i šrafam za na-rušenie nalogovogo zakonodalejl'stva, obrazovavšejsja do 1 janvarja 1996g (*Über die Stundung der Steuerzahlung, von Bußgeldern und Geldstrafen*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 4/1996. S. 908 f. Faktisch handelte es sich dabei um eine Freistellung.

gleichung ausstehender Zahlungsverpflichtungen lieferte der Staat einen bedeutenden Impuls für den Übergang auf eine wenig kontrollierbare wechselseitige Verschuldung und Verrechnung. Während die öffentlichen Haushalte Nichtzahlungen von Steuern tolerierten, verschuldeten sie sich selbst gegenüber den Unternehmen und den privaten Haushalten. Lohnzahlungen, aber auch Zahlungen für Lieferungen und Leistungen wurden von Seiten des Staates ausgesetzt. Trotz der wechselseitigen Verschuldung blieben die öffentlichen Haushalte in der Position eines Nettogläubigers.<sup>386</sup> So standen Ende Mai 1998, also unmittelbar vor dem offenen Ausbruch der Finanzkrise den Forderungen der öffentlichen Haushalte von etwa 23 % des BIP Verbindlichkeiten von etwa 9 % gegenüber. Die staatlichen Lohnrückstände beliefen sich zu diesen Zeitpunkt auf 0,5 % des BIP.<sup>387</sup>

Bei korrekter Steuerabführung hätte sich die Finanzsituation der öffentlichen Haushalte seit 1994 völlig anders dargestellt; systematisch übertrafen die bekannten Steuerschulden das ausgewiesene Defizit.<sup>388</sup> Der Staat stand vor einem ähnlichen Dilemma wie bei der Ausübung der Unternehmenskontrolle: Die Durchsetzung der ausstehenden Steuerschuld gegenüber den Unternehmen hätte möglicherweise deren Zahlungsunfähigkeit offenbart und zu einer Konkurswelle geführt. Damit wäre nicht nur das staatliche Eigentum an diesen Unternehmen entwertet, sondern bei einer rigorosen Anwendung auch der gesellschaftliche Konsens zur Fortsetzung des Transformationspfades in Frage gestellt worden. Auch hätte die Durchsetzung von Steuerschulden auch mit der (Rück-)Übertragung von Eigentumsrechten in den Staatssektor verbunden werden können.<sup>389</sup> Dies hätte eine neue Verstaatlichungswelle ausgelöst. Auch diese Option hätte einen potentiellen Transformationserfolg unwahrscheinlich werden lassen.

---

<sup>386</sup> Die größten Steuerzahler sind zugleich auch die größten Steuerschuldner. Die Namen der Unternehmen und die ausstehenden Steuerzahlungen sind bekannt. Vgl. z.B. Izvestija vom 7. Oktober 1997.

<sup>387</sup> Vgl. Goskomstat Rossii: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii janvar'-ijun' 1998 goda. Moskau 1998. S. 160 ff. Eigene Berechnungen. Dabei wurde das BIP der letzten 12 Monate berücksichtigt.

<sup>388</sup> Vgl. Goskomstat Rossii: Social'no-ekonomičeskoe položenie. Moskau. Verschiedene Ausgaben.

<sup>389</sup> Zwar nahm der öffentliche Druck auf die *Nichtzahler* zu, als der Internationale Währungsfonds im Dezember 1997 die Auszahlung weiterer Kredittranchen von der Steuerzahlung abhängig machte. Der Staat war trotz seiner Ankündigungen nicht in der Lage oder nicht bereit die ausstehenden Zahlungen durchzusetzen. Dieses Verhalten wurde vom Internationalen Währungsfonds in der Folgezeit keineswegs mit Sanktionen belegt. Vielmehr wurden weitere Kreditzusagen auch bei einer anwachsenden Steuerschuld gemacht. Vgl. Finansovye Izvestja vom 20. Januar 1998. Ekonomika i Žizn'. Nr. 28/1998.

### Defizitfinanzierung

In den ersten Transformationsjahren wurden die öffentlichen Haushalte durch die präferentielle Kreditvergabe deutlich entlastet.<sup>390</sup> Hätte die Realverzinsung 1992 und 1993 bei vier Prozent gelegen,<sup>391</sup> so hätte sich nach einer einfachen Berechnung eine fiskalische Mehrbelastung von mindestens 3,2 % des BIP (1992)<sup>392</sup> bzw. von 3,8 % des BIP (1993) ergeben. Unter den geltenden Umständen aber war die Entlastung des Staatssektors durch eine implizite Umverteilung zugunsten des Kreditnehmers und zu Lasten der Einleger bei staatlichen Kreditinstituten durchgesetzt worden.<sup>393</sup> Mit der Liberalisierung des Finanzmarktes musste diese Form der Defizitbegrenzung durch die traditionellen Formen finanzieller Repression aufgegeben werden.<sup>394</sup> Der Staat hatte jetzt bei Kreditaufnahme verzinsliche Schuldverschreibungen zu emittieren. Beachtlich ist die im internationalen Vergleich ungewöhnlich hohe Verzinsung, die der russische Staat auf dem heimischen Finanzmarkt zu zahlen hatte (vgl. Abbildung 30);<sup>395</sup> die Verzinsung für kurzfristige Staatsanleihen (GKO) lag phasenweise deutlich über den Refinanzierungszinsen. Verstärkt wurde diese Tendenz zunächst durch die starke Reglementierung des Marktes für Staatsanleihen. Erst

<sup>390</sup> Derartige Eingriffe in die Zentralbankpolitik prägen auch die Entwicklungsproblematiken anderer Volkswirtschaften. Sie sind keineswegs als transformationsspezifisch zu klassifizieren. Allerdings dürfte das Ausmaß dieser quasi-fiskalischen Aktivitäten in marktwirtschaftlich fundierten Ökonomien tendenziell geringer sein. Vgl. dazu auch Fry, M.: The Fiscal Abuse of Central Banks. International Monetary Fund Working Paper. Washington D.C. Nr. 58/1993.

<sup>391</sup> Diese Größenordnung kann in etwa unter Berücksichtigung des LIBOR-Satzes und der weltweiten Inflation für die Jahre 1992 und 1993 zugrunde gelegt werden. Vgl. International Financial Statistics (IFS). a.a.O.

<sup>392</sup> Zugrunde gelegt wurde dabei der Mittelwert der Nettokredite an den russischen Staatssektor Ende 1991 und Ende 1992. Aufgrund der schwachen Dokumentation des ersten Transformationsjahrs in der Russischen Föderation wurden bei der Berechnung interne Arbeitsunterlagen des IWF herangezogen. Die monetäre, aber auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Folgejahre ist wesentlich besser dokumentiert. Vgl. International Monetary Fund: International Financial Statistics (IFS) sowie Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends. Verschiedene Ausgaben.

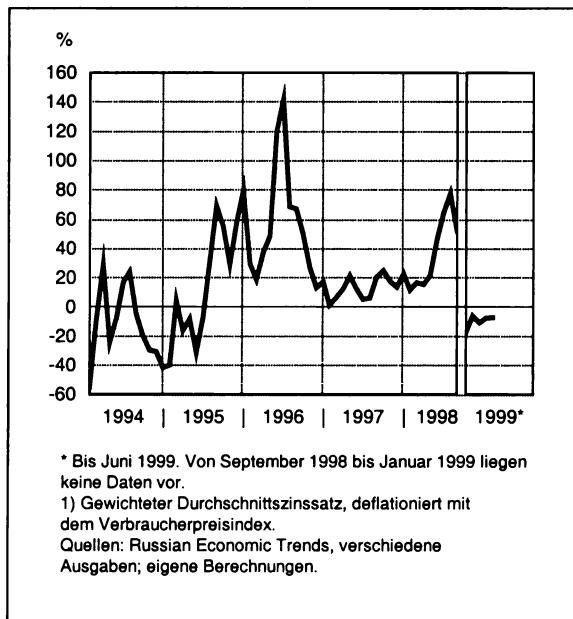
<sup>393</sup> Der Anstieg der Budgetentlastung gegenüber dem Vorjahr ist auf eine beschleunigte Kreditvergabe der Zentralbank an den Staat zurückzuführen: Waren diese Kredite 1992 gegenüber dem Vorjahr um den Faktor 8,8 gestiegen, so wuchsen sie 1993 um das 9,5fache. Zugrundegelegt wurde wiederum der Mittelwert aus dem Nettokreditbestand des Staates bei der Zentralbank Ende 1992 und Ende 1993. Zum Vergleich, der allerdings aufgrund der komplizierten Datenlage nur zur Trendaussage heranzuziehen ist: Giovannini und de Melo analysierten die fiskalische Evidenz dieser Form der finanziellen Repression in ausgewählten Entwicklungsländerökonomien und kamen zu dem Ergebnis, dass sich die Minderausgaben des Staates durchschnittlich auf 1,8 % des BIP beliefen. Vgl. Giovannini, A.; Melo, M. de: Government Revenue ... a.a.O.

<sup>394</sup> Gerade in Volkswirtschaften mit einem deutlichen Entwicklungsabstand zu den Industrienationen besteht typischerweise unabhängig von der gewählten Staatsform ein hoher Finanzbedarf der öffentlichen Haushalte. Vgl. Krueger, A.: Political Economy of Policy Reform in Developing Countries. Cambridge/Mass. et al. 1993. S. 19.

<sup>395</sup> Diese Risikoprämie und ihre Bewegungen können als Indikator für die aktuelle Einschätzung der Glaubwürdigkeit russischer Wirtschaftspolitik gelten. Jede Verbesserung, aber auch jede Verschlechterung in der Einschätzung des Transformationsfortgangs führt zu entsprechenden Abwärts- oder Aufwärtstrends in der Zinsbelastung.

nachdem der Marktzutritt für ausländische Anleger 1997 erleichtert worden war, sanken die Zinsen auf dem GKO-Markt,<sup>396</sup> blieben jedoch real im zweistelligen Bereich.<sup>397</sup> Zwangsläufig musste aufgrund der hohen Realzinsen, die der Staat für eine Kreditaufnahme im Inland zu zahlen bereit war, die Gefahr einer Verschuldungskrise entstehen. Dies gilt umso mehr, als die russische Volkswirtschaft anhaltende Wachstumseinbrüche zu verbuchen hatte; die Steuerbasis nahm weiter ab. Berechnungen des Internationalen Währungsfonds zufolge, wurden bereits 1997 im Föderationshaushalt bei Gesamteinnahmen von 11 % des BIP mehr als ein Drittel (4,4 % des BIP) auf den Schuldendienst verwandt.<sup>398</sup> Dass diese Zahlen nicht in der offiziellen Statistik zu finden waren, lag vor allem daran, dass die mit der Neuausgabe von staatlichen Schuldverschreibungen finanzierten „Zinszahlungen“ nicht unter diesem Posten verbucht wurden.

*Abbildung 30*  
**Reale Verzinsung von Staatsanleihen (jährlich)**



Vor dem Hintergrund der hohen Zinsen auf dem russischen Finanzmarkt war es für russische Kreditnehmer und damit auch für den Staat attraktiv, Finanzierungsmöglichkeiten auf dem internationalen Kapitalmarkt zu suchen.<sup>399</sup> Dabei konnten die Föderation, aber auch die anderen russischen Kreditnehmer ihren Gläubigern, insbesondere vor dem Hintergrund eines nahezu fixen Wechselkurses deutliche Risikoprämien bieten, ohne dass die faktischen Kreditkosten die Größenordnung der zeitweise dreistelligen heimischen Realverzinsung erreichten.<sup>400</sup>

Tatsächlich konnten die russischen Kreditnehmer unter Berücksichtigung der Wechselkursentwicklung auf dem internationalen Kapitalmarkt mindestens bis 1997 im Durchschnitt eine real negative Verzinsung durchsetzen (vgl. Tabelle 9).<sup>401</sup> Es zeigt sich, dass besonders stark negative Realzinsen für die Auslandsschuld gerade in dem Jahr erreicht wurden, in dem die Liberalisierung des heimischen Finanzsektors und die Durchsetzung des nahezu fixen Wechselkurses betrieben wurde.<sup>402</sup> Verantwortlich dafür war neben der präferentiellen Kreditvergabe durch die internationalen Finanzorganisationen das gewählte Wechselkursregime;<sup>403</sup> eine Abwertung des Rubels hätte die Belastung der russischen Kreditnehmer gemessen im Anteil des BIP steigen lassen. Schon aus diesem Grunde war es für den russischen Staat attraktiv, an einem nahezu fixen Wechselkurs festzuhalten; letztend-

<sup>399</sup> Die Russische Föderation hatte zwar den gesamten Schuldenbestand der Sowjetunion übernommen, war aber den daraus resultierenden Zahlungsverpflichtungen nicht immer nachgekommen. Mit dem Abschluss der Verhandlungen mit dem Pariser und dem Londoner Club verbesserte sich der Zugang Russlands zum internationalen Kapitalmarkt wieder. Vgl. Brücker, H.: Russlands Auslandsverbindlichkeiten nach der langfristigen Umschuldung. In: DIW-Wochenbericht Nr. 28/1996.

<sup>400</sup> „On 19 June Russia launched its third issue of Eurobonds. The total amount of the issue was USD 2 billion and the maturity ten years. Previous Russian Eurobond issues have had shorter maturities. The yield on the new issue is 10.4 %. (...) St. Petersburg restructures its debt via a Eurobond issue. In June the city of St. Petersburg became the second Russian city (after Moscow) to issue debt in the international markets, raising USD 300 million. The annual coupon on the five-year bonds is 9.5 %, ie the same as on Moscow's May issue of USD 500 million worth of three-year bonds. Two-thirds of the funds raised by St. Petersburg in the issue were used to repay loans from Russian banks, on which the average interest rate was 23 %. The rest of the funds are slated for partial redemption of debt paper issued by the city in the domestic markets at 30-40 %.“ Vgl. Bank of Finland: Russian and Baltic Economies. The Week in Review. Nr. 27/1997.

<sup>401</sup> Die wesentliche Ursache dafür ist in der deutlichen realen Aufwertung des Rubels zu sehen, durch die der Quotient

$$\frac{(1 + i_{\text{eff\$}})(1 + \text{Abwertungsrate})}{(1 + \hat{p}_{\text{Inland}})}$$

Werte kleiner 1 angenommen hat. Konsistente und vergleichbare Daten über die Folgejahre fehlen.

<sup>402</sup> Die faktische Verzinsung wurde hier berechnet auf der Grundlage der Angaben in World Bank: Global Development Finance. Washington D.C. Verschiedene Ausgaben. Es handelt sich um Durchschnittswerte. Danach ist die faktische Nominalverzinsung im Zeitraum zwischen 1993 und 1996 von 0,56 % p. a. 1992 auf 3,2 % p. a. gestiegen.

<sup>403</sup> Die Russische Föderation erhielt den weitaus größten Anteil der gesamten „Transformationskredite“. Vgl. Zecchini, S.: The Assistance of Financial Institutions to the Transition Process. Manuskript. 1994.

lich erleichterte das gewählte Währungsregime bis zur Währungskrise auch die Zinszahlungen gegenüber den ausländischen Gläubigern.

*Tabelle 9*

**Realverzinsung russischer Kredite auf dem internationalen Kapitalmarkt**  
(Durchschnitt) 1993 bis 1999

1993	1994	1995	1996	1997
-70	-6	-45	-13	-9

Quellen: World Bank, Global Development Finance, Washington, D.C.; International Monetary Fund, International Financial Statistics; eigene Berechnungen.

Demnach ist der russische „Staatssektor“ trotz des zinspolitischen Kurswechsels, der Liberalisierung des heimischen Finanzmarktes und der Auflage, die Defizite der öffentlichen Haushalte über die Ausgabe von Schuldverschreibungen zu finanzieren, keineswegs unter eine „harte Budgetrestriktion“ gezwungen worden. Paradoxe Weise haben gerade die stabilisierungspolitische Ausrichtung und die Kreditzusagen der internationalen Finanzorganisationen diesen notwendigen Schritt unterminiert.

### **3. Der Russische Weg: Postsozialistische Demonetisierung**

In den ersten Transformationsjahren erschweren die hohe Inflation, negative Realzinsen und die gelenkten Kredite den Übergang auf eine funktionsfähige Geld- und Zahlungswirtschaft. Nach dem wirtschaftspolitischen Kurswechsel 1994/1995 behinderten die extrem hohen Realzinsen, der schwache faktische Schutz der eingegangenen Zahlungsverpflichtungen und die Aufrechterhaltung quasi-fiskalischer Aktivitäten den Übergang auf einen Wachstumspfad. Herausragend war, dass der russische Finanzsektor auch nach seiner Liberalisierung vorrangig der Finanzierung staatlicher Ansprüche diente; unternehmerische Aktivitäten wurden kaum finanziert. Hatten die Unternehmen anknüpfend an die sozialistische Tradition der zwischenbetrieblichen Verrechnung schon in der Vergangenheit Tendenzen zur wechselseitigen Verschuldung entwickelt, so wurde diese Entwicklung durch die Bedingungen auf dem Finanzmarkt weiter gestärkt.

Das Volumen der zwischenbetrieblichen Verschuldung erhöhte sich seit 1994 dramatisch; diese wechselseitige Verschuldung konnte zwar zur Finanzierung der laufenden Unternehmensausgaben, aber nur ausgesprochen begrenzt zur Investitionsfinanzierung genutzt werden. Zugleich entzog sich diese zwischenbetriebliche Kreditschöpfung der staatlichen Kontrolle. Mit der Ausweitung der wechselseitigen Verschuldung trat an die Stelle der Zahlung, die transformationsbedingt als gesellschaftliche Regel hätte durchgesetzt werden müssen, das *Zahlungsversprechen*. Dabei erleichterten die schwachen institutionellen Rahmenbedingungen den Übergang von der wechselseitigen Verschuldung auf die Nichtbegleitung eingegangener Zahlungsversprechen.

Die *Nichtzahlung* von Steuern, Löhnen und Krediten prägte vor der Finanzkrise zunehmend die binnengesetzliche Situation; sie ist letztendlich Ausdruck der insgesamt schwachen Property-Rights und damit eines nur rudimentär entwickelten Rechtsstaats. Damit bildete sich in der Russischen Föderation allen Reformen zum Trotz eine postsozialistische Wirtschaftsordnung heraus, die gerade nicht auf der Zahlung und Funktionsfähigkeit geldwirtschaftlicher Parameter beruhte.

### a) Bankensektor und Bad-loans

Gerade in der Phase höchster Instabilität, im Jahre 1992, fand im Geschäftsbankensektor ein Gründungsboom statt.<sup>404</sup> Inmitten ungeklärter Eigentumsstrukturen und der ständigen Gefahr des Übergangs auf eine Hyperinflation stieg die Zahl der registrierten Kreditinstitute auf über 2000 an.<sup>405</sup> Dieser Gründungsboom von Finanzierungsinstituten hätte den Grundstein für das Entstehen eines leistungsfähigen Finanzsektors und damit für den Übergang auf eine Geld- und Zahlungswirtschaft legen können.<sup>406</sup> Wesentliche Spezifika des russischen Geschäftsbankensektors waren jedoch bis Mitte 1998 nicht nur seine geringe gesamtwirtschaftliche Bedeutung, sondern auch die Negation der traditionellen Funktionen

---

<sup>404</sup> Ein großer Teil der Ende der 90er Jahre 20 größten russischen Geschäftsbanken sind jedoch schon während der Perestrojka gegründet worden. Beispielhaft seien hier die Alfa-Bank und die Inkombank genannt. Alfa-Bank: „Grew out of ‘Courier’, a trading company founded in 1987 by graduates of the Moscow Steel and Alloys Institute. Later thrived on foreign trade activities and connections to Ministry of Foreign Economic Relations.“ Zitiert nach:

<http://www.rferl.org/nca/special/rufinance/alfa.html>.

Inkombank: „In the 1980's Vinogradov, an economist at Promstroybank Rossiya, helped develop the commercial activities of the Komsomol (Young Communist League) through the Saburov Youth Construction Complex. Inkombank was founded to service these commercial activities, with the help of the Soviet Finance Ministry and the Soviet State Bank. Economist Leonid Abalkin reportedly was an early patron. The bank was officially created in 1988.“

<http://www.rferl.org/nca/special/rufinance/inkombank.html>.

<sup>405</sup> Diese Tatsache dürfte sich in anderen GUS-Republiken wiederholt haben. Folglich hätten diese neugegründeten Geschäftsbanken auch einen Beitrag zum Übergang auf einen reibungslosen Zahlungsverkehr - auch zwischen den GUS-Republiken - leisten können. In der Russischen Föderation nahm die Zahl der Kreditinstitute im Transformationsverlauf insbesondere seit 1995 wieder ab; allerdings differieren die Angaben über die Anzahl der Geschäftsbanken. Nach Angaben der russischen Zentralbank lag die Anzahl der Kreditinstitute Anfang 1998 bei etwa 1700. Goskomstat weist zum gleichen Zeitpunkt mehr als 2000 Geschäftsbanken aus. Vgl. <http://www.cbr.ru/eng/system/credorg-eng.htm> sowie Goskomstat RF: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossijskoj Federacii janvar'-ijun' 1998 goda. Moskau 1998. S. 189. Diese Differenz ist möglicherweise dadurch zu erklären, dass Goskomstat die von der Zentralbank lizenzierten Banken erfasst, die Zentralbank selbst aber nur die Geschäftsbanken zählt, deren Geschäftstätigkeit zum aktuellen Zeitpunkt auf dem Finanzmarkt operieren ist.

<sup>406</sup> Bei den neugegründeten Kreditinstituten handelte es sich jedoch oftmals um kleinere Finanzinstitute mit in der Regel regionaler Bedeutung. Die aus dem sozialistischen Monobankensystem hervorgegangenen staatlichen Banken waren zunächst die wesentlichen Akteure auf dem Finanzmarkt; die Privatisierung des Bankensektors kommt in allen Transformationsökonomien nur zögerlich voran. Vgl. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD): Transition Report 1996. London 1996. S. 96 ff.

von Finanzintermediären. Obwohl die Geschäftsbanken nur ausgesprochen eingeschränkt der aktiven Finanzintermediation dienten, konnten sie erhebliche Renditen erwirtschaften. In der ersten Transformationsphase ging dieses Phänomen maßgeblich darauf zurück, dass die real negativ verzinsten Refinanzierungskredite auch zum Devisenerwerb dienten; diese Möglichkeit der Sicherung von Arbitragegeschäften kam einer Subventionierung der Geschäftsbanken durch die Zentralbank gleich. Es wäre zu erwarten gewesen, dass der Übergang auf die Hochzinspolitik und die Liberalisierung des Finanzmarktes für den Geschäftsbankensektor wie ein extremer exogener Schock gewirkt hätte.<sup>407</sup> De facto zeigten sich die grundlegende Fragilität und die strukturellen Schwächen des Geschäftsbankensektors in zeitweilig deutlichen Liquiditätsengpässen,<sup>408</sup> die nicht zuletzt auf die eingeschränkten Refinanzierungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank zurückgingen.<sup>409</sup> Anfang 1998 erreichten die Refinanzierungskredite nur noch nur 2 % der gesamten Zentralbankkredite.<sup>410</sup> Die Geschäftsbanken (re-)finanzierten sich zunehmend über den Interbankenmarkt und wickelten ihre Kreditvergabe auf der Grundlage der attrahierten Ersparnisse ab.

Trotz des wirtschaftspolitischen Kurswechsels war die Gewinnsituation der zehn größten russischen Geschäftsbanken 1996, d.h. in dem Jahr nach der Finanzmarktliberalisierung gemessen in der Eigenkapitalrentabilität (ROE), mit 19,2 % im internationalen Vergleich gut (vgl. Tabelle 10a).<sup>411</sup> Die Grundlage ihrer Gewinne war die Durchsetzung einer extremen Zinsdifferenz auf dem heimischen Finanzmarkt (vgl. Abbildung 31). Die russischen Geschäftsbanken schienen bei ihrer Kreditvergabapraxis in der zweiten Transformationsphase eine Zinsmaximierung zu betreiben; eine Risikobereinigung wurde offensichtlich kaum vorgenommen. Denn unter Berücksichtigung des Ausfallrisikos hätte bei der phasenweise dreistelligen realen Kreditverzinsung die Kreditvergabe in der Russischen Föderation nahezu vollständig zum Erliegen kommen müssen.<sup>412</sup>

<sup>407</sup> Vgl. Long, M. F.; Talley, S. M.: Strengthening the Russian Banking System: The International Standard Banks Program. In: Caprio, G.; Folkerts-Landau, D.; Lane, T. D. (eds.): Building Sound Finance in Emerging Market Economies, Washington D. C. 1994. 195-205.

<sup>408</sup> Bei der Analyse von Banken Krisen ist es sinnvoll, zwischen der Solvenz- und der Liquiditätskrise zu unterscheiden. Die Insolvenzsituation ist durch eine die Vermögenswerte (Aktiva) übersteigende Fremdkapitalsumme charakterisiert. Die Liquiditätssituation beschreibt hingegen die Fähigkeit einer Bank zur Tilgung ihrer fälligen Zahlungen und setzt damit an der *Fälligkeitsstruktur* der Aktiva und Passiva an. Sowohl die Solvenz- als auch die Liquiditätskrise eines einzelnen Kreditinstituts kann durch „contagion“-Effekte und Portfoliounschichtungen einen *Bank-Run* auslösen und so zu einer umfassenden Krise des gesamten Bankensektors führen. Vgl. Sundararajan, V.; Baliño, T.: Issues in Recent Banking Crisis. a.a.O. S. 1 ff.

<sup>409</sup> Vgl. Seeberg, S.; Winkler, A.: Lending in a New Regulatory Environment – The Monetary Situation in Russia in the Summer of 1996. International Project Consult. Working Paper. Frankfurt a.M. 1996.

<sup>410</sup> Vgl. International Monetary Fund: International Financial Statistics. Washington D.C. Mai 1998. S. 585.

<sup>411</sup> Zum Vergleich: Die Eigenkapitalrendite (ROE) der Tokyo Mitsubishi Bank lag 1996 bei 1,22 %. Vgl. The Banker. Juli 1998.

<sup>412</sup> Nach Stiglitz/Weiss hätte eine Risikobereinigung in der Russischen Föderation einen nahezu vollständigen *credit-crunch* auslösen müssen; faktisch fand eine Reorganisation des Bankenportfolios

**Tabelle 10a**  
**Die 10 größten Banken 1996**  
**30. Juni**

	Aktiva	Eigen- kapital Mio.Rubel <sup>1)</sup>	Gewinn	Gewinn in % der Aktiva	Gewinn in % des Eigen- kapitals
Sberbank	174 331	10 221	3 654	2,1	35,8
Vnestorgbank	23 703	5 404	1 343	5,7	24,9
Inkombank	20 986	1 626	438	2,1	27,0
Oneksimbank	16 731	1 852	81	0,5	4,4
Agroprom	16 286	—	—	—	—
Rossijskii Kredit	13 056	740	183	1,4	24,7
Mosbissnesbank	12 932	799	177	1,4	22,1
Stolicnji Bank	10 525	1 079	12	0,1	1,1
MFK	9 752	1 771	406	4,2	22,9
Menatep	9 199	897	85	0,9	9,5

1) Denominierte Rubel.  
Quelle: Finansovye Izvestija Nr. 79/1996.

**Tabelle 10b**  
**Die 10 größten Banken 1998**  
**30. Juni**

	Aktiva	Eigen- kapital Mio.Rubel <sup>1)</sup>	Gewinn	Gewinn in % der Aktiva	Gewinn in % des Eigen- kapitals
Sberbank	379 802	17 290	296	0,1	1,7
SBS-Agro	72 255	2 891	0	0,0	0,0
Inkombank	49 467	3 010	41	0,1	1,4
Rossijskii Kredit	31 441	1 659	15	0,0	0,9
Menatep	30 344	2 009	187	0,6	9,3
Oneksimbank	23 898	5 136	140	0,6	2,7
MPB	22 637	2 095	1	0,0	0,0
Alfa-Bank	21 861	755	-159	-0,7	-21,0
Vnestorgbank	21 735	5 153	274	1,3	5,3
Gazprombank	14 912	2 256	174	1,2	7,7

1) Denominierte Rubel.  
Quelle: Finansovye Izvestija Nr. 58/1998.

zugunsten des Staatssektors statt. Vgl. Stiglitz, J. E.; Weiss, A.: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. a.a.O. S. 393 ff.

*Abbildung 31*  
**Zinssifferenz (real, jährlich)<sup>1)</sup>**



Verantwortlich für die Vernachlässigung des Kreditrisikos dürfte nicht nur die allgemeine Unerfahrenheit in Kreditgeschäften, sondern vor allem die Tatsache gewesen sein, dass der Staat als der größte Kreditnehmer auftrat. Aus der Sicht der Geschäftsbanken schienen die an den Staat oder an staatsnahe Wirtschaftseinheiten vergebenen Kredite implizit oder explizit garantiert zu sein. Dazu kam die Tatsache, dass schon aufgrund der eigentumsrechtlichen Verflechtungen zwischen den Geschäftsbanken, den Unternehmen und dem Staat deutliche *moral-hazard*-Strukturen entstanden waren.<sup>413</sup> Gestärkt wurde die facettenreiche Verflechtung zwischen Staat und Banken durch die strenge Reglementierung des Marktzu-

<sup>413</sup> Über die Privatisierung der russischen Banken ist nur wenig bekannt. Insbesondere ist unklar, welche der ehemaligen Staatsbanken - außer der Sberbank - sich noch zu welchem Anteil in Staats- hand befinden. Als Beispiel für die Privatisierung einer ehemaligen Staatsbank kann die Entwicklung der Žilsocbank herangezogen werden; diese Bank firmiert nun als Mosbusinessbank. Der eigentlichen Privatisierung ging die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft voraus. Eine Kompensationszahlung an die Zentralbank wurde für die Übertragung der Eigentumsrechte an Aktionäre nicht geleistet. Vgl. Abarbanell, J.S.; Meyendorff, A.: Bank Privatization in Post-Communist Russia. The Case of Zhil- sotsbank. In: Journal of Comparative Economics. Vol. 25. Nr. 1/1997. S. 62-96. Ein besonderes Problem innerhalb des Bankensektors stellt die unzureichende Kontrolle der Aktivitäten von Finanz- industriellen Gruppen (FIG) dar. Vgl. Starodubrovskaya, I.: Financial-Industrial Groups: Illusions and Reality. In: Communist Economies and Economic Transformation. Vol. 7. No. 1/1995. S. 5-19.

tritts zum GKO-Markt für nicht-staatsnahe Geschäftsbanken.<sup>414</sup> Die so gezahlten Zinsen dienten der Umverteilung innerhalb des staatlichen oder staatsnahen Sektors.<sup>415</sup>

Dass die einzelnen Geschäftsbanken große Teile des Portfolios zur Kreditierung des Staates verwandten, ging allerdings auch darauf zurück, dass eine echte Portfoliodiversifizierung kaum möglich war. Es passt ins Bild, dass auf der Moskauer Börse, die der wichtigste Handelsplatz ist, auch Mitte 1998 das Geschäft mit staatlichen Schuldtiteln den gesamten Handel dominierte.<sup>416</sup> Von der russischen Privatisierung waren keine nennenswerte Impulse zur Entwicklung des heimischen Finanzmarktes ausgegangen.<sup>417</sup> Zwar hätten die Geschäftsbanken, aber auch die anderen Marktteilnehmer das besondere Risiko der nahezu ausschließlichen Kreditvergabe an den Staatssektor spätestens dann deutlich erkennen müssen, als die öffentlichen Haushalte dazu übergingen, die fälligen Zinsen mittels der Emission weiterer Schatzwechsel zu begleichen und zugleich Zahlungsverpflichtungen gegenüber Nichtbanken - wie ausstehende Löhne - nur noch sporadisch nachzukommen.<sup>418</sup> Da allerdings die (partielle) Zahlungsunfähigkeit des Staates zugleich die Zahlungsfähigkeit der Geschäftsbanken hätte in Frage stellen können, waren diese zwangsläufig zu einer weiteren Kreditvergabe bereit. Anreize zur Verbesserung der internen Effizienz bzw. zur Entwicklung einer aktiven Finanzintermediation gingen von dieser Finanzmarktkonstellation nicht aus.

Durch die Vernachlässigung von Effizienz- und Risikokriterien bei der Kreditvergabe waren Ende 1997 etwa 20 % der Forderungen als Not leidend klassifiziert (*bad-loans*).<sup>419</sup> War durch die hohe Anfangsinflation zu Transformationsbeginn zwar das Bestandsproblem

<sup>414</sup> In deren Folge wurden etwa 65 % der hochverzinsten Staatsschuldtitel von staatlichen Instanzen wie der Zentralbank und der *Sberbank* gehalten.

<sup>415</sup> Da die Zinsen auf diesem Markt mit seiner schrittweisen Liberalisierung deutlich sanken, ist davon auszugehen, dass in den ersten Jahren der staatlichen Kreditaufnahme mit den Hochzinsen für die staatlichen Papiere auch eine präferentielle Wirtschaftspolitik gegenüber dem Geschäftsbankensektor durchgesetzt wurde.

<sup>416</sup> 1997 lag der wertmäßige Anteil der Staatspapiere am Gesamtumsatz der Börsen bei 96,3 %. Vgl. *Ekonomika i Žizn'*. Nr. 19/1998. Vgl. zudem Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: *Russian Economic Trends*. Nr. 1/1997. S. 156. Sowie Jakovlev, A.; Danilov, J.: *F'jučersnyj rynok i razvitiye finansovych rynkov v Rossii (Futures und die Entwicklung des Finanzmarktes in der Russischen Föderation)*. In: *Voprosy Ekonomiki*. Nr. 9/1996. S. 63-77. Hier S. 67. Der ohnehin vom Geschäftsvolumen eher geringe Aktienmarkt wird zudem von wenigen Akteuren dominiert. Vgl. Frye, Th.: *Governing the Russian Equity Market*. In: *Post-Soviet-Affairs*. Vol. 13. Nr. 4/1997. S. 366-395. Hier S. 371.

<sup>417</sup> Nach der Zulassung von Börsen im Jahre 1993 war zunächst ein Gründungsboom zu verzeichnen; im Wesentlichen wurden die Börsen als Devisenbörsen etabliert. Der Wertpapierhandel spielte eine untergeordnete Rolle. Die wichtigste Devisenbörse ist die Moskauer-Interbanken-Devisenbörse; sie ist der Ort der Devisenmarktinterventionen der Zentralbank.

<sup>418</sup> Vgl. Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: *Russian Economic Trends. Monthly Update*. März 1998. Web: [cep.lse.ac.uk/datalib/ret/](http://cep.lse.ac.uk/datalib/ret/).

<sup>419</sup> Vgl. Central Bank of Russia: *Bulletin of Banking Statistics*. Zitiert nach Internet-Adresse: [http://www.cbr.ru/dp/res\\_intr.html](http://www.cbr.ru/dp/res_intr.html).

an aus dem Sozialismus ererbten uneinbringlichen Krediten zunächst gelöst worden,<sup>420</sup> so waren jedoch die Rahmenbedingungen der Finanzintermediation keineswegs darauf gerichtet, ein erneutes Anwachsen der Not leidenden Forderungen zu verhindern.

**Tabelle 11**  
**Aggregierte Bilanz des Geschäftsbankensektors**  
**in % der Bilanzsumme**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
<b>Aktiva</b>							
Reserven	13,1	11,7	12,7	9,4	11,5	7,2	10,2
Auslandsaktiva	26,2	23,8	13,2	14,4	12,8	23,5	24,3
Kredite	60,7	64,5	74,1	74,7	75,7	68,3	64,2
an die Regierung (netto)	1,3	5,2	17,9	29,5	30,0	27,8	29,4
an staatliche Unternehmen	25,9	23,4	17,8	15,7	10,1	3,5	3,0
an den Privatsektor	33,5	35,9	37,1	30,6	35,5	37,0	31,8
<b>Passiva</b>							
Einlagen	52,6	48,9	58,7	54,8	56,0	49,8	47,4
Sichteinlagen	20,8	15,8	19,8	18,1	17,6	16,4	15,7
Termin- und Spareinlagen	8,3	11,6	19,8	19,0	25,0	10,2	10,9
Konten in ausländischer Währung	20,0	18,1	16,3	14,1	11,2	21,0	18,2
Konten der Regierung	3,5	3,4	2,8	2,4	2,3	2,2	2,6
Geldmarktinstrumente	0,4	1,7	3,4	3,2	3,7	2,3	5,6
Auslandspassiva	7,8	7,0	8,6	11,8	20,0	22,2	13,8
Kredite der Zentralbank	14,0	8,3	4,5	2,5	1,2	7,8	14,3
Eigenkapital	19,9	12,7	16,2	24,4	19,8	17,8	17,1
Andere Passiva (netto)	5,3	21,4	8,6	7,0	-0,9	-2,1	-0,6
<i>Nachrichtlich:</i>							
Nettoauslandsaktiva	18,4	16,8	4,6	2,6	-4,5	1,8	10,5

\* Stand Oktober 1999.

Periodenende, Abweichungen in den Summen durch Runden.

Quelle: International Monetary Fund: International Financial Statistics, Washington, D.C., verschiedene Ausgaben.

Insbesondere gingen von der staatlich induzierten Kreditvergabe an Unternehmen Impulse für eine Verschärfung der *bad-loans*-Problematik aus. Lag der Anteil Not leidender Kre-

<sup>420</sup> Das inflationsbedingte Abnehmen der finanziellen Tiefe war mit einer Entwertung der Forderungen einhergegangen.

dite an den Gesamtfordernungen des Geschäftsbankensektors Ende 1992 bei unter 10 %, so war er im Zuge der expansiven Kreditvergabe deutlich gestiegen und erreichte 1995 über 30 %.<sup>421</sup> Diese Größenordnung ist zwar auch in anderen Transformationsökonomien zu verzeichnen gewesen, die Besonderheit der Russischen Föderation liegt jedoch darin, dass ein staatliches Programm zur dauerhaften Bilanzbereinigung der Geschäftsbanken und Unternehmen nicht entwickelt wurde.<sup>422</sup>

Dies hätte nach der Bereinigung des *stock*-Problems die Durchsetzung einer effektiven Bankenaufsicht und somit die Implementierung einer harten Budgetrestriktion für alle betroffenen Akteure auf dem Finanzmarkt bedeutet.<sup>423</sup> Die „Restrukturierung“ des Bankensektors wäre nicht nur mit der „Restrukturierung“ des Unternehmenssektors - wie etwa in Polen -, sondern vor allem mit einer „Restrukturierung“ der öffentlichen Haushalte und folglich mit der Revision des Staatsverständnisses zu verbinden gewesen. In der Russischen Föderation ist davon auszugehen, dass die deutliche Reglementierung des Zutritts zum GKO-Markt, auf dem die ausgewählten Geschäftsbanken hohe Renditen erwirtschaften konnten, als ein implizites staatliches Programm zur Verbesserung der Finanzposition einzelner Geschäftsbanken zu interpretieren war. In dieses Bild passt, dass die Geschäftsbanken in ihren ertragreichen Jahren eigenständig begonnen hatten, die als Not leidend klassifizierten Kredite abzuschreiben und so ihre Bilanzen zu bereinigen.<sup>424</sup> Die hinter der *bad-loans*-Problematik stehende strukturelle Schwäche konnte allerdings durch dieses Vorgehen nicht behoben werden.

Dass der russische Geschäftsbankensektor durch erhebliche interne Ineffizienzen belastet ist, zeigte sich nach der partiellen Zulassung ausländischer Akteure zum russischen Finanzmarkt. Durch diese zunehmende internationale Kapitalverflechtung geriet auch der inländische Finanzmarkt unter einen Wettbewerbsdruck, der allerdings durch die nur be-

---

<sup>421</sup> Vgl. Central Bank of Russia: Bulletin of Banking Statistics. Moskau. Verschiedene Ausgaben.

<sup>422</sup> Der Ansatz, gleichzeitig Bank- und Unternehmensbilanzen zu bereinigen, hat sich in anderen Transformationsökonomien bewährt. Vgl. Maresse, M.: Banking Sector Reform in Central and Eastern Europe. Manuscript. 1994. Carlin, W.; van Reenen, J.; Wolfe, T.: Enterprise restructuring in the transition: an analytical survey of case study evidence from central and eastern europe. In: European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper. Nr. 14. London 1994. Zudem wurde die bilanzbereinigende Funktion einer Währungsreform herausgearbeitet. Vgl. dazu auch Tomann, H.: Options to resolve the „Bad-Asset-Problem“. In: Diskussionsbeitrag Nr. 12/1995. Fachbereich Wirtschaftswissenschaft FU-Berlin.

<sup>423</sup> „It is by now well-recognized that, in addition to adequate stabilization policies, the timely implementation of bank restructuring and banking supervision policies is essential to avoid major disruptions to growth and stability in the course of financial liberalization. This has led to suggestion to delay interest rate liberalization and external financial liberalization until banking supervision is adequate and banks are sufficiently sound.“ Vgl. Sundararajan, V.: The Role of Prudential Supervision and Financial Restructuring of Banks During Transition to Indirect Instruments of Monetary Control. International Monetary Fund Working Paper. Washington D.C. Nr. 128/1996. S. 25.

<sup>424</sup> Vgl. Fan, Q.; Une J. L.; Schaffer, M.E.: Firms, Banks, and Credit in Russia. In: Commander, Simon et al. (Eds.), Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia. Washington D.C. 1996. S. 140–165. Sowie Phelps, E. S.; Frydman, R.; Rapaczynski, A.; Shleifer, A.: Needed mechanisms of corporate governance and finance in eastern Europe. In: European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper. Nr. 1. 1993. S. 26 ff.

grenzte Zulassung ausländischer Geschäftsbanken in der Russischen Föderation stark abgeschwächt wurde. Mit dem Wettbewerbsdruck nahm die auf dem russischen Finanzmarkt durchsetzbare Zinsdifferenz ab, verharrete aber im internationalen Vergleich immer noch auf einem hohen Niveau (vgl. Abbildung 31). In der Folge verschlechterte sich die Gewinnsituation der russischen Geschäftsbanken deutlich; interne Effizienzgewinne konnten offensichtlich kaum realisiert werden (vgl. Tabelle 10a und 10b).<sup>425</sup>

Verantwortlich dafür, dass interne Effizienzsteigerungen im Geschäftsbankensektor kaum durchgesetzt werden konnten, war vor allem, dass die Banken in der Vergangenheit die gegebenen Rahmenbedingungen zur Realisierung von Arbitragegewinnen nutzen konnten, ohne selbst gestalterisch in den Finanzmarkt einzutreten und eigenständig Produkte auf dem Finanzmarkt anzubieten. Insbesondere war der russische Geschäftsbankensektor nicht damit befasst, spezielle Finanzierungsformen für Unternehmensaktivitäten im Transformationsprozess zu entwickeln.

Nachdem sich die Rahmenbedingungen der Gewinnerwirtschaftung durch die abnehmende Zinsdifferenz in der Russischen Föderation verschlechtert hatten, traten die Geschäftsbanken vermehrt auf dem internationalen Kapitalmarkt als Nachfrager auf. Aufgrund des nahezu fixen Wechselkurses schienen die Kreditkosten kalkulierbar und deutlich unter den Refinanzierungskonditionen in der Russischen Föderation zu liegen. Damit war der Geschäftsbankensektor zu einer wichtigen Schnittstelle zwischen der internationalen und der nationalen Kreditvergabe geworden. Nahezu zwangsläufig musste aus dem Spannungsverhältnis zwischen den Funktionsbedingungen des heimischen und des internationalen Finanzmarktes die Gefahr einer herannahenden Bankenkrise erwachsen; dies gilt umso mehr, als dass in der schrumpfenden russischen Gesamtwirtschaft die auf dem internationalen Finanzmarkt angebotenen Renditen nicht erwirtschaftet werden konnten. Folglich geriet die Geschäftssituation der russischen Banken zunehmend in die Abhängigkeit von weiteren Devisenzuflüssen, von der Fälligkeitsstruktur der aufgenommenen Kredite und der Entwicklung des Wechselkurses.

1997 wies der russische Geschäftsbankensektor erstmals seit Transformationsbeginn negative Nettoauslandsaktiva aus (vgl. Tabelle 11).<sup>426</sup> Dies war ein Indikator dafür, dass die ineffiziente inländische Kreditvergabe mit der Kreditaufnahme auf dem internationalen Kapitalmarkt auf das Engste verzahnt worden war. Grundsätzlich kann die Kreditaufnahme

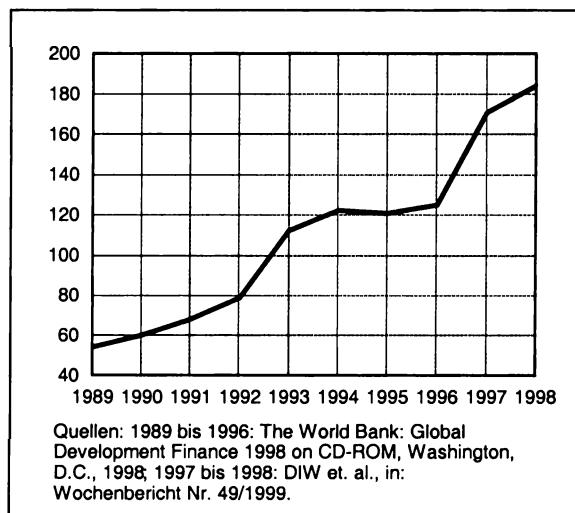
<sup>425</sup> Vgl. Bank of Finland: Russian and Baltic Economies. The Week in Review. Nr. 20/1997. Web: <http://www.bof.fi/bofit>.

<sup>426</sup> In Volkswirtschaften mit einem fixen Wechselkursregime kann - wie die Asienkrise gezeigt hat - ein Zusammenhang zwischen einer Banken- und Währungskrise bestehen. Dies gilt umso mehr, wenn die Nettoauslandsforderungen des Bankensektors negativ sind. In einem solchen Fall ist der gesamte Geschäftsbankensektor bei einer „spekulativen“ Attacke, von der Umbewertung der Auslandspositionen betroffen und kann so rasch in eine Solvenz- und Liquiditätskrise geraten. Goldfajn, I.; Valdés, R.O.: Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity, International Monetary Fund Working Paper. Nr. 87/1997. Kaminsky G.L.; Reinhard, C.M.: The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. In: International Finance Discussion Papers Nr. 544/1996. Board of Governors of the Federal Reserve System.

auf dem internationalen Kapitalmarkt dann eine sinnvolle Strategie für den Übergang auf einen gesamtwirtschaftlichen Wachstumspfad sein, wenn die angebotene Verzinsung durch die Investitionstätigkeit im Inland erwirtschaftet werden kann. Bezogen auf die Entwicklung in der Russischen Föderation musste diese Variante extern finanziert werden. Schon aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Konstellation und der hohen gebotenen Realverzinsung von vornherein als unrealistisch gelten: Es war weder zu erwarten, dass die auf dem internationalen Kapitalmarkt von russischen Kreditnehmern gebotene Verzinsung noch die auf dem russischen Kapitalmarkt angebotene Verzinsung durch unternehmerische Tätigkeit dauerhaft zu realisieren war. Wird die Realisierung der Renditen nicht erreicht, so besteht die Gefahr, dass die Kreditgeber ihren Krediten weitere Folgen lassen müssen, um die vereinbarten Zinszahlungen zu ermöglichen. Tatsächlich wurde in der Russischen Föderation nicht nur innerwirtschaftlich, sondern auch außenwirtschaftlich das Entstehen finanziarktypischer *moral-hazard-Strukturen* zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber begünstigt. Faktisch wurde damit zugleich die Grundlage für einen deutlichen Anstieg der Außenverschuldung gelegt (vgl. Abbildung 32).<sup>427</sup>

Abbildung 32

**Auslandsverschuldung**  
in Mrd. US-Dollar



Aus der Sicht der ausländischen Kapitalgeber war damit das Risiko einer Anlage in der Russischen Föderation deutlich gestiegen. Zur Vermeidung einer Verschärfung der ohnehin fragilen Finanzsituation im Geschäftsbankensektor wäre ein vollständiger Bruch mit der bis

<sup>427</sup> Dies gilt insbesondere für Portfolioinvestitionen. Aber auch die Gewinnrückflüsse von Direktinvestitionen lassen sich unter einem fixen Wechselkursregime besser abschätzen.

Mitte 1998 üblichen binnengewirtschaftlichen Kreditvergabepraxis und eine grundlegende Bankenreform notwendig. Die russische Seite hielt dagegen an Partialreformen fest:

„The Russian authorities intend to continue pursuing a banking system restructuring policy based broadly on the following points. (1) closing down and liquidating smaller institutions that are insolvent or marginally solvent, but either cannot be rehabilitated through private sector efforts or have engaged in criminal or reckless behavior (2) encouraging the strengthening of individual banks through a higher capital requirement and through stricter supervisor vigilance and (3) dealing with distress in banks of systemic importance on a case-by-case basis, seeking solutions that do not involve any use of federal government or central bank funds.“<sup>428</sup>

### b) Wechselseitige Verschuldung und Barter

In der ersten Transformationsphase schaffte die Kombination hoher Inflation, negativer Realzinsen für Depositen und staatlich induzierter Kredite sowie schwacher institutioneller Rahmenbedingungen in erster Linie Anreize, Ersparnisse vor dem Zugriff des Finanzsektors zu schützen. Die Dollarisierung und Naturalisierung der Wirtschaft wurde so forciert. In der zweiten Transformationsphase begünstigten die geringe Ausrichtung der Geschäftsbanken auf die Unternehmensfinanzierung und die hohen Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt die Entwicklung alternativer Finanzierungsformen. Entscheidende Impulse für die wechselseitige Verschuldung gingen jedoch auch von dem Steuerrecht aus, nach dem jeder Zahlungseingang auf ein Konto eines Steuerschuldners konfisziert werden kann. Werden aber Geschäftsbanken als Finanzbehörden genutzt, so ist zwangsläufig ihre Funktion als Finanzintermediär stark eingeschränkt; die Herausbildung komplementärer Finanzierungsformen ist wahrscheinlich.<sup>429</sup>

Von der wechselseitigen Verschuldung zwischen den staatlichen bzw. staatsnahen Wirtschaftseinheiten ist deren Verschuldung gegenüber dem Privatsektor zu trennen. Diesem ist es nur ausgesprochen begrenzt möglich, Zahlungen gegenüber dem Staats- und dem staatsnahen Sektor zurückzuhalten. Lohnrückstände und Verzögerungen bei den Rentenzahlungen sind daher nicht Ausdruck der wechselseitigen Verschuldung, sondern der einseitigen unfreiwilligen administrierten Kreditierung des staatlichen und staatsnahen Sektors. Sie sind ein deutlicher Indikator einer staatlich tolerierten bzw. induzierten Umverteilung zugunsten des Staats- und Unternehmenssektors. Hierbei handelte es sich nicht mehr um freiwillige, sondern auch um erzwungene Finanzdienstleistungen der Gläubiger. Diese einseitig durchgesetzten unfreiwilligen Finanzdienstleistungen zeigen eine starke Ähnlichkeit zu dem Zwangssparen, das die sozialistische Ära prägte.

Bei der Entwicklung alternativer Finanzierungsinstrumente durch die staatsnahen Unternehmen wurde maßgeblich an der aus dem Sozialismus bekannten Tradition der wechsel-

<sup>428</sup> Vgl. Knight, M. et al.: Central Bank Reforms in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union. In: International Monetary Fund. Occasional Paper. Washington D.C. Nr. 157/1997. S. 18.

<sup>429</sup> Vgl. Bigman, D.; Leite, S.P.: Enterprise Arrears in Russia: Causes and Policy Options. In: International Monetary Fund Working Paper. Washington D.C. Nr. 61/1993. S. 8 f.

seitigen Verrechnung angeknüpft. Unter den veränderten Rahmenbedingungen einer Transformationsökonomie musste aus der wechselseitigen Verrechnung eine wechselseitige Verschuldung bzw. Kreditierung erwachsen.<sup>430</sup> Grundlage der wechselseitigen Kreditierung waren vor allem Lieferungen und Leistungen, aber auch die Verschuldung gegenüber den öffentlichen Haushalten und den außerbudgetären Fonds. Am 1. Juni 1998 überstiegen die erfassten zwischenbetrieblichen Kredite die Geldmenge M2 um mehr als das Sechsfache.<sup>431</sup> Nach diesen Angaben wurden nur 3,8 % der gesamten Unternehmenskredite über den Geschäftsbankensektor abgewickelt. Faktisch sind damit die Finanzen der einzelnen Waren und Unternehmen, die sich an der zwischenbetrieblichen Verschuldung beteiligen, nicht klar voneinander abgegrenzt. Entsprechend eng ist das Konkursrisiko dieser Wirtschaftseinheiten miteinander verflochten.

In dieser wechselseitigen Verschuldung zeigte sich ein deutlicher Liquiditätsengpass innerhalb des Unternehmenssektors, der nach der Durchsetzung der Hochzinspolitik auch auf den erschweren Zugang der Unternehmen zum heimischen Finanzmarkt zurückzuführen ist. Allerdings ist die wechselseitige Verschuldung nicht allein mit den Rahmenbedingungen auf dem Finanzmarkt zu begründen. Vielmehr hatte die wechselseitige Verschuldung zwischen den staatlichen und staatsnahen Unternehmen ihren ersten Höhepunkt 1992 erreicht, als der gesamte Staatssektor noch unter einer weichen Budgetrestriktion operierte. Von der damaligen Wandlung der zwischenbetrieblichen Verschuldung in präferentielle Kredite dürften starke Anreize für das erneute Anwachsen dieser Verschuldung ausgegangen sein. Verschärfend kommt hinzu, dass der Staat nicht nur durch die Tolerierung ausstehender Steuerschulden diese Finanzierungsform gestützt, sondern durch die eigene Nichtzahlung für Lieferungen und Leistungen, aber auch durch seine Lohnrückstände und ausstehende Pensionszahlungen selbst an diesen Finanzierungsformen partizipiert hat.<sup>432</sup>

<sup>430</sup> Die semantischen Probleme dieses Übergangs von Verrechnungs- zu Verschuldungsbeziehungen, die sich insbesondere in einer unklaren begrifflichen Abgrenzung von Forderungen und Verbindlichkeiten zeigen, dürften die grundlegenden Verständnisschwierigkeiten beim Systemwechsel exemplarisch widerspiegeln. Auffallend ist, dass innerhalb und außerhalb des Bankensektors mit einem völlig anderen Vokabularium zur Abgrenzung von Forderungen und Verbindlichkeiten operiert wird. Kommen die innerhalb des Bankensektors angewandten Begrifflichkeiten (vloženie; kredit = Forderung und objazatel'stvo = Verbindlichkeit) den internationalen gebräuchlichen Standards nahe, so sind die außerhalb des Bankensektors genutzten Begriffe durch ihre gedankliche Schwerfälligkeit geprägt. Hier sind Forderungen und Verbindlichkeiten Teile des allgemeinen Phänomens „Verschuldung“ (zadolžennost') und werden jeweils durch ein Adjektiv voneinander unterschieden. Der Debitorenschuld (debitorskaja zadolžennost') steht demnach die „Kreditorenschuld“ (kreditorskaja zadolžennost') gegenüber. Die Zuordnung der Adjektive ist indes weder eindeutig noch verbindlich. Vgl. Kocoj, A.M.: *Debitorsko-kreditorskaja zadolžennost'* (*Debitoren-Krediten-Verschuldung*). In: Den'gi i Kredit. Nr. 2/1998. S. 20-30.

<sup>431</sup> Vgl. Goskomstat Rossii: *Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii janvar'-iun'* 1998 goda. Moskau 1998. S. 172 ff. Eigene Berechnungen.

<sup>432</sup> Gemessen an der zwischenbetrieblichen Verschuldung sind die Lohnrückstände in der Russischen Föderation gering; sie betragen etwa 1 % der zwischenbetrieblichen Verbindlichkeiten. Vgl. Goskomstat Rossii: *Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii janvar'-iun'* 1998 goda. Moskau 1998. S. 173 ff.

Bei der Einräumung der Lieferantenkredite ist die zukünftige Zahlung weitgehend unklar. Folglich behinderte die wechselseitige Verschuldung der Unternehmen die Bestimmung der Nettoposition und damit auch die Unternehmensbewertung. Potentielle Verkaufsprivatisierungen, der Börsengang, die gerichtliche Durchsetzung von Forderungen und auch Konkursverfahren werden durch diese Intransparenz erschwert.<sup>433</sup> Nur ein geringer Teil der ausstehenden Forderungen war durch einen Wechsel gesichert.<sup>434</sup> Die Ausgabe dieser Papiere hätte - bei stabilen ordnungspolitischen Rahmenbedingungen - den Aufbau einer „echten“ Refinanzierungspolitik unterstützen können; faktisch dürfte nur ein geringer Teil der ausgegebenen Wechsel rediskontfähig sein.

Dass die staatsnahen Unternehmen einerseits in der Lage waren, erhebliche Zahlungsrückstände gegenüber ihren Lieferanten aufzubauen, andererseits erhebliche Zahlungsverzögerungen ihrer eigenen Kunden zulassen konnten, war vor allem auf die diskretionäre Anwendung des Steuerrechts und des Konkursrechtes zurückzuführen. Diese „weichen“ ordnungspolitischen Rahmenbedingungen behinderten letztendlich eine Orientierung des Unternehmensverhaltens an Kategorien wie Kosten und Gewinnen. Im Falle Russlands entwickelten sich die Unternehmen völlig unreguliert und unkontrolliert zu Finanzdienstleistern. Mit dem Angebot dieser Finanzdienstleistung erhöhten die betroffenen Unternehmen die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Produkte.<sup>435</sup>

Die entwickelten Formen der wechselseitigen Verschuldung und Kreditierung entzogen sich *a priori* jeder staatlichen Kontrolle und Regulierung, können allerdings als staatlich toleriert gelten. Die grundlegende Problematik einer nicht an Risiko- und Effizienzkriterien, sondern an *moral-hazard*-Strukturen orientierten Kreditvergabe traf auf diese informelle Kreditvergabe mit besonderer Härte zu. Von den ausstehenden wechselseitigen Krediten waren am 1. Juni 1998 etwa 50 % überfällig.<sup>436</sup> Die eigentliche *bad-loans*-Problematik zeigt sich demnach außerhalb des Finanzsektors. Aufgrund der bestehenden *moral-hazard*-Strukturen zwischen Lieferanten und Empfängern und der wechselseitigen Verknüpfung der Konkursrisiken ist davon auszugehen, dass diese überfälligen Forderungen nur zu einem geringen Teil über das gültige Recht eingeklagt werden.<sup>437</sup> Zunehmend ging daher aus der wechselseitigen Verschuldung eine wechselseitige Nichtzahlung hervor. Letztendlich wirkt die staatliche Tolerierung der Nichtzahlung wie eine Umverteilung vom Gläubiger

<sup>433</sup> Vgl. Ickes, B.; Ryterman, R.: The Interenterprises Arrears Crisis in Russia. In: Post-Soviet Studies. Vol. 8. Nr. 4/1992. S. 331-361.

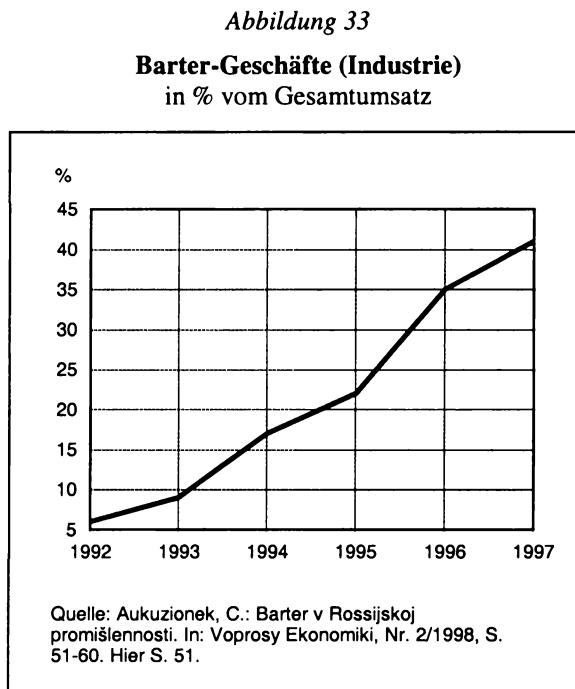
<sup>434</sup> Vgl.: Goskomstat Rossii: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii janvar'-ijun' 1998 goda. Moskau 1998. S. 179.

<sup>435</sup> Entsprechend dieser Anreizstruktur entwickelte sich die Verschuldung als Finanzierungsform mit besonderer Dynamik in dem immer noch staatsnahen Industriesektor und im Transportgewerbe.

<sup>436</sup> Vgl. Goskomstat Rossii: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii janvar'-ijun' 1998 goda. Moskau 1998. S. 173 ff.

<sup>437</sup> Von dieser Durchsetzbarkeit hängt der Transformationserfolg entscheidend ab: „Because arrears are a symptom of the deepest problems of transition, it is unlikely that they will cease to be a problem until the adjustment process is significantly underway.“ Vgl. Ickes, B.; Ryterman, R.: Roadblock to Economic Reform: Inter-Enterprise Debt and the Transition to Markets. Manuscript. 1993.

zum Schuldner; in der gesamtwirtschaftlichen Wirkung dürfte sie damit den klassischen Erscheinungsformen finanzieller Repression nahe kommen. Zugleich ist diese *Verschuldung ohne Verbindlichkeit* als ein Symptom für das staatlich tolerierte und teilweise induzierte Festhalten an der weichen Budgetrestriktion für den staatsnahen Unternehmenssektor und die öffentlichen Haushalte zu interpretieren.



Parallel zur wechselseitigen Verschuldung gewannen die Barter-Geschäfte an Bedeutung (vgl. Abbildung 33). Vereinfachend kann angenommen werden: Wurde im staatsnahen Sektor eine Zahlung geleistet, so erfolgte sie zunehmend nicht mehr auf der Grundlage von Geld und geldwirtschaftlichen Parametern, sondern über Naturalien und auf der Grundlage naturaler Austauschverhältnisse; monetäre Parameter wie Preise etc. spielten zwangsläufig eine untergeordnete Rolle. In dieser postsozialistischen Wirtschaftsordnung koordinierte weder ein zentraler Planer, noch der Preismechanismus die Handelsbeziehungen; die Transitivität der vereinbarten Austauschverhältnisse war nicht gesichert. Mitte 1997 waren in der Industrie etwa 40 % der Zahlungen auf der Grundlage von Barter-Geschäften getätigten worden (vgl. Abbildung 33).<sup>438</sup> Gestützt wurde die Bedeutung des Barters dadurch, dass auch der Staat zur Begleichung von Steuerschulden teilweise Naturalien akzeptierte. Die Ausweitung der Barter-Geschäfte dürfte maßgeblich dafür verantwortlich sein, dass die ex-

<sup>438</sup> Vgl. Aukucionek, C.: Barter v Rossijskoj promyšlennosti (*Barter in der russischen Industrie*). In: Voprosy Ekonomiki. Nr. 2/1998. S. 51-60. Vgl. Commander, S.; Mumssen, C.: Understanding Barter in Russia. European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper Nr. 37/1998.

treme Ausweitung der wechselseitigen Verschuldung nicht zu einer Inflationsbeschleunigung führte. Von den Barter-Geschäften gingen demnach bezüglich der Preisentwicklung stabilisierende Impulse aus.

Gesamtwirtschaftlich muss der erneute Übergang auf eine Naturalwirtschaft erhebliche Kosten verursachen; nahezu zwangsläufig verringert sich im Vergleich zu einer Geldwirtschaft das Transaktionsvolumen; die Entwicklungsfähigkeit der Volkswirtschaft wird entscheidend beschnitten. In Hinblick auf den Systemwechsel weist der starke Anstieg der Barter-Geschäfte in der Russischen Föderation darauf hin, dass die eigentliche Transformation, begriffen als ein Übergang zur Geld- und Zahlungswirtschaft, nicht gelungen ist. Vielmehr zeichnet sich eine Entkopplung der realwirtschaftlichen und monetären Prozesse ab.

#### 4. Russische Finanzkrise

Im August 1998 brach die bisherige wirtschaftspolitische Konstellation in der Russischen Föderation zusammen. Die Kombination von einem relativ fixen Wechselkurs, internationaler Kreditaufnahme, Hochzinspolitik und binnengesetzlicher Demonetisierung hatte zum Entstehen einer tiefgreifenden Finanzkrise geführt. Angesichts steigender Risiken - einerseits hatte die gesamtwirtschaftliche Produktion keine durchgreifenden Erholungsscheinungen gezeigt, andererseits wies die Leistungsbilanz Passivierungstendenzen auf<sup>439</sup> - verstärkten internationale Anleger den Abzug ihres Kapitals. Trotz der deutlichen Erhöhung der Verzinsung für die in der Vergangenheit als attraktiv geltenden Staatsanleihen konnte dieser Trend nicht umgekehrt werden (vgl. Abbildung 30). Im August 1998 erreichte der Kapitalabfluss eine solche Dynamik, dass die Wechselkursbindung angesichts stark sinkender Devisenreserven der Zentralbank aufgegeben wurde: Der Rubelkurs wurde freigegeben. Eine drastische Abwertung des Rubel war die Folge (vgl. Abbildung 21).

Vor dem offenen Auftreten der Währungskrise standen die sogenannten *Fundamentals* der Volkswirtschaft, wie die Preis- und Produktivitätsentwicklung sowie das Defizit der öffentlichen Haushalte, dauerhaft in Widerspruch zu dem gewählten Wechselkursregime. In der Folge hatte der Rubel - trotz einer deutlich rückläufigen Inflationsdynamik - über einen längeren Zeitraum gegenüber dem US-Dollar real aufgewertet. Damit war formal die Grundlage für das Entstehen einer klassischen Währungskrise<sup>440</sup> gelegt. Das Entstehen der

<sup>439</sup> Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wirtschaftliche Wende bedenklich verzögert. In: DIW-Wochenbericht Nr. 18/1998, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 315/1998 und IWH Forschungsreihe 4/1998.

<sup>440</sup> Das Entstehen einer „klassischen“ Währungskrise wird in der Regel auf den Widerspruch zwischen den sogenannten Fundamentals einer Volkswirtschaft und der gewählten Wechselkursanbindung in Verbindung gebracht. Vgl. zu den sogenannten Modellen der ersten Generation zur Analyse der Entstehung von Währungskrisen Krugman, P.: A Model of Balance of Payment Crisis. In: Journal of Money, Credit and Banking, Nr. 8/1979 S. 311-325. Obstfeld hat den Gedanken, dass eine Währungskrise auch von anderen als makroökonomischen Faktoren abhängen kann, entscheidend weitergeführt. Vgl. zu den sogenannten Modellen der zweiten Generation: Obstfeld, M.: Ratio-

russischen Finanzkrise ging jedoch nicht nur auf das Spannungsverhältnis zwischen gebundener Währung und der Entwicklung der heimischen *Fundamentals*, sondern vielmehr auch auf die Tatsache zurück, dass sich in der Russischen Föderation kein leistungsfähiger Finanzsektor, der als funktionsfähige Schnittstelle zwischen internationalem und nationalem Kreditgeschäft operierte, hatte herausbilden können. Hatte der Transformationsprozess binnenwirtschaftlich zu einer anhaltenden Finanz- und Finanzierungskrise geführt,<sup>441</sup> so erhielt die bis dahin in erster Linie binnenwirtschaftliche Transaktionen betreffende russische Finanzkrise 1998 ihre internationale Dimension.

### a) Staatsverschuldung

Die russische Währungs- und Finanzkrise verschärfte unmittelbar die Situation der öffentlichen Haushalte. Der Föderationshaushalt befand sich seit Jahren in einer chronischen Defizitsituation. Zugleich beherrschten beachtliche Steuerrückstände das Bild. Vor der Währungskrise war der russische Staat als entscheidender Kreditnehmer auf dem nationalen und dem internationalen Finanzmarkt aufgetreten.<sup>442</sup> Die Währungs- und Finanzkrise zeigte sich in der inneren und äußereren Destabilisierung des Rubel; die drastische Abwertung des Rubel gegenüber dem Dollar ging mit einem deutlichen Anstieg der Inflation einher (vgl. Abbildung 20). Der Verfall des Rubelwertes hatte in Bezug auf die zukünftige Budgetbelastung aus der staatlichen Kreditaufnahme zwei gegenläufige Effekte: Einerseits führte die erneute Inflationsbeschleunigung zu einer realen Entwertung der auf dem heimischen Fi-

---

nal and Self-Fulfilling Balance of Payment Crises. In: American Economic Review. Nr. 1/1986. S. 72-81. Obstfeld, M.: Models of currency crises with self fulfilling features. In: European Economic Review. 1996. S. 1037-1047.

<sup>441</sup> „A financial crisis is a disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that financial markets are unable to efficiently channel funds to those who have the most productive investment opportunities. As a result, a financial crisis can drive the economy away from an equilibrium with high output in which financial markets perform well to one in which output declines sharply.“ Vgl. Mishkin, F. S.: Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. In: Bruno, M., B. Pleskovic (Eds.), Annual World Bank Conference on Development Economics 1996, Washington D.C. 1997. S. 29-62. Hier S. 29. Neuere theoretische Ansätze versuchen einen Zusammenhang zwischen dem Entstehen von Währungs- und Finanzkrisen herzustellen. Vgl. beispielsweise Goldfajn, I., R.O. Valdés (1997): Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity. International Monetary Fund Working Paper. No. 97/87, Washington D.C. Kaminsky und Reinhard kommen bei ihren empirischen Tests zu dem Ergebnis, dass der Währungskrise oftmals eine Bankenkrise vorausgeht. Kaminsky, G.L., C.M. Reinhard: The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System Nr. 544/1996.

<sup>442</sup> Sowohl bezogen auf den russischen als auf den internationalen Finanzmarkt dominierte der Staat als Kreditnehmer: Im Jahre 1997 lag der Anteil der an den Staat vergebenen Kredite bei etwa 66 % der Gesamtkredite (vgl. Abbildung 28a). Zugleich war der Staat zu einem erheblichen Teil für die russische Kreditaufnahme auf dem internationalen Finanzmarkt verantwortlich; knapp 80 % der Ende 1997 ausstehenden Auslandsschulden von ca. 170 Mrd. US-Dollar war der Föderation zuzuschreiben. Hauptschuldner sowohl gegenüber den heimischen als auch gegenüber den internationalen Kreditgebern war die Föderation; den nachgeordneten Gebietskörperschaften war es nur in einem geringen Umfang gelungen, Schuldtitel auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten zu platzie- ren.

nzmarkt in der Vergangenheit aufgenommenen Kredite. Zugleich war mit der verstärkten Geldentwertung das Inflationssteueraufkommen angestiegen (vgl. Tabelle 8). Der Staat war als wichtigster Kreditnehmer auf heimischen Finanzmarkt der stärkste Profiteur dieser Entwicklung; die Kosten dieser Entwicklung, die eine erneute Umverteilung von Ressourcen zugunsten des Staatssektors darstellte, hatten in erster Linie die (privaten) Geldhalter und Finanzintermediäre zu tragen. Andererseits hatte die drastische Abwertung des Rubel gegenüber dem US-Dollar zu einem deutlichen Anstieg der Schuldenquote gegenüber dem Ausland geführt. Hatten die gesamten russischen Auslandsverbindlichkeiten Ende 1997 noch bei gut 25 % des BIP gelegen, so stieg der Wert dieses Quotienten im Zuge der Währungskrise bis Ende 1998 sprunghaft auf etwa 70 % an; 85 % der gesamten Auslandsschuld von 184 Mrd. US-Dollar (Stand: Ende 1998) gelten als Verbindlichkeiten des russischen Staates.<sup>443</sup> Hintergrund des beachtlichen Anstiegs der Schuldenquote war nicht nur die weitere Kreditaufnahme und der Einbruch des BIP im Jahre 1998, sondern vielmehr die Tatsache, dass die Auslandsschuld in Dollar nominiert, das russische BIP dagegen in Rubel berechnet wird;<sup>444</sup> es handelt sich folglich in erster Linie um einen Wechselkurseffekt. Hatte der relativ fixe Wechselkurs in der Vergangenheit über die Zinsentlastung zur einer Budgetentlastung beigetragen, so schnellte nach der Währungskrise der in Rubel bzw. in Prozent des russischen BIP gemessene fällige Schuldendienst in die Höhe.

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise setzte die Regierung die Bedienung der auf dem inländischen Finanzmarkt aufgenommen Kredite aus und legte einseitig die Konditionen für zukünftige Zahlungen fest. Indem eine unter der erwarteten Inflationsrate liegende Nominalverzinsung festgeschrieben wurde, erzwang der Staat *ex post* eine negative Realverzinsung für die ehemals extrem hochverzinsten Anleihen (vgl. Abbildung 30). Von dieser „Umschuldung“ waren sowohl inländische als auch ausländische Anleger betroffen, die sich auf dem GKO-Markt engagiert hatten.<sup>445</sup> Die Kosten lagen allein bei den Kreditgebern und damit zu einem großen Teil bei den inländischen Geschäftsbanken. Nicht zuletzt infolge dieser Kostenüberwälzung geriet der mit einer knappen Eigenkapitaldecke ausgestattete Geschäftsbankensektor in eine tiefe Solvenzkrise, die durch die Abwertung des Rubels und

<sup>443</sup> Diese Verschuldung geht zu einem erheblichen Teil auf die Übernahme der internationalen Kreditverpflichtungen der ehemaligen Sowjetunion durch die Russische Föderation zurück; Ende 1998 lagen diese „Altschulden“ (einschließlich Zahlungsrückstände) bei 102,4 Mrd. US-Dollar. Die Zahlungsrückstände auf diese Altkredite machten Ende 1998 etwa 11 Mrd. US-Dollar aus. Vgl. DIW et al.: Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wachstumsperspektive fehlt weiterhin - Schuldenerlass keine Lösung. In: DIW-Wochenbericht Nr. 49/1999, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 355 und IWH Forschungsreihe 9/1999.

<sup>444</sup> Wertet der Rubel gegenüber dem US-Dollar bei gegebenem BIP ab, so steigt die Schuldenquote zwangsläufig an. Dies gilt um so mehr bei einem sinkenden BIP, wie es in dem Jahr der Währungskrise 1998 zu verbuchen war.

<sup>445</sup> Später stimmten die ausländischen Gläubiger der Restrukturierung dieser auf Rubel lautenden Staatsschulden zu. Indem diese auf Sonderkonten eingezahlt wurden, konnten sie zum Erwerb von Anteilen oder Anleihen russischer Unternehmen oder von Devisen auf Spezialauktionen eingesetzt werden. Die in diesem Zusammenhang angesetzten Devisenauktionen waren bis zum Zehnfachen überzeichnet (Izvestija, 29.9.1999).

die vorausgegangene Kreditaufnahme auf dem internationalen Finanzmarkt weiter verschärft wurde.<sup>446</sup>

Grundsätzlich hätte die internationale Kreditaufnahme eine sinnvolle Strategie für den Übergang auf einen gesamtwirtschaftlichen Wachstumspfad sein können. Dies gilt im allgemeinen dann, wenn die heimischen Ersparnisse einer Volkswirtschaft nicht ausreichen, um das für den angestrebten Entwicklungsprozess notwendige Investitionsvolumen zu finanzieren.<sup>447</sup> Die von der Russischen Föderation auf dem internationalen Finanzmarkt aufgenommenen Kredite, aber auch die Kreditzusagen internationaler Finanzorganisationen waren offenkundig nicht zur Investitionsfinanzierung herangezogen worden; sie hatten vielmehr in erster Linie zur Finanzierung der (nicht-investiven) Staatsausgaben gedient. Obwohl die Kredite in der Regel an Konditionalitäten bezüglich des Reformfortschrittes gebunden waren, waren von diesen Krediten keine nennenswerte Impulse auf eine Beschleunigung des Transformationsprozesses ausgegangen.

Zwar kam die Föderation ihren aus der Kreditaufnahme auf dem internationalen Finanzmarkt seit Transformationsbeginn entstandenen Verbindlichkeiten auch 1998 weitgehend fristgemäß nach. Zahlungsrückstände waren - wie schon in den Vorjahren - vor allem für die sogenannten aus der Sowjetära übernommenen Altkredite entstanden. Allerdings war zu erwarten, dass eine entsprechend termingerechte Bedienung der Auslandsschuld im Folgejahr nicht mehr erfolgen würde. Umschuldungsverhandlungen mit den Gläubigern des Pariser und des Londoner Clubs wurden unvermeidlich.<sup>448</sup>

Erfolgt - wie in der Russischen Föderation - die Kreditaufnahme vor allem durch den Staat, so ist die gesamtwirtschaftliche Entwicklung von herausragender Bedeutung für die Rückzahlungswahrscheinlichkeit der Kredite. Die notwendigen Umschuldungsverhandlungen mit internationalen Kreditgebern können als Ansatzpunkt für die stärkere Durchsetzung von Konditionalitäten und damit der Interessen internationaler Kapitalgeber gesehen werden. Dabei muss ein zentrales Interesse der Gläubiger die Verbesserung der Investitionsbedingungen in der Russischen Föderation sein. Nur dann wird sich dauerhaft eine gesamtwirtschaftliche Erholung abzeichnen können, die eine entscheidende Voraussetzung für höhere Einnahmen der öffentlichen Haushalte und damit für einen geordneten Schuldendienst ist. Gelingt dies nicht, so wird sich die Kapitalflucht fortsetzen. Vor diesem Hintergrund scheint es dringend geboten, bei Umschuldungsverhandlungen internationaler Kredite die Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für freiwillige Transaktionen in der Russischen Föderation einzufordern.

<sup>446</sup> Vgl. Die wirtschaftliche Lage Russlands. Krise offenbart Fehler der Wirtschaftspolitik. In: DIW-Wochenbericht Nr. 52/1998, Kieler Diskussionsbeiträge 330/331 und IWH Forschungsreihe 10/98 des IWH.

<sup>447</sup> In der Russischen Föderation galt bereits zu Beginn der Transformation ein beachtlicher Teil des Kapitalstocks als veraltet. Vgl. Schrooten, M.; Weißenburger, U.: Zum Transformationsprozess in der Russischen Föderation. DIW-Diskussionspapier Nr. 128. Berlin 1996.

<sup>448</sup> Der Pariser Club vertritt die staatlichen, der Londoner Club die privaten Gläubiger. Im Februar 2000 erreichten die Russische Föderation und die Gläubiger des Londoner Clubs eine Umschuldungsregelung mit teilweisem Schuldenerlass für die von aus der Sowjetära übernommenen Kredite. Vgl. Goldman Sachs Economics. Daily News & Views. 14. Februar 2000.

### b) Transformationserfolg?

Die Konstitution eines modernen Rechtsstaats gilt als zentrales Postulat der Transformation. In der Russischen Föderation wurden dazu zahlreiche Gesetze verabschiedet, die in Anlehnung an die Regulierung in funktionsfähigen Marktwirtschaften den Schutz und den Transfer von Eigentumsrechten ermöglichen sollte. In einer etablierten „Zahlungs“-Wirtschaft – so wurde argumentiert – „wird durch den Kredit das gesamtwirtschaftliche Transaktionsvolumen erhöht. Die Verpfändbarkeit des privaten Eigentums und die Existenz professioneller Finanzintermediäre ermöglicht eine Ausweitung des Kreditvolumens“. Durch den staatlichen Schutz der Geldfunktionen, der Kreditgeschäfte sowie durch leistungsfähige Finanzintermediäre steigt das Kontraktvolumen und die gesamtwirtschaftliche Aktivität in einer Volkswirtschaft. Die Transformation einer vormals sozialistischen Volkswirtschaft in eine Marktwirtschaft kann dann als erfolgreich abgeschlossen gelten, „wenn die Zahlung zur Regel, die Nichtzahlung aber zur Ausnahme geworden ist“.<sup>449</sup>

In der Russischen Föderation war spätestens mit der Währungs- und Finanzkrise deutlich geworden, dass die geltenden Gesetze und ihre rudimentäre Anwendung nicht zum Entstehen einer funktions- und leistungsfähigen Marktwirtschaft geführt hatten. Die aktive Finanzintermediation war weitgehend zusammengebrochen. In dem sinkenden Monetisierungsgrad und einer abnehmenden finanziellen Tiefe zeigten sich Disintermediationstendenzen (vgl. Abbildungen 22 und 23). Die Kredite an die Privatwirtschaft waren rückläufig (vgl. Abbildungen 27a und 27b). Hauptkreditnehmer war der Staat (vgl. Abbildungen 28a und 28b). Mit der Finanzkrise war die Aussagekraft der Entwicklung des Refinanzierungszinses deutlich gesunken;<sup>450</sup> die (Re-)Finanzierung der Geschäftsbanken wurde nur zu einem sehr geringen Teil über diese Fazilität abgewickelt. Um einen völligen Zusammenbruch des Geschäftsbankensektors zu verhindern, wurde auf eine Zuteilung von Zentralbankkrediten übergegangen. Diese mengenmäßige Versorgung der Geschäftsbanken mit Liquidität hat im unmittelbaren zeitlichen Umfeld der Währungskrise zu einer starken Expansion der Geldmenge geführt und in der Folge des geringen Institutionalisierungsgrades des Finanzsektors rasch zu einer deutlichen Inflationsbeschleunigung beigetragen.<sup>451</sup>

Unmittelbar nach der Währungskrise wurden in der Russischen Föderation zahlreiche Programme zur Krisenbewältigung diskutiert und *Ad-hoc*-Maßnahmen ergriffen. Um den definitiven Zusammenbruch der Zahlungswirtschaft zu verhindern, hatte der Staat formal die Garantie für private Einlagen bei den Finanzintermediären übernommen. Zudem war nach der Krise ein Insolvenzrecht für Banken in Kraft getreten, das in erster Linie auf eine Restrukturierung und Sanierung betroffener Finanzinstitute setzt und eine Agentur zur Re-

<sup>449</sup> Die Definition erfolgte in Anlehnung an Niklas Luhmann. Vgl. Luhmann, N.: Die Wirtschaft der Gesellschaft. a.a.O. S. 14 ff.

<sup>450</sup> Unmittelbar nach der Währungskrise waren die Realzinsen in den extrem negativen Bereich gefallen, bevor sie darauf wieder den zweistelligen Bereich erreichten (vgl. Abbildung 24).

<sup>451</sup> 1999 wies der Bankensektor eine deutliche Überliquidität aus; d.h. die bei der Zentralbank gehaltenen Einlagen lagen erheblich über der Mindestreservepflicht. Vgl. International Monetary Fund: International Financial Statistics. Verschiedene Ausgaben.

strukturierung des Finanzsektors (ARKO) geschaffen worden.<sup>452</sup> Faktisch dürfte der Staat kaum in der Lage sein, diesen erneuten Zahlungsversprechungen umfassend nachzukommen. Denn ein Spezifikum der russischen Krise ist, dass sie in erster Linie auf die Kreditfinanzierung staatlicher Ansprüche und die schwache Durchsetzung des Eigentumsschutzes zurückgeht. Mit der Nichterfüllung eingegangener Zahlungsversprechungen aber hatte der russische Staat als wichtigster Akteur auf dem nationalen Finanzmarkt die Nichtbedienung eingegangener Zahlungsverpflichtungen zur Regel, die Zahlung aber zur Ausnahme gemacht. Der Übergang auf eine leistungsfähige „Zahlungs“-Wirtschaft ist damit für die Russische Föderation zunächst in die Ferne gerückt. Auch haben sich die Möglichkeiten der Investitionsfinanzierung über den heimischen Finanzmarkt weiter verringert.

Trotzdem ließen sich ein Jahr nach dem Auftreten der Währungs- und Finanzkrise in der Russischen Föderation realwirtschaftliche Erholungstendenzen ausmachen: Nach vorläufigen Angaben dürfte das BIP im Jahre 1999 um etwa 3,2 % gestiegen sein (vgl. Tabelle 6). Die Industrieproduktion zog deutlich an. Bedingt durch die erhebliche reale Abwertung des Rubel hat sich die Wettbewerbsfähigkeit russischer Unternehmen verbessert. Dabei zeichnet sich eine sehr heterogene Entwicklung der einzelnen BIP-Komponenten ab: Der private Verbrauch ging offensichtlich stark zurück. Die seit Jahren rückläufigen Bruttoanlageinvestitionen nahmen – wenngleich mit einer geringen Dynamik – zu. Der Außenbeitrag stieg dagegen stark an. Hintergrund dieser Entwicklung ist eine beachtliche Importsubstitution; die Exporte sind trotz der deutlichen Ölpreissteigerung weiter gesunken. Die Leistungsbilanz weist angesichts des noch stärkeren Rückgangs der Importe wieder einen Überschuss aus.<sup>453</sup>

Formal hat sich die Situation der öffentlichen Haushalte entspannt (vgl. Tabelle 7). Hintergrund dieser Entwicklung ist teilweise eine verbesserte Steuereintreibung, teilweise aber auch die Nichtbedienung von eingegangenen Zahlungsverpflichtungen. Zukünftig soll der eingeführte Exportzoll zu steigenden Haushaltseinnahmen beitragen. Die öffentlichen Haushalte spiegeln nach wie vor nur einen Teil der staatlichen Aktivitäten wider. So fallen Exportunternehmen unter eine partielle Devisenablieferungspflicht. Auch gelten für einige Unternehmen Obergrenzen für Preissteigerungen.

Die gesamtwirtschaftlichen Erfolge des Jahres 1999 lassen sich weniger auf den Transformationsprozess als auf die außenwirtschaftliche Entwicklung zurückführen. Einige Anzeichen deuten darauf, dass in Zukunft verstärkt Ansatzpunkte zur direkten staatlichen Einflussnahme auf den wirtschaftlichen Prozess gesucht werden. Kurzfristig muss eine solche Politik nicht eine Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität bedingen, sondern kann sogar zunächst zu einer Belebung führen. Mittel- und langfristig allerdings würde der russische Staat wieder vor den gleichen Problemen wie zu Beginn der Transformation stehen, als durch eine Entscheidungs-, Kompetenz- und Haftungsdezentralisierung eine Effizienz-

<sup>452</sup> Vgl. Federal'nyi zakon Rossisjkoj Federacii: O restrukturizacii kreditnykh organizacij (*Über die Restrukturierung von Kreditorganisationen*). In: Sobranie Zakonodatel'stva Rossisjkoj Federacii, Nr. 28/1999.

<sup>453</sup> Die wirtschaftliche Lage Russlands. Wachstumsperspektive fehlt weiterhin - Schuldenerlass keine Lösung. In: DIW-Wochenbericht Nr. 49/1999, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 355 und IWH Forschungsreihe 9/1999.

verbesserung und damit der Übergang auf ein anhaltendes Wirtschaftswachstum herbeigeführt werden sollte.<sup>454</sup> Die entscheidende Phase des Transformationsprozesses steht in der Russischen Föderation noch bevor.

---

<sup>454</sup> Um die Dynamik der realwirtschaftlichen Erholung zu erhalten, soll die Effizienz bei der Wahrnehmung staatlicher Eigentumsrechte durch verbesserte *Monitoring- und Governancestrukturen* erhöht werden. Federal'nyi zakon Rossisjkoj Federacii: O vnesenii i dopolnenii v Federal'nyi zakon: O privatizacii gosudarstvennogo imuščestva i ob osnovach privatizacii municipal'nogo imuščestva v Rossisjkoj Federacii. Rossisjkoj Federacii (*Zusätze und Ergänzungen zum föderalen Gesetz zur Privatisierung staatlichen Eigentums und zu den Grundsätzen der Privatisierung munizipalen Eigentums in der Russischen Föderation*). In: Sobranie zakonodatel'stva Nr. 26/1999.

## VI. Zusammenfassung und Ausblick

Der Transformationsprozess der Russischen Föderation ist durch tiefgreifende Wachstums- und Investitionseinbrüche bestimmt. Dabei kann die Russische Föderation formal deutliche Fortschritte in dem Bereich aufweisen, dem zu Beginn des Systemwechsels in Mittel- und Osteuropa eine herausragende Bedeutung für den Erfolg des gesamten Transformationsprozesses beigemessen wurde: der Privatisierung. Allerdings ließ sich in der Analyse zeigen, dass zwar die Privatisierung des vormals sozialistischen Unternehmenssektors vorangekommen ist, jedoch das Entstehen von „neuem“ privaten Eigentum an Produktivvermögen durch die institutionellen und stabilisierungspolitischen Rahmenbedingungen immer noch behindert wird. Im Rahmen der russischen Privatisierung, die unter den Bedingungen eines nur rudimentär entwickelten Finanzmarktes stattfand, entstand vor allem ein „gemischter“, staatsnaher Sektor. Zugleich wird die binnengewirtschaftliche Situation geprägt, einerseits der staatliche Anspruch auf die vorhandenen Finanzressourcen, andererseits die Unverbindlichkeit eingegangener Zahlungsverpflichtungen, die Verrechnung und wechselseitige Verschuldung, insbesondere zwischen den staatlichen und staatsnahen Wirtschaftseinheiten, die binnengewirtschaftliche Situation.

Vor diesem Hintergrund wurden in der vorliegenden Arbeit zunächst die für den Finanzsektor wesentlichen Rahmenbedingungen wie die Geldfunktionen und die Bedeutung monetärer Parameter in den im wirtschaftswissenschaftlichen Systemvergleich einander gegenübergestellten Wirtschaftssystemen, Kapitalismus und Sozialismus, analysiert. Marx, auf dessen theoretische Arbeiten sich die Konstrukteure des sowjetischen Wirtschaftssystems beriefen, war von der schrittweisen Abschaffung des Geldes im Sozialismus ausgangen. Obwohl der sowjetische Sozialismus maßgeblich auf einer Negation monetärer Kategorien beruhte, ließ sich dieses Postulat im real-existentellen Sozialismus nicht verwirklichen. Vielmehr wurden mit dem Übergang zum Sozialismus Geld, monetäre Parameter und der Finanzsektor einem Bedeutungswandel unterzogen.

Auf die unterschiedlichen Funktionen des Geldes im Sozialismus und in einer Marktwirtschaft hatte bereits der frühe Analyst des sowjetischen Sozialismus, von Mises, hingewiesen. Er hatte herausgearbeitet, dass die Absicherung der sozialistischen Eigentumsordnung, die durch die Dominanz des staatlichen Eigentums an Produktivvermögen geprägt ist, die Aufhebung der allgemeinen Tauschmittelfunktion des nationalen Geldes nach sich ziehen müsste, da definitionsgemäß Investitionsgüter nicht von privaten Wirtschaftseinheiten erworben werden sollten. Später hatte Eucken auf die derivative Funktion der Preise in der Planwirtschaft verwiesen; von diesen sollten, anders als in einer Marktwirtschaft dezidiert, keine Signalfunktionen bezüglich der Ressourcenallokation ausgehen. Der ungarische Ökonom Kornai wiederum hat die Budgetrestriktion des Unternehmenssektors zum Systemkriterium erhoben. Verallgemeinernd unterschied sich der Sozialismus von der Marktwirtschaft demnach vor allem dadurch, dass nicht das Geld, sondern die Güter knapp gehalten

wurden. Obwohl die Theorie des Systemvergleichs durchaus die unterschiedlichen Funktionen des Geldes in den beiden idealtypisch einander gegenüber gestellten Wirtschaftssystemen betonte, liegt eine in sich stimmige theoretische Analyse der monetären Prozesse in sozialistischen Volkswirtschaften nicht vor.

Lassen sich die Geldfunktionen, die Budgetrestriktion des Unternehmenssektors und damit die Funktionsbedingungen des Finanzsektors zu Systemkriterien erheben, so impliziert die Transformation eines sozialistischen Wirtschaftssystems in eine Marktwirtschaft nicht nur die Wiederzulassung des privaten Eigentums an Produktivvermögen, sondern auch die Wiederherstellung der traditionellen Geldfunktionen sowie die Reaktivierung und Liberalisierung des vormals passiven, nach staatlichen Vorgaben operierenden Finanzsektors. Folglich lässt sich eine idealtypische Marktwirtschaft nicht nur durch das private Eigentum an Produktivvermögen, sondern auch durch das Vorhandensein eines allgemeinen, wertstabilen Tausch- und Zahlungsmittels, des heimischen Geldes, charakterisieren. Durch die Existenz eines solchen allgemeinen Tausch- und Zahlungsmittels wird der Transfer von Eigentumsrechten erleichtert und das Zustandekommen von Verträgen gefördert. Die Verträge, mit denen die Transaktionen festgeschrieben werden, erhalten durch die jeweilige Rechtsordnung ihre staatliche Absicherung; ihre Verbindlichkeit steigt. Aus der Zuständigkeit des Staates für die Durchsetzung der institutionellen Rahmenbedingungen hatten bereits die Rechtsphilosophen seine Existenzberechtigung abgeleitet. Der Staat hat demnach auch die in den Verträgen eingegangenen Zahlungsversprechen abzusichern, durch die zu rechenbare Forderungen und Verbindlichkeiten entstehen. Die staatliche Absicherung und Durchsetzung der Zahlung sowie der eingegangenen Zahlungsverpflichtungen sind als Teil eines umfassenden Eigentumsschutzes zu verstehen. Adam Smith hob die Bedeutung der staatlichen Absicherung von Zahlungsverpflichtungen für die Funktionsfähigkeit einer Marktwirtschaft hervor; er stellte einen klaren Wirkungszusammenhang zwischen der Qualität dieses öffentlichen Gutes und der Leistungsfähigkeit der jeweiligen Volkswirtschaft her. Später wies Luhmann als moderner Gesellschaftstheoretiker der Zahlung eine herausragende Stellung im marktwirtschaftlichen System zu.

Die Transformation einer sozialistischen Volkswirtschaft in eine Marktwirtschaft erfordert demnach einerseits die Übernahme der traditionellen Geldfunktionen durch die heimische Währung. Andererseits sind stabile Rahmenbedingungen für die Finanztransaktionen und damit die Durchsetzung von eingegangenen Zahlungsverpflichtungen maßgeblich für den Erfolg der Transformation verantwortlich. Die transformationsbedingte Liberalisierung des Finanzsektors setzt einen Rückzug des Staates aus direkten Finanzmarkteingriffen voraus. An die Stelle der sozialistischen Reglementierung der Finanztransaktionen hat im Zuge der Transformation deren Regulierung zu treten.

In der ökonomischen Theorie wird der Zusammenhang zwischen staatlichen Eingriffen in den Finanzmarkt und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung seit den 70er Jahren verstärkt betrachtet. Die Grundlage dafür legten die von McKinnon und Shaw formulierten Modelle finanzieller Entwicklung. McKinnon und Shaw hatten die Aussage traditioneller makroökonomischer Modelle, dass die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit bei einer höheren Realverzinsung grundsätzlich sinken würde, für Entwicklungsländerökonomien in Zweifel gezogen. Ansatzpunkt ihrer Kritik waren die auf der Grundlage traditioneller mak-

roökonomischer Theorien formulierten Politikempfehlungen, in Volkswirtschaften mit einem wenig leistungsfähigen Finanzsektor durch massive staatliche Eingriffe in den Finanzmarkt für bestimmte Marktteilnehmer niedrige Kreditzinsen zu garantieren. Diese Staatseingriffe in die Kreditvergabapraxis der Geschäftsbanken werden von McKinnon und Shaw unter den Begriff der finanziellen Repression gefasst. Obwohl McKinnon und Shaw unterschiedliche Geldnachfragefunktionen bei ihren theoretischen Überlegungen zugrunde legen, kommen sie in ihren komparativ-statischen Modellen übereinstimmend zu dem Ergebnis, dass die Liberalisierung des Finanzmarktes auch dann zu Wachstumsimpulsen führen kann, wenn mit der Liberalisierung eine Steigerung der Realzinsen einhergeht.

In den 90er Jahren wurde eine zweite Generation von Modellen finanzieller Entwicklung erarbeitet, die auf der Grundlage der endogenen Wachstumstheorie argumentieren. Diese Modelle betonten stärker als die Ansätze von McKinnon und Shaw die Bedeutung der Finanzintermediäre und der mit den Finanztransaktionen verbundenen Kosten für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Ausgangspunkt dieser Argumentation sind die besonderen Marktunvollkommenheiten auf dem Finanzsektor. Professionelle Finanzintermediäre dienen in diesen Modellen nicht nur der Mobilisierung und Bündelung von Ersparnissen, sondern vor allem der Selektion von erfolgversprechenden Investitionsvorhaben. Sie leisten demnach einen herausragenden Beitrag zum Risikomanagement und zur Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Transaktionsvolumens. Dabei wird die Höhe der Transaktionskosten auf dem Finanzmarkt als Indikator für die Effizienz des Finanzsystems begriffen. Dieser Transaktionskostensatz hängt nicht nur von der internen Leistungsfähigkeit der Finanzintermediäre, sondern auch von den direkten und indirekten staatlichen Eingriffen in den Finanzmarkt ab. In den beiden vorgestellten Modellen von Pagano und von King/Levine steigen mit der finanziellen Repression die Kosten für freiwillige Finanztransaktionen. In der Folge wird die unternehmerische Tätigkeit behindert und das gesamtwirtschaftliche Wachstum beschnitten. Eine Senkung der Intermediationskosten, zu denen insbesondere eine Liberalisierung des Finanzmarktes, aber auch eine Verbesserung der ordnungspolitischen Rahmenbedingungen für freiwillige Transaktionen führen kann, wird in diesen Modellen als ein Wachstumsmotor interpretiert.

Faktisch werden durch die unter den Begriff der finanziellen Repression gefassten staatlichen Eingriffe in den Finanzmarkt nicht nur die Kosten für die freiwilligen Finanztransaktionen erhöht, sondern der Staat kann durch diese Eingriffe den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum ausdehnen und sich einen verbesserten Zugang zu den vorhandenen Finanzressourcen sichern. Obwohl nur selten analytisch betrachtet, dürfte dieser fiskalische Effekt in der Praxis eine der wesentlichen Ursachen für den Einsatz der unterschiedlichen Instrumente finanzieller Repression sein. Zwar kann die Quantifizierung des fiskalischen Ausmaßes dieser Staatseingriffe nur in Ansätzen gelingen, jedoch liefern die Analyse der Kreditvergabapraxis und der Devisenbewirtschaftung sowie die Bestimmung der Inflationssteuer erste Anhaltspunkte für das Ausmaß dieser quasi-fiskalischen Aktivitäten.

Im empirischen Teil der Arbeit wird der traditionelle sowjetische Sozialismus, in dem die Verwendung und Verteilung des Sozialproduktes politisch determiniert wurde, als eine Extremform wirtschaftlicher Repression begriffen. Der Finanzsektor diente in diesem System der Kontrolle der durch die zentrale Planung vorgegebenen Transaktionen. Aufgrund der

buchhalterischen Funktionen des Finanzsektors konnten hier die Funktionsschwächen des Wirtschaftssystems besonders deutlich zu Tage treten. Einen Ausdruck fanden diese Probleme in dem wachsenden Kaufkraftüberhang der privaten Haushalte. In der Auseinandersetzung mit den Funktionsbedingungen des sowjetischen Sozialismus wurde diese Ersparnisbildung zunehmend mit einem unfreiwilligen Konsumverzicht und der zurückgestauten Inflation in Zusammenhang gebracht. Die Reformen der Perestrojka sollten diese Probleme durch eine schrittweise Remonetisierung der Volkswirtschaft lösen.

Letztendlich mussten diese systemimmanen Reformen scheitern, weil sie nicht auf eine Restituiierung der Zahlung als verbindliche Kommunikationsform zwischen den dezentral operierenden Wirtschaftseinheiten zielten. Die weiche Budgetrestriktion des gesamten Staatssektors blieb erhalten. An die Stelle der direkten Staatseingriffe in die realwirtschaftlichen Prozesse, die im traditionellen Sozialismus nicht zuletzt mit der Eigentumsordnung begründet wurden, traten im Reformsozialismus zunehmend staatliche Eingriffe in die Allokation der Finanzressourcen. Zwar wurde das private Eigentum an Produktivvermögen rechtlich zugelassen; die private Vermögensbildung wurde jedoch zunehmend durch Instrumente finanzieller Repression behindert. So wurden den staatlichen Wirtschaftseinheiten grundsätzlich präferentielle Finanzierungskonditionen eingeräumt; der Privatsektor dagegen war weitgehend von der Kreditvergabe ausgeschlossen. Im Spannungsfeld der in sich inkonsistenten Reformen verschärfte sich die gesamtwirtschaftliche Situation in der Sowjetunion zusehends.

Der Beginn des russischen Transformationsprozesses war durch eine schockartige Liberalisierung der Preise und eine zügige Privatisierung des vormals staatlichen Produktivvermögens charakterisiert. Die Deregulierung des Finanzsektors wurde dagegen zunächst vernachlässigt. In der ersten Phase der Transformation sollten präferentielle Kredite an den Staatshaushalt und an ausgewählte Unternehmen die staatliche Einflussnahme auf den Produktionsprozess und die Vollbeschäftigung sichern. Faktisch wurde mit den durchgesetzten negativen Realzinsen vor allem die weiche Budgetrestriktion aufrecht erhalten und somit der Anpassungsdruck für den staatlichen und staatsnahen Sektor verringert. Zugleich wurde über die hohe Inflationssteuer das Entstehen privaten Produktivvermögens entscheidend behindert. Wie im Reformsozialismus war nicht das heimische Geld knapp, sondern seine Qualität als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel gering.

Die zweite Transformationsphase wurde Ende 1993/Anfang 1994 eingeleitet. Anreiz für die stabilisierungspolitische Wende gaben nicht zuletzt die daran gebundenen Kreditzusagen der internationalen Finanzorganisationen. Symbolisiert wurde die stabilisierungspolitische Entschlossenheit durch den Übergang auf eine extrem hohe Realverzinsung für Refinanzierungskredite und das anschließend eingeführte Wechselkursregime eines *crawling-bands*. Begleitet wurden diese Schritte durch eine formale Liberalisierung des Finanzmarktes. Finanzmarktliberalisierung und Stabilisierungsbemühungen fielen zeitlich zusammen; die stabilisierungspolitisch induzierte Durchsetzung der extrem hohen Realzinsen musste die von einer Finanzmarktliberalisierung zu erwartenden Wachstumsimpulse konterkarieren. Darüber hinaus zeigte sich die Kreditnachfrage der öffentlichen Haushalte nicht zinsreagibel; der über den Finanzmarkt abgewickelte Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte stieg. Zudem wurde im Inland an der Schaffung selektiver Finanzierungskonditio-

onen für unterschiedliche Wirtschaftssubjekte festgehalten. Ansatzpunkte boten einerseits differenzierte „Spielregeln“ und Gesetze für die einzelnen Wirtschaftseinheiten, andererseits aber auch die Durchsetzung selektiver Steuervergünstigungen. Demnach fand mit der formalen Liberalisierung des Finanzsektors zwar eine Abkehr von den traditionellen Instrumenten finanzieller Repression statt. Eingeführt und durchgesetzt wurden jedoch diffizilere und subtilere Formen staatlicher Einflussnahme auf die Allokation der Finanzressourcen. Dazu gehörte auch der Rückzug des Staates aus dem Gläubiger- und damit aus dem Eigentumsschutz; eingegangene Zahlungsverpflichtungen blieben unverbindlich. Zwangsläufig konnten Formen aktiver Finanzintermediation kaum entwickelt werden.

Die Unverbindlichkeit der Zahlungsverpflichtungen begünstigte eine hohe zwischenbetriebliche Verschuldung, Steuerrückstände, Nichtzahlung von Lieferungen und Leistungen sowie Lohnrückstände. Unter diesen Umständen musste die durch den wirtschaftlichen Kurswechsel erhoffte gesamtwirtschaftliche Wende ausbleiben. Die Russische Föderation zeigte bis Sommer 1998 Erscheinungsformen einer schrumpfenden, bestenfalls phasenweise stagnierenden Wirtschaft. Bei der Verzögerung des notwendigen gesamtwirtschaftlichen Anpassungsprozesses, aber auch bei der finanziellen Entlastung des russischen Staates hat auch die präferentielle Kreditvergabe der internationalen Finanzorganisationen eine herausragende Rolle gespielt. Zwar waren die Kredite der Finanzorganisationen an Transformationsfortschritte gebunden, jedoch dürfte die nicht an Risiko- und Effizienzkriterien orientierte Kreditvergabe letztendlich den Reformdruck eher gemildert haben.

Mit dem offenen Ausbruch der Finanz- und Währungskrise ist der russische Transformationsprozess im Sommer 1998 an einem entscheidenden Wendepunkt angelangt. Indem den gegenüber Ausländern eingegangenen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachgekommen wurde, ist in der postsozialistischen Russischen Föderation definitiv die Nichtzahlung zur Regel, die Zahlung aber zur Ausnahme erhoben worden. Nach der Freigabe des Wechselkurses stieg die Auslandsverschuldung gemessen am heimischen BIP deutlich an. Wichtigster Schuldner gegenüber in- und ausländischen Kreditgebern ist der russische Staat. Seine im Zuge der Finanzkrise offen aufgetretene Zahlungsunfähigkeit begünstigte nicht nur den Zusammenbruch des heimischen Geschäftsbankensektors, sondern führte auch zu einer weitgehenden Abkoppelung der Russischen Föderation vom internationalen Kapitalmarkt.

Binnenwirtschaftlich wurde nach dem offenen Auftreten der Finanzkrise erneut auf Erscheinungsformen finanzieller Repression, wie Inflationssteuer, Eingriffe in die Preisgestaltung und Devisentransaktionen etc. übergegangen. Zwangsläufig wurde damit der Übergang auf eine funktionsfähige Geldwirtschaft in die Ferne gerückt. Auswege aus der Finanzkrise werden oftmals in der Durchsetzung stabiler ordnungspolitischer Rahmenbedingungen gesehen. Stabile Rahmenbedingungen hätten nicht nur in der Vergangenheit den indirekten staatlichen Zugriff auf die vorhandenen Finanztransaktionen erschwert, sondern würden zukünftig den Transfer von Eigentumsrechten, aber auch die Bildung von Vermögen erleichtern.

Geldfunktionen, die Leistungsfähigkeit des Geschäftsbankensektors und das Staatsverständnis stehen in einem engen Zusammenhang. Die Rechtsphilosophen hatten aus der Sicherung der Eigentumsrechte die Legitimation des modernen Staates abgeleitet. In der ökonomischen Theorie wird der staatliche Schutz des Eigentums und der Eigentumsrechte

durch unterschiedliche Formen des Marktversagens begründet. Die russische Finanzkrise, aber auch die Asienkrise der Jahre 1997/1998 haben gezeigt, dass sich die wirtschaftswissenschaftliche Forschung in Zukunft verstärkt mit der Frage auseinanderzusetzen haben wird, wie die gewählten „Spielregeln“ in einer Volkswirtschaft zustande kommen und wie sie das Ergebnis des wirtschaftlichen Prozesses bedingen. In Bezug auf das Entstehen von Finanzkrisen wird dabei vor allem das Spannungsfeld nationaler und internationaler Regulierungen und damit Differenzen bezüglich des zugrundeliegenden Staatsverständnisses zu untersuchen sein. In diesem Zusammenhang wird einerseits die Institutionenökonomik - auch in Bezug auf ihre Integrierbarkeit in die *mainstream*-Ökonomie - herausgefordert sein. Andererseits wird es notwendig werden, von dem Gedanken der simplen Übertragbarkeit ordnungspolitischer Strukturen auf beliebige Volkswirtschaften abzurücken.

## Literaturverzeichnis

### I. Monographien und Aufsätze

- Abaranell, J. S. und A. Meyendorff*: Bank Privatization in Post-Communist Russia. The Case of Zhilotsbank. In: *Journal of Comparative Economics*. Vol. 25. Nr. 1/1997. S. 62-96.
- Arnold, M.*: Reform und Transformation von Wirtschaftssystemen am Beispiel der ehemaligen Sowjetunion. Frankfurt a. M. 1994.
- Arrow, K. J.*: The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing. In: *Review of Economic Studies*. Vol. 31. Nr. 2/1964. S. 91-96.
- Åslund, A.*: Gorbachev's Struggle for Economic Reform. London 1989.
- Barro, R. J. und X. Sala-i-Martin*: Economic Growth. New York et al. 1995.
- Baums, T.*: Banks and Corporate Control. University of Berkeley. Working Paper. Nr. 1/1991.
- Bencivenga, V. R. und B. D. Smith*: Deficits, Inflation and Banking in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression. In: *Oxford Economic Papers*. Vol. 44. Nr. 4/1992. S. 761-790.
- Financial Intermediation and Endogenous Growth. In: *Review of Economic Studies*. Vol. 44. Nr. 2/1995. S. 195-209.
- Bernanke, B. S. und F. S. Mishkin*: Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? In: National Bureau of Economic Research. Working Paper. 5893/1997.
- bfai* (Hrsg.): UdSSR - Gemeinschaftsunternehmen in der UdSSR. 1988.
- Bigman, D. und S. P. Leite*: Enterprise Arrears in Russia: Causes and Policy Options. In: International Monetary Fund. Working Paper. Washington D.C. Nr. 61/1993.
- Bim, A.*: Ownership, Control over the Enterprises and Strategies of Stockholders. International Institute for Applied Systems Analysis. Working Paper Nr. 96/050. Laxenburg 1996.
- Birman, I.*: Inflation and the Money Supply in the Soviet Economy. In: *Soviet-Studies*. Nr. 4/1985. S. 494-504.
- Blanchard, O., R. Dornbusch, P. Krugman, D. Layard und L. Summers*: Reform in Eastern Europe. Cambridge/Mass., London 1991.
- Blommestein, H. J.*: The Role of Financial Institutions in the Transition to a Market Economy. In: International Monetary Fund. Working Paper. Washington D.C. Nr. 75/1993.
- Bofinger, P. et al.*: Währungspolitik der Nachfolgestaaten der UdSSR. Gemeinsames Gutachten des ifo Instituts München und des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin. München 1993.
- Bofinger, P., H. Flassbeck und L. Hoffmann*: Orthodox Money-Based Stabilization (OMBS) versus Heterodox Exchange Rate-Based Stabilization (HERBS): The Case of Russia, The Ukraine and Kazakhstan. In: *Economic Systems*. Vol. 21. Nr. 1/1997. S. 1-33.
- Borish, M., M. F. Long und M. Noel*: Restructuring Banks and Enterprises. In: *The World Bank*. Discussion Papers Nr. 279. Washington 1995.

- Boven, S. und A. Winkler: After the Rouble Shock. The Monetary Situation in Russia late 1994/Early 1995.* Manuskript. 1995.
- Boycko, M., A. Shleifer und R. W. Vishny: Privatizing Russia.* In: *Brookings Papers on Economic Activity.* 1993.
- Brabant, J. M. van: Towards Rational Banking in Transition Economies.* In: *The Emergence and Evolution of Markets.* London 1997. S. 149-176.
- Brennan, G. H. und J. M. Buchanan: Die Begründung für Regeln.* Tübingen 1993.
- Brock, P. L.: Reserve Requirements and the Inflations Tax.* In: *Journal of Money, Credit, and Banking.* Nr. 1/1989. S. 106-121.
- Brücker, H. et al.: Investitionsfinanzierung im Transformationsprozeß.* Unveröffentlichtes Gutachten. Berlin 1995.
- Brücker, H.: Rußlands Auslandsverbindlichkeiten nach der langfristigen Umschuldung.* In: *DIW-Wochenbericht.* Nr. 28/1996.
- Brunner, G. und B. Meissner (Hrsg.): Verfassungen der kommunistischen Staaten.* Paderborn 1980.
- Brunner, G., K. Schmid und K. Westen (Hrsg.): Wirtschaftsrecht der osteuropäischen Staaten.* Loseblattsammlung. Baden-Baden. Fortsetzungswerk ohne Jahrgang.
- Brus, W. und K. Laski: From Marx to the Market: Socialism in Search of an Economic System.* Oxford 1989.
- Buch, C. M.: Creating Efficient Banking Systems. Theory and Evidence from Eastern Europe.* Tübingen 1996.
- *Russian Monetary Policy - Assessing the Track Record.* Kiel Working Paper. Nr. 786/1998.
- Buch, C. M. und R. P. Heinrich: Handling Banking Crises - The Case of Russia.* Kiel Working Paper. Nr. 920/1999.
- Bühl, W. L.: Krisentheorien. Politik, Wirtschaft und Gesellschaft im Übergang.* 2. Aufl. Darmstadt 1988.
- Cagan, P.: The Monetary Dynamics of Hyperinflation.* In: *Friedman, M. (Ed.): Studies in the Quantity Theory of Money.* Chicago 1956. S. 25-117.
- Calvo, G. und F. Coricelli: Output Collapse in Eastern Europe: The Role of Credit.* In: *International Monetary Fund. Staff Papers.* Vol. 40. Nr. 1/1993. S. 32-52.
- Calvo, G. und J. A. Frenkel: Obstacles to Transforming Centrally-Planned Economies: The Role of Capital Markets.* In: *International Monetary Fund. Working Paper.* Washington D.C. Nr. 66/1991.
- Caprio, G. und D. Klingebiel: Bank Insolvencies: Cross Country Experience.* In: *The World Bank. Policy Research Working Paper.* Washington D.C. 1996. Nr. 1620.
- Caprio, G. und R. Levine: Reforming Finance in Transitional Socialist Economies.* In: *The World Bank Research Observer.* Vol. 9. Nr. 1/1994. S. 1-23.
- Carlin, W., J. van Reenen und T. Wolfe: Enterprise restructuring in the transition: an analytical survey of case study evidence from central and eastern europe.* In: *European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper.* London 1994. Nr. 14.
- Cassel, D.: Inflation und Inflationswirkungen in sozialistischen Planwirtschaften.* In: *Thieme, H. J. (Hrsg.): Geldtheorie.* Baden-Baden 1985. S. 255-286.
- Chamley, C. und P. Honohan: Taxation of Financial Intermediation. Measurement Principles and Application to Five African Countries.* In: *The World Bank. Working Papers.* Nr. 421/1990.

- Chang, K. P. H., S. Claessens und R. E. Cumby: Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight.* In: International Journal of Finance and Economics. Vol. 2. Nr. 2/1997. S. 101-119.
- Christensen, B. V.: The Russian Federation in Transition. External Developments.* International Monetary Fund. Occasional Paper. Nr. 111/1994.
- Coase, R.: New Institutional Economics.* In: American Economic Review. Papers and Proceedings. 1998. S. 72-74.
- Commander, S. (Ed.): Managing Inflation in Socialist Economies in Transition.* The World Bank. Washington D.C. 1991.
- Inflation and the Transition to a Market Economy. In: The World Bank. Economic Review. Vol. 6. Nr. 1/1992. S. 3-12.
- Commander, S. und C. Mumssen: Understanding Barter in Russia.* European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper. London. Nr. 37/1998.
- Corsetti, G., P. Pesenti und N. Roubini: What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?* January 31, 1998. <http://macgyver.res.cmu.edu/roubini.html>.
- Czugonow-Schmitt, N.: Das Einnahmensystem der Sowjetunion als Instrument zur Verbesserung des Wirtschaftssystems.* München 1988.
- Daniel, A.: Fiscal Aspects of Bank Restructuring.* International Monetary Fund. Working Paper. Washington D.C. Nr. 52/1997.
- Davis, C. und W. Charemza (Eds.): Models of Disequilibrium and Shortage in Centrally Planned Economies.* London, New York 1989.
- Debreu, G.: Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium.* New York 1959.
- Dembinski, P. H.: Quantity versus Allocation of Money: Money Problems of the Centrally Planned Economies Reconsidered.* In: Kyklos. Vol. 41. Nr. 2/1988. S. 281- 300.
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel und Institut für Wirtschaftsforschung Halle: Die wirtschaftliche Lage der Republik Belarus. Verordnetes Wachstum ohne Perspektive? In: DIW-Wochenbericht Nr. 47/1997, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 307/1997 und IWH Forschungsreihe 7/1997.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Systemtransformation auf dem Rückzug? In: DIW-Wochenbericht Nr. 17/1993, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 208-209/1993 und IWH Forschungsreihe 2/1993.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Monetäre Orientierungslosigkeit und realwirtschaftlicher Aktionsismus. In: DIW-Wochenbericht Nr. 42/1993, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 220-221/1993 und IWH Forschungsreihe 7/1993.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Beschleunigte Talfahrt durch verschleppte Reformen. Vierter Bericht. In: DIW-Wochenbericht Nr. 19/1994, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 232/1994 und IWH Forschungsreihe 2/1994.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Fortsetzung des Niedergangs ohne hinreichenden Strukturwandel. Fünfter Bericht. In: DIW-Wochenbericht Nr. 47-48/1994, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 240-241/1994 und IWH Forschungsreihe 8/1994.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Realwirtschaftliche Anpassung. Fünfter Bericht. II. Teil. In: DIW-Wochenbericht Nr. 2/95, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 240-241/1994 und IWH Forschungsreihe 8/1994.

- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Kurswechsel in der Stabilisierungspolitik. In: DIW-Wochenbericht Nr. 51-52/1995, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 262/1995 und IWH Forschungsreihe 4/1995.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Wirtschaftspolitik muß jetzt endlich Wachstumserfolge vorweisen. In: DIW Wochenbericht Nr. 51-52/1997, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 308/1997 und IWH Forschungsreihe 9/1997.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Wirtschaftliche Wende bedenklich verzögert. In: DIW-Wochenbericht Nr. 18/1998, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 315/1998 und IWH Forschungsreihe 4/1998.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Krise offenbart Fehler der Wirtschaftspolitik. In: DIW-Wochenbericht Nr. 52/1998, Kieler Diskussionsbeiträge 330/331 und IWH Forschungsreihe 10/1998 des IWH.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Schuldenstreichung statt Reformen? In: DIW-Wochenbericht Nr. 19/1999, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 340 und IWH Forschungsreihe 3/1999.
- Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Wachstumsperspektive fehlt weiterhin - Schuldenerlaß keine Lösung. In: DIW-Wochenbericht Nr. 49/1999, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 355 und IWH Forschungsreihe 9/1999.

*Dewatripont, M. und J. Tirole: The Prudential Regulation of Banks. Cambridge 1994.*

*Diamond, D.: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: Review of Economic Studies. Vol. 51. Nr. 3 /1984. S. 393-414.*

*Diamond, D. W. und P. H. Dybvig: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. In: Journal of Political Economy. Vol. 91. Nr. 3/1983. S. 401-419.*

*Diaz-Alejandro, C.: Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. In: Journal of Development Economics. Vol. 19. Nr. 1-2/1985. S. 1-24.*

Die Studie von Novosibirsk. In: Osteuropa. Archiv A.1-25. Vol. Nr. 1/1985.

*Dittus, P.: Bank Reform and Behavior in Central Europe. In: Journal of Comparative Economics. Vol. 19. Nr. 3/1994. S. 335-361.*

*Dobias, P.: Theorie und Praxis der Planwirtschaft. Paderborn 1977.*

*Dornbusch, R.: Strategies and Priority for Reform. In: Marer, P. und S. Zecchini (Eds.): The Transition to a Market Economy. Vol. 1. Paris 1991. S. 169-183.*

*Dornbusch, R. und A. Reynoso: Financial Factors in Economic Development. In: American Economic Review. Vol. 79. Nr. 5/1989. S. 204-209.*

*Dornbusch, R., F. Sturzenegger und H. Wolf: Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. In: Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 2. 1990. S. 1-64.*

*Easterly, W. und St. Fischer: The Soviet Economic Decline. The World Bank. Policy Research Working Paper. Nr. 1284. Washington D.C. 1994.*

*Eckstein, A. (Ed.): Comparison of Economic Systems. Berkeley 1971.*

*Elias, N.: Über den Prozeß der Zivilisation. Zweiter Band. Frankfurt a. M. 1976.*

*Engels, F.: Rezension des Ersten Bandes ‚Das Kapital‘ für die Düsseldorfer Zeitung. In: Marx-Engels-Werke. Bd. 16. Berlin 1962.*

*Engerer, H.: Eigentum in der Transformation. Grenzen der Privatisierung in Mittel- und Osteuropa. Dissertation an der FU-Berlin. 1997.*

- Eucken, W.:* Grundlagen der Nationalökonomie. 4. Aufl. Jena 1944.
- Grundsätze der Wirtschaftspolitik. 6. Aufl. Tübingen 1990.
- Fan, Q., U. J. Lee und M. E. Schaffer:* Firms, Banks, and Credit in Russia. In: *Commander, Simon et al. (Eds.), Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*. The World Bank. Washington D.C. 1996, S. 140-165.
- Fischer, S.:* Seigniorage and the Case for a National Money. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 90. Nr. 2/1982. S. 295-323.
- The Asian Crisis, the IMF, and the Japanese Economy. April 1998. <http://www.imf.org/external/speeches/1998/040898.HTM>.
- Fischer, S. und A. Gelb:* Issues in Socialist Economic Reform. In: *Marer, P. und S. Zecchini (Eds.): The Transition to a Market Economy*. Paris 1991. S. 184-202.
- Fischer, S., R. Sahay und C. A. Végh:* From Transition to Market. Evidence and Growth Prospects. In: *International Monetary Fund. Working Paper*. Washington D.C. Nr. 52/1998.
- Fontenay, P. de, G. M. Milesi-Ferretti und H. Pill:* The Role of Foreign Currency Debt in Public Debt Management. In: *Blejer, M. I., T. Ter-Minassian: Macroeconomic Dimensions of Public Finance. Essays in honour of Vito Tanzi*. 1997. S. 203-234.
- Foy, G., F. Harrigan und D. O'Connor (Eds.):* The Future of Asia in the World Economy. OECD-Development Centre. Paris 1998.
- Friedman, M.:* Government Revenue from Inflation. In: *Journal of Political Economy*. Nr. 4/1971. S. 846-856.
- Fry, M.:* Money, Interest, and Banking in Economic Development. 2. Aufl. London 1995.
- The Fiscal Abuse of Central Banks. International Monetary Fund. Working Paper. Nr. 58/1993.
- Frye, T.:* Governing the Russian Equity Market. In: *Post-Soviet-Affairs*. Vol. 13. Nr. 4/1997. S. 366-395.
- Funke, N.:* Timing and Sequencing Reforms: Competing Views and the Role of Credibility. In: *Kyklos*. Vol. 46. Nr. 3/1993. S. 337-362.
- Galbis, V.:* High Real Interest Rates under Financial Liberalization. Is There a Problem? In: *International Monetary Fund. Working Paper*. Washington D.C. Nr. 7/1993.
- Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach. In: *Journal of Development Studies*. Nr. 1/1977. S. 58-72.
  - Inflation and interest rate policies in Latin America. 1967-1976. International Monetary Fund. Staff Papers 26. Nr. 2/1979.
- Giovannini, A. und M. de Melo:* Government Revenue from Financial Repression. In: *American Economic Review*. Nr. 4/1993. S. 953-963.
- Goldfajn, I. und R. O. Valdés:* Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity. International Monetary Fund. Working Paper. Washington D.C. 1997. Nr. 97/87.
- Gomulka, St.:* Kornai's Soft Budget Constraint and the Shortage Phenomenon. In: *Economics of Planning*. Vol. 19. Nr. 1/1985.
- Götz, R.:* Revidierte Ergebnisse für das russische Bruttoinlandsprodukt 1991-1994. In: *Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. Aktuelle Analysen* Nr. 61/1995.
- Greenwood, J. und B. Jovanovic:* Financial Development, Growth and Distribution of Income. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 98. Nr. 5/1990. S. 1076-1107.

- Greenwood, J. und B. D. Smith: Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets.* Rochester 1993.
- Gregory, P. R. und R. C. Stuart: Comparative Economic Systems.* 2. Aufl. Boston 1985.
- Griffith-Jones, St.: The Role of Finance in the Transition to Socialism.* London, New Jersey 1981.
- Grossman, G.: Economic Systems.* 2. Ed. New Jersey 1974.
- *Monetary Reform.* mimeo. University of California, Berkeley 1990.
- Grossman, G. und E. Helpman: Quality Ladders in the Theory of Economic Growth.* In: *Review of Economic Studies.* Vol. 58. Nr. 1/1991. S. 43-61.
- Guriev, S. und B. Ickes: Barter in Russian Enterprises. Myths vs. Empirical Evidence.* In: *Russian Economic Trends.* Vol. 8. Nr. 2/1999. S. 6-13.
- Habermas, J.: Die nachholende Revolution.* Frankfurt a. M. 1990.
- Haffner, F.: Monetäre Zentralplanung und Volkswirtschaftsplanung.* In: *Thieme, H. J. (Hrsg.): Geldtheorie.* Baden-Baden 1985. S. 189-209.
- Hayek, F. A. von: The Use of Knowledge in Society.* In: *American Economic Review.* Vol. 35. Nr. 4/1945. S. 519-530.
- Heal, G. M.: The Theory of Economic Planning.* Amsterdam. London. New York 1973.
- Heinsohn, G. und O. Steiger: Eigentum, Zins und Geld.* Reinbek bei Hamburg 1996.
- Hewett, E.: Reforming the Soviet Economy: Equality versus Efficiency.* Washington D.C. 1988.
- Hobbes, T.: Leviathan.* 1651. Zitiert nach: <gopher://gopher.vt.edu:10010/02/98/1>.
- Howard, D.: A Note on Hidden Inflation in the Soviet Union.* In: *Soviet-Studies.* Vol. 28. Nr. 4/1976. <http://www.rferl.org/nca/special/rufinance/alfa.html>.
- <http://www.rferl.org/nca/special/rufinance/inkombank.html>.
- <http://www.rferl.org/nca/special/rufinance/menatep.html>.
- Ickes, B. und R. Ryterman: The Inter-Enterprises Arrears Crisis in Russia.* In: *Post-Soviet Studies.* Vol. 8. Nr. 4/1992. S. 331-361.
- *Roadblock to Economic Reform: Inter-Enterprise Debt and the Transition to Markets.* Manuscript. 1993.
- International Monetary Fund et al. (Ed.): *A Study of the Soviet Economy.* Vol. 1-3. Washington D.C. 1990.
- *The Economy of the Former USSR in 1991.* Washington D.C. 1992.
- *IMF Approves Stand-By Credit.* Press Release No. 99/35. July 28, 1999. <http://www.imf.org/external/np/see/pr/1999/PR9935.HTM>
- *Russia - Recent Economic Developments.* Washington D.C. 1999.
- Itogi pereocenki osnovnykh fondov Rossijskoj Federacii na 1 janvarja 1996 (Umbewertung des Eigenkapitals in der Russischen Föderation zum 1. Januar 1996).* In: *Voprosy Statistiki.* Nr. 9/1996. S. 72-75.
- Jakovlev, A. und J. Danilov: F'jučersnyj rynok i razvitiie finansovych rynkov v Rossii (Futures und die Entwicklung des Finanzmarktes in der Russischen Föderation).* In: *Voprosy Ekonomiki.* Nr. 9/1996. S. 63-77.

- Johnson, J.:* Russia's Emerging Financial Industrial Groups. In: *Post-Soviet Affairs*. Vol. 13. Nr. 4/1997. S. 333-365.
- Kaminsky, G. L. und C. M. Reinhard:* The Twin Crisis: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. In: *Board of the Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers*. Nr. 544/1996.
- Kapur, B. K.:* Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 84. Nr. 4/1976. S. 777-795.
- Optimal Financial and Foreign Exchange Liberalization of Less-Developed Economies. In: *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 98. Nr. 1/1983. S. 41-62.
- King, R. und R. Levine:* Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries. *The World Bank. Working Papers*. Nr. 819/1992.
- Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. In: *Journal of Monetary Economics*. Vol. 32. Nr. 3/1993. S. 513-542.
- Schumpeter Might Be Right. In: *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 108. Nr. 3/1993. S. 717-737.
- Knight, M. et al.:* Central Bank Reforms in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union. In: *International Monetary Fund. Occasional Paper*. Washington D.C. Nr. 157/1997.
- Koen, V. und St. Phillips:* Price Liberalization in Russia. *International Monetary Fund. Occasional Paper*. Washington D.C. Nr. 104/1993.
- Koopmans, T. C.:* On the Concept of Optimal Economic Growth. In: *Study Week on the Econometric Approach to Development Planning. Pontificiae Academiae Scientiarum Scripta Varia*. Amsterdam et al. 1963. S. 225-289.
- Kopits, G. und J. Craig:* Transparency in Government Operations. In: *International Monetary Fund. Occasional Paper*. Washington D.C. Nr. 158/1998.
- Korhonen, I.:* Treasury Bill Market in Russia. In: *Review of Economics in Transition*. Nr. 3/1997. S. 15-32.
- Kornai, J.:* Economics of Shortage. Vol. A + B. Amsterdam et al. 1980.
- Socialist System. Princeton 1992.
- Korolev, M.:* O korennoj perestrojke raboty organov gosudarstvennoj statistiki (*Zur aktuellen Reorganisation der amtlichen Statistik*). In: *Vestnik statistiki*. Nr. 9. 1987. S. 3-16.
- Kosta, J.:* Wirtschaftssysteme des realen Sozialismus. Köln 1984.
- Krueger, A.:* Political Economy of Policy Reform in Developing Countries. Cambridge et al. 1993.
- Krugman, P.:* A Model of Balance of Payment Crisis. In: *Journal of Money, Credit and Banking*, Nr. 8/1979 S. 311-325.
- What happened to Asia? Januar 1998. Zitiert nach: <http://web.mit.edu/krugman/>.
- Krylov, P.:* The Balance Method of Planning. In: *Problems of Economics*. Nr. 1/1968. S. 11-17.
- Lange, O.:* Politische Ökonomie. Bd. 1. Frankfurt a. M. 1970.
- Ökonomisch-theoretische Studien. Frankfurt a. M. 1977.
- Leite, S. P. und V. Sundararajan:* Issues of Interest Rate Management and Liberalization. In: *International Monetary Fund. Staff Papers*. Vol. 37. Nr. 4/1990. S. 735-776.

- Lenin, W. I.:* Die drohende Katastrophe und wie man sie bekämpfen soll. In: *Lenin-Werke*. Bd. 25. Berlin 1960.
- Thesen zur Bankenpolitik. In: *Lenin-Werke*. Bd. 27. Berlin 1960. S. 212-213.
- Levhari, D. und D. Patinkin:* The Role of Money in a Simple Growth Modell. In: *American Economic Review*. Vol. 58. Nr. 3/1968. S. 713-753.
- Levine, R.:* Stock Markets, Growth and Tax Policy. In: *Journal of Finance*. Vol. 46. Nr. 4/1991. S. 1445-1465.
- Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda. In: *Journal of Economic Literature*. Vol. 35. Nr. 2/1997. S. 688-726.
- Locke, J.:* Concerning Civil Government. London 1690. Zitiert nach: <gopher://gopher.vt.edu:10010/02/116/1>.
- Lucas, R.:* On the Mechanics of Economic Development. In: *Journal of Monetary Economics*. Nr. 1/1988. S. 3-42.
- Luhmann, N.:* Soziale Systeme - Grundriß einer allgemeinen Theorie. Frankfurt a. M. 1984.
- Die Wirtschaft der Gesellschaft. 2. Aufl. Frankfurt 1989.
- Mackenzie, G. A.:* The Hidden Government Deficit. In: *Finance and Development*. Vol. 31. Nr. 12/1994. S. 32-35.
- Mackenzie, G. A. und P. Stella:* Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions. International Monetary Fund. Occasional Paper. Washington D.C. Nr. 142/1996.
- Mankiw, G.:* The Optimal Collection of Seigniorage. In: *Journal of Monetary Economics*. Nr. 3/1987. S. 327-341.
- Marer, P. und S. Zecchini (Eds.):* The Transition to a Market Economy. Paris 1991.
- Maresse, M.:* Banking Sector Reform in Central and Eastern Europe. Manuscript. 1994.
- Marx, K.:* Kritik des Gothaer Programms. In: *Marx-Engels-Werke*. Bd. 15. Berlin 1983.
- Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Bd. 1-3. In: *Marx-Engels-Werke*. Bd. 23. 14. Aufl. Berlin 1983. Bd. 24. 19. Aufl. Berlin 1981. Bd. 25. 25. Aufl. Berlin 1984.
- Marx, K. und F. Engels:* Die deutsche Ideologie. In: *Marx-Engels-Werke*. Bd. 3. Berlin 1983.
- Mathieson, D. J.:* Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy. In: International Monetary Fund. Staff Papers. Washington D.C. Nr. 3/1979.
- Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy. In: *Journal of Economic Development*. Vol. 7. Nr. 3/1980. S. 359-395.
- McKinnon, R.:* Money and Capital in Economic Development. Washington D.C. 1973.
- Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs. In: *Ranis, G. und P. T. Schultz (Eds.): The State of Development Economies*. Oxford 1988. S. 386-415.
  - Stabilizing the Ruble. In: *Communist Economies*. Vol. 2. Nr. 2/1990. S. 131-142.
- Melo, M. de und C. Denizer:* Monetary Policy During Transition. An Overview. The World Bank. Policy Research Working Paper. Nr. 1706/1997.
- Mil'cakova, N. A.:* Kreditnye rejtingi i rossijskie evroobligacii (*Kredit-Rating und russische Euro-bonds*). In: *Den'gi i kredit*. Nr. 6/1998.

- Ministerstvo Finansov Rossijskoj Federacii: Proekt-Doklad po itogam raboty v 1993 g. i zadači v 1994 g. (Bericht über die Arbeit im Jahre 1993 und die Aufgaben im Jahre 1994).* Moskau 1994.
- Mises, L. von:* Die Wirtschaftsrechnung im sozialistischen Gemeinwesen. In: Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik. Bd. 47. 1920. S. 86-121.
- Die Gemeinwirtschaft. 2. Aufl. Jena 1932.
- Mishkin, F. S.:* Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. In: *Bruno, M., B. Pleskovic* (Eds.), Annual World Bank Conference on Development Economics 1996. Washington D.C. 1997. S. 29-62.
- Montias, J. M.:* Planning with Material Balances. In: American Economic Review. Vol. 49. Nr. 5/1959. S. 963-985.
- Murell, P.:* How far Has the Transition Progressed? In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 10. Nr. 2/1996. S. 25-44.
- Nordhaus, W.:* Soviet Economic Reform: The Longest Road. In: Brookings Papers on Economic Activity. 1990. S. 287-318.
- North, D. C.:* Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung. Tübingen 1992.
- North, D. C. und R. P. Thomas:* The First Economic Revolution. In: Economic History Review. Vol. 30. Nr. 3/1977.
- North, M.:* Das Geld und seine Geschichte. München 1994.
- Nove, A.:* Das sowjetische Wirtschaftssystem. Baden-Baden 1980.
- Nuti, D.:* Stabilization and Sequencing in the Reform of Socialist Economies. In: *Commander, S.* (Ed.): Managing Inflation in Socialist Economies in Transition. The World Bank. Washington D.C. 1991. S. 155-174.
- Obstfeld, M.:* Rational and Self-Fulfilling Balance of Payment Crises. In: American Economic Review. Nr. 1/1986. S. 72-81.
- Models of currency crises with self fulfilling features. In: European Economic Review. 1996. S. 1037-1047.
- Ofer, G.:* Macroeconomic Issues of Soviet Reform. In: *Blanchard, O. J. und St. Fischer* (Eds.): National Bureau of Economic Research. Macroeconomics Annual 1990. Cambridge et al. 1991. S. 297- 333.
- Orlov, B. P.:* Illuzii i realn'nost' ekonomičeskoy informacii (*Illusion und Wahrheit wirtschaftlicher Daten*). In: EKO. Nr. 8/1988. S. 3-20.
- Ostroy, J. M. und R. M. Starr:* The Transaction Role of Money. In: *Friedman, B. M. und F. Hahn* (Eds.): Handbook of Monetary Economics. Vol. 1. Amsterdam et al. 1990.
- Pagano, M.:* Financial Markets and Growth. In: European Economic Review. Vol. 37. Nr. 4/1993. S. 613-622.
- Peebles, G.:* A Short History of Socialist Money. Sydney 1991.
- Pejovich, S.:* Towards a General Theory of Property Rights. In: *Furubotn, E. und S. Pejovich* (Eds.): The Economics of Property Rights. Cambridge/Mass. 1974. S. 341-353.
- The Economics of Property Rights: Towards a Theory of Comparative Systems. Dordrecht, Boston, London 1990.
- Phelps, E. S.:* Inflation in the Theory of Public Finance. In: Swedish Journal of Economics. Nr. 1/1973. S. 68-82.

- Phelps, E. S., R. Frydman, A. Rapaczynski und A. Shleifer:* Needed mechanisms of corporate governance and finance in eastern Europe. In: European Bank for Reconstruction and Development. Working Paper. London. Nr. 1/1993.
- Polanyi, K.:* Ökonomie und Gesellschaft. Frankfurt a. M. 1979.
- Portes, R. und D. Winter:* Disequilibrium Estimates for Consumption Goods Markets in Centrally Planned Economies. In: Review of Economics and Statistics. Vol. 47. Nr. 1/1980. S. 137-159.
- Rabočaja gruppa, obrazovannaja sovmestnym rešeniem M. S. Gorbacheva i B. N. El'cina: Perechod k rynku: Koncepcija i programma (*Übergang zum Markt. Konzeption und Programm*). Moskau. August 1990.
- Ramsey, F.:* A Mathematical Theory of Saving. In: Economic Journal. Vol. 38. Nr. 4/1928. S. 543-559.
- Rauch, G. von:* Geschichte der Sowjetunion. 8. Aufl. Stuttgart 1990.
- Richter, R.:* Institutionen ökonomisch analysiert. Tübingen 1994.
- Riese, H.:* Geld im Sozialismus. Regensburg 1990.
- Rodrik, D.:* Understanding Economic Policy Reform. In: Journal of Economic Literature. Vol. 34. Nr. 1/1996. S. 9-41.
- Romer, P. M.:* Capital Accumulation and the Theory of Long-Run Growth. In: *Barro, R. (Ed.): Modern Business Cycle Theory*. Cambridge 1989.
- Endogenous Technical Change. In: Journal of Political Economy. Vol. 98. Nr. 5(ii)/1990. S. 71-102.
  - The Origins of Endogenous Growth. In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 8. Nr. 1/1994. S. 3-22.
- Rosati, D. K.:* Output decline during transition from plan to market. In: The Economics of Transition. Vol. 2. Nr. 4/1994. S. 419-441.
- Rosefield, S.:* A Comment on David Howard's Estimate of Hidden Inflation in the Soviet Retail sales Sector. In: Soviet-Studies. Vol. 32. Nr. 3/1980. S. 423-427.
- Rostowski, J.:* Market Socialism is not Enough: Inflation vs. Unemployment in Reformed Socialist Economies. In: Communist Economies. Vol. 1. Nr. 3/1989. S. 269-286.
- Rotlejdera, A.:* Denežnoe obrašenie i kredit (*Geld und Kredit in der UdSSR*). Moskau 1985.
- Rousseau, J. J.:* Du contrat social ou principes du droit politique (Edition de 1762, orthographe modernisée). Frontispice de l'édition de 1762. Archives de la Société Jean-Jacques Rousseau, Genève. Zitiert nach: <http://hypo.ge-dip.etat-ge.ch/www/athena/rousseau/>.
- Rumer, B.:* Soviet Estimates of the Rate of Inflation. In: Soviet-Studies. Vol. 41. Nr. 2/1989. S. 298-317.
- Sahay, R. und C. A. Végh:* Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications. In: *Mizen, P. und E. J. Pentecost (Eds.): The Macroeconomics of International Currencies - Theory, Policy and Evidence*. Cheltenham 1996. S. 193-224.
- Schroeder, G.:* Soviet Economic "Reforms": A Study in Contradictions. In: Soviet-Studies. Vol. 37. Nr. 1/1988. S. 1-21.
- Schrooten, M. und U. Weißburger:* Zum Transformationsprozeß in der Russischen Föderation. DIW-Diskussionspapier Nr. 128. Berlin 1996.
- Schumpeter, J. A.:* Konjunkturzyklen. Erster Band. Berlin 1961.

- Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus. Leipzig 1912. Sowie 6. Aufl. Berlin 1964.
- Kapitalismus, Sozialismus, Demokratie. 6. Aufl. Tübingen 1987.

*Seeberg, S. und A. Winkler:* Lending in a New Regulatory Environment – The Monetary Situation in Russia in the Summer of 1996. International Project Consult. Working Paper. Frankfurt a.M. 1996.

*Seljunin, V. und G. Chanin:* Lukavaja cifra (*Verwirrende Ziffern*). In: Novyj Mir. Nr. 2/1987. S. 181-201.

*Shafei, K.:* Der Weg in die Konvertibilität für die sowjetische Währung. In: Osteuropa-Wirtschaft. Nr. 9/1990. S. 327-351.

*Shaw, E. S.:* Financial Deepening in Economic Development. New York 1973.

*Shleifer, A.:* Implementation Cycles. In: Journal of Political Economy. Nr. 4/1986.

- Establishing Property Rights. In: Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics. 1994. S. 93-128.

*Sidrauski, M.:* Inflation and Economic Growth. In: Journal of Political Economy. Vol. 75. Nr. 6/1967. S. 796-810.

*Sieburger, M.:* Die Finanzautonomie der Unternehmen im Kontext der sowjetischen Wirtschaftsformen. Baden-Baden 1993.

*Sigg, H.:* Grundzüge des sowjetischen Bankwesens. Struktur und Aufgaben. Bern, Stuttgart 1981.

*Simmel, G.:* Philosophie des Geldes. 3. Aufl. Frankfurt a. M. 1994.

*Smith, A.:* An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. 1776. Zitiert nach: <gopher://gopher.vt.edu:10010/02/141/14>.

*Sokol'nikov, G. J.:* Novaja finansovaja politika (*Neue Finanzpolitik*). Moskau 1991.

*Spellmann, L.:* Economic Growth and Financial Intermediation. In: *McKinnon, R. (Ed.): Money and Finance in Economic Growth and Development: Essays in Honour of Edward S. Shaw*. New York 1976. S. 11-22.

*Starodubrovskaya, I.:* Financial-Industrial Groups: Illusions and Reality. In: Communist Economies and Economic Transformation. Vol. 7. No. 1/1995. S. 5-19.

*Stiglitz, J. E.:* Information and Economic Analysis: A Perspective. In: Economic Journal. Conference Papers Nr. 95/1984. S. 21-42.

- Whither Socialism. Cambridge et al. 1994.
- The Role of the State in Financial Markets. In: Proceedings of the World Bank. Annual Bank Conference on Development Economics 1993. Washington D.C. 1994. S. 19-52.

*Stiglitz, J. E. und A. Weiss:* Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: American Economic Review. Vol. 73. Nr. 3/1981. S. 393-410.

*Sundararajan, V.:* The Role of Prudential Supervision and Financial Restructuring of Banks During Transition to Indirect Instruments of Monetary Control. International Monetary Fund. Working Paper. Nr. 128/1996.

*Sundararajan, V. und T. Baliño (Eds.):* Issues in Recent Banking Crisis. Banking Crisis. Cases and Issues. Washington D.C. 1991. S. 1-57.

*Sutela, P.:* Economic Thought and Economic Reform in the Soviet Union. Cambridge 1991.

- Tanzi, V.:* Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue. In: International Monetary Fund. Staff Papers. Vol. 24. Nr. 1/1977. S. 154-167.
- Financial Markets and Public Finance in the Transformation Process. In: *Tanzi, V. (Ed.): Transition to Market. Studies in Fiscal Reform.* Washington D.C. 1993. S. 1-28.
- Tobin, J.:* Money and Economic Growth. In: *Econometrica.* Vol. 33. Nr. 4/1965. S. 671-684.
- Tomann, H.:* Options to resolve the „Bad-Asset-Problem”. In: *Diskussionsbeitrag 12/1995.* Fachbereich Wirtschaftswissenschaft FU-Berlin.
- Touché, B.:* Wirtschaftspolitische Konzeptionen der Sowjetunion im Wandel. Wiesbaden 1993.
- United Nations Economic Commission for Europe (ECE): *Economic Survey for Europe.* New York 1992.
- Villanueva, D. und A. Mirakhor:* Strategies for Financial Reforms. Interest Rate Policies, Stabilization and Bank Supervision in Developing Countries. In: International Monetary Fund. Staff Papers. Vol. 37. Nr. 3/1990. S. 509-536.
- Wernikow, A.:* Die Konvertibilität des Rubels im Kontext der sowjetischen Wirtschaftsreform. In: *Europäische Wirtschaft: Reformansätze in der ehemaligen Sowjetunion.* Nr. 45/1993. S. 57-73.
- Westin, P.:* Measures to preserve life after debt. In: *Russian Economic Trends. Quarterly Update.* Vol. 8. Nr. 2/1999. S. 22-26.
- Wijnbergen, S. van:* Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy. In: *Journal of Development Economics.* Nr. 1/2/1983. S. 541-554.
- Interest Rate Management in LDCs. In: *Journal of Monetary Economics.* Nr. 3/1983. S. 433-452.
- Zakharov, V. S.:* *Potrebitel'skij kredit v SSSR (Konsumentenkredit in der UdSSR).* Moskau 1986.
- Zecchini, S.:* The Assistance of Financial Institutions to the Transition Process. Manuscript. 1994.

## II. Periodica

Außenhandel der UdSSR. Nr. 2/1989.

Bank for International Settlements (BIS): *Consolidated International Banking Statistics* (formerly: The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending). Basel. Verschiedene Ausgaben.

Bank of Finland. Institute for Economies in Transition: *Russian and Baltic Economies. The Week in Review.* <http://www.bof.fi/env/eng/it/weekly/weekbase.stm>. Verschiedene Ausgaben.

Central Bank of Russia: *Bulletin of Banking Statistics.* Moskau. Verschiedene Ausgaben.

- *Bulletin of Banking Statistics.* [http://www.cbr.ru/dp/res\\_intr.html](http://www.cbr.ru/dp/res_intr.html).
- <http://www.cbr.ru/eng/system/credorg-eng.htm>.
- *Vestnik Banka Rossii.* Moskau. Verschiedene Ausgaben.

*Ekonomičeskaja gazeta.* Verschiedene Ausgaben.

*Ekonomika i žizn'.* Verschiedene Ausgaben.

European Bank for Reconstruction and Development (EBRD): *Transition Report.* London. Verschiedene Ausgaben.

- *Transition Report Update.* London. Verschiedene Ausgaben.

Finansovaja Izvestija. Verschiedene Ausgaben.

Goldman Sachs Economics. Daily News & Views. 14. Februar 2000.

Goskomstat RF: Rossijskij statističeskij ežegodnik (*Statistisches Jahrbuch*). Moskau 1995.

- Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii (*Sozial-ökonomische Lage Rußlands*). Moskau. Verschiedene Ausgaben

Goskomstat Rossii: Statističeskij press-bulleten'. Moskau 1993.

Goskomstat SSSR: Narodnoe chozjajstvo SSSR (*Die Volkswirtschaft der UdSSR*). Verschiedene Ausgaben.

Goskomstat: Ekonomika sodružestva nezavisimych gosudarstv (*Die Wirtschaft der GUS-Staaten*). Verschiedene Ausgaben.

International Monetary Fund: Government Finance Statistics. Yearbook. Washington D.C. Verschiedene Ausgaben.

- International Financial Statistics (IFS). Washington D.C. Verschiedene Ausgaben.

Izvestija. Verschiedene Ausgaben.

Izvestija-Zakon, Nr. 1/1992.

Kommersant. Verschiedene Ausgaben.

Pravda. Verschiedene Ausgaben.

Rossijskaja gazeta. Verschiedene Ausgaben.

Rossijskoe Statističeskoe Agentstvo: Social'no-ekonomičeskoe položenie Rossii (*Sozial-ökonomische Lage Rußlands*). Moskau. Verschiedene Ausgaben.

Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Verschiedene Ausgaben.

The Banker. Juli 1998.

Voprosy Ekonomiki. Verschiedene Ausgaben.

Working Center for Economic Reform. Government of the Russian Federation: Russian Economic Trends (RET). Verschiedene Ausgaben.

- Russian Economic Trends. Monthly Update. <http://cep.lse.ac.uk/datalib/ret/>

World Bank: Global Development Finance. Washington. D.C. Verschiedene Ausgaben.

### III. Russischsprachige Gesetzestexte

Federal'nyj Zakon Rossijskoj Federacii: O restrukturizacii kreditnych organizacij (*Über die Restrukturierung von Kreditorganisationen*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 28/1999.

- O vnesenii i dopolnenii v Federal'nyi zakon: 'O privatizacii gosudarstvennogo imuščestva i ob osnovach privatizacii municipal'nogo imuščestva v Rossijskoj Federacii' (*Zusätze und Ergänzungen zum föderalen Gesetz zur Privatisierung staatlichen Eigentums und zu den Grundsätzen der Privatisierung munizipalen Eigentums in der Russischen Föderation*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 26/1999.
- O zaščite konkurencii na rynke finasovych uslug (*Über den Schutz des Wettbewerbs auf dem Finanzmarkt*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 26/1999.

- O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RSFSR: 'O Central'nom banke RSFSR (Banke Rossii)' (*Veränderungen und Ergänzungen des Zentralbankgesetzes*). In: Sobranie zakonodatel'stva. Nr. 18/1995.
- O vnesenii dopolnenija v stat'ju 15 Federal'nogo zakona: 'Ob akcionernych obščestvach' (*Ergänzungen zu Paragraph 15 des föderalen Gesetzes "Über Aktiengesellschaften"*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 22/1999.
- O vnesenii izmenenij i dopolnenij v Zakon RSFSR: 'O bankach i bankovskoj dejatel'nosti v RSFSR' (*Veränderungen und Ergänzungen des Bankengesetzes*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 6/1996.

Graždanskij Kodeks Rossijskoj Federacii. 'Čast' pervaja' (*Bürgerliches Gesetzbuch. Erster Teil*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 32/1994.

- 'Čast' vtoraja' (*Bürgerliches Gesetzbuch. Zweiter Teil*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 5/1996.

O korennoj perestrojke upravlenija ekonomikoj. Sbornik dokumentov. Moskau 1987.

O vnesenii i dopolnenii v Zakon RSFSR 'O bankach i bankovskoj dejatel'nosti v RSFSR' (*Veränderungen und Ergänzungen des Bankengesetzes*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 6/1996.

Osnovnye položenija gosudarstvennoj programmy privatizacii gosudarstvennyh i municipal'nyh predprijatij v Rossijskoj Federacii posle 1 iulja 1994 goda (*Grundlegende Verordnungen zur Privatisierung staatlicher und munizipaler Unternehmen nach dem 1. Juli 1994*). In: Gosudarstvennyj komitet Rossijskoj Federacii po upravleniju gosudarstvennyh i municipal'nyh predprijatij v Rossii. Moskau 1994.

Postanovlenie Pravitel'stva Rossijskoj Federacii: O programme sodejstvija formirovaniyu finansovo-promyšlennych grupp (*Regierungserlaß zur Schaffung Finanz-Industrieller Gruppen*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 4/1995.

- O koncepcii upravlenija gosudarstvennym imuščestvom i privatizacii v Rossijskoj Federacii (*Über die Konzeption der Verwaltung staatlichen Eigentums und der Privatisierung in der Russischen Föderation*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 39/1999.
- 'O merach po povyšeniju effektivnosti primenenija procedur bankrotstva' (*Über Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz von Konkursverfahren*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 21/1998.

Postanovlenie: O soveršenstvovanii sistemy bankov v strane i usilenii ich vozdejstvija na povyšenie effektivnosti ekonomiki (*Über die Verbesserung des Bankensystems*). In: O korennoj perestrojke upravlenija ekonomikoj. Sbornik dokumentov. Moskau 1987.

Ukaz Prezidenta Rossijskoj Federacii: O predostavlenii predprijatijam i organizacijam otsročki po uplate po nalogam, penjam i šrafam za narušenie nalogovogo zakonodatel'stva, obrazovavšejšja do 1 janvarja 1996 goda (*Über die Stundung der Steuerzahlung, von Bußgeldern und Geldstrafen*). In: Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii. Nr. 4/1996.

- O porjadke peredači v 1995 godu v zalog akcij nachodjaščichsja v federal'noj sobstvennosti (*Erlaß des Präsidenten über die Verpfändung von staatlichen Aktien*). In: Ekonomika i žizn'. Nr. 37/1995.

Zakon Rossijskoj Federacii: O nesostojatel'nosti (bankrotstve) predprijatij (*Konkursrecht*). In: Vedomosti soveta narodnyh deputatov RF. Nr. 1/1993.

Zakon SSSR: O bankach i bankovskoj dejatel'nosti (*Gesetz über die Banken und deren Geschäftstätigkeit*). In: Den'gi i kredit. Nr. 1/1991.

- O gosudarstvennom banke SSSR (*Gesetz über die Staatsbank der UdSSR*). In: Den'gi i kredit. Nr. 1/1991.
- O gosudarstvennom predpriatii (ob'edinenii) (*Gesetz über das Staatsunternehmen (Vereinigung)*). In: Pravda vom 1. Juli 1987.
- O kooperacii v SSSR (*Gesetz über die Genossenschaften*). In: Pravda vom 8. Juni 1988.
- O razgraničenii polnomočij meždu Sojuzom SSR i sub'ektami federacii (*Gesetz zur Regelung der Föderationsbeziehungen*). In: Ekonomika i žizn'. Nr. 20/1990.
- O sobstvennosti v SSSR (*Gesetz über das Eigentum in der UdSSR*). In: Izvestija vom 10. März 1990.