

# Institutionelle Hintergründe der Finanzmarktintegration: Handlungsbedarf im Zuge der EU-Osterweiterung

Von Theresia Theurl\*

**Zusammenfassung:** 2004 wird die Europäische Union voraussichtlich zehn neue Mitglieder aufnehmen. Acht von ihnen sind Transformationsökonomien mit den damit verbundenen besonderen Merkmalen ihrer Finanzsektoren. Deren Transformation hat in den vergangenen Jahren große Fortschritte gemacht, ist jedoch keinesfalls abgeschlossen. Das Niveau der Finanzintermediation ist insgesamt gering, der Bankensektor dominiert, und die Kapitalmärkte sind unterentwickelt. Effiziente Finanzmärkte der Beitrittsländer und ihre Integration in den EU-Finanzraum sind notwendige Voraussetzungen für die wirtschaftliche Entwicklung sowie für eine effektive monetäre Politik. Vor dem Beitritt zur Währungsunion ist der Finanzmarktstatus der acht mittel- und osteuropäischen Ökonomien noch deutlich zu verbessern.

**Summary:** Ten countries will join the EU in 2004. Strengthening the financial sector in the accession countries is essential for many reasons. The structure and functioning of the financial sector has important implications for the economic development. Financial stability is essential if monetary policy is to be conducted smoothly in an enlarged Euro area. Over the past years significant progress has been made in terms of financial sector transformation. But the degree of financial intermediation remains rather low and the financial sector is largely dominated by the banking sector. The process to greater integration with the EU is far from completed. Many challenges remain and further reforms are still necessary for full participation in EMU.

## 1 Problemstellung

Im Mai 2004 wird die Europäische Union voraussichtlich zehn zusätzliche Mitglieder erhalten: Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn und Zypern. Erstmals werden acht neue Mitglieder beitreten, die aus Mittel- und Osteuropa stammen. Es ist der ordnungspolitische Hintergrund, der sie zu besonderen Kandidaten macht. In den vergangenen Jahren wurden ihre wirtschaftlichen Anreiz- und Steuerungssysteme – ihre institutionelle Infrastruktur – einer grundlegenden Transformation unterzogen. Malta und Zypern weisen hingegen seit langem marktwirtschaftliche Systeme auf. Die Transformationsprozesse sind unterschiedlich weit fortgeschritten, jedoch nirgendwo abgeschlossen. Finanzmärkte verändern sich sowohl in Transformations- als auch in Integrationsprozessen. Ihr Entwicklungsstand, die konkrete Ausgestaltung und die Integration der Finanzmärkte sind sowohl Indikator, Instrument als auch Ergebnis solcher grundlegender Umstrukturierungsprozesse.

\* Centrum für Angewandte Wirtschaftsforschung (CAWM) der Universität Münster, Am Stadtgraben 9, 48143 Münster, E-Mail: [theresia.theurl@uni-muenster.de](mailto:theresia.theurl@uni-muenster.de)

Bereits sehr früh erhielt die ordnungspolitische Transformation die EU-Beitrittsperspektive als „commitment“, das Weichenstellungen und Prozesse beeinflusste. Im Rahmen dieses Beitrags werden einzelne Facetten des komplexen Zusammenhangs herausgegriffen. Erstens wird die Frage gestellt, weshalb der Status der Finanzmärkte sowohl für die Beitrittskandidaten als auch für die EU wichtig ist. Zweitens werden die aktuellen Merkmale der Finanzmärkte der Beitrittskandidaten und Hinweise für die Integration ihrer Finanzmärkte in den EU-Finanzraum herausgearbeitet. Drittens werden aus den aktuellen Entwicklungs- und Integrationsdefiziten Perspektiven für den EU-Integrationsprozess und Handlungsempfehlungen abgeleitet. Unter dem Finanzmarktstatus wird im Weiteren das Ausmaß der Finanzintermediation, die Struktur der Finanzsektoren sowie die Finanzmarktintegration verstanden.

## 2 **Finanzmarktstatus der Beitrittskandidaten: Die integrations-technische Bedeutung**

Die integrationstechnische Bedeutung ergibt sich aus den formellen Beitrittsvoraussetzungen und aus der Verpflichtung zur Übernahme des „acquis communautaire“ mit dem Beitritt. Vom Europäischen Rat wurden 1993 im Hinblick auf die Beitrittsperspektive von ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften die politischen und die wirtschaftlichen Kriterien formuliert, die neue Mitgliedsländer vor ihrer Aufnahme zu erfüllen haben. In wirtschaftlicher Hinsicht haben sie eine funktionsfähige Marktwirtschaft vorzuweisen sowie das Potential, dem Wettbewerbsdruck und den Marktkräften innerhalb der EU standzuhalten. Dies bedeutet für den Finanzsektor den Nachweis einer effizienten Finanzintermediation, einer ausreichenden Kapitalisierung der Banken sowie einer wirksamen Finanzmarktaufsicht. Die Erfüllung dieser Voraussetzungen wurde den Kandidaten im Dezember 2002 attestiert.

Mit dem Beitritt zur EU haben die neuen Mitglieder darüber hinausgehend ihren kompletten Regulierungsinhalt zu übernehmen. Von besonderer Bedeutung sind dabei die Regelungen zur Vorbereitung auf die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, vor allem zur Unabhängigkeit der Zentralbank. Dazu kommt die Verpflichtung zum vollständigen Abbau von Kapitalverkehrsrestriktionen. Die Gesetzgebung zur Schaffung der Voraussetzungen für ein stabiles Banken- und Finanzsystem sowie für ein europaweites Angebot an Finanzdienstleistungen stellt einen dritten relevanten Bereich des „acquis“ dar, der in die nationalen Rechtssysteme zu implementieren ist. Auch die Eintrittsvoraussetzungen für die Währungsunion in Form der Konvergenzkriterien gewinnen an Bedeutung: Das Zinsniveau der beitretenden Mitglieder, aber auch deren Inflationsrate werden durch den Status der Finanzmärkte beeinflusst. Die integrationstechnischen Vorgaben sollen sicherstellen, dass die Wohlfahrtseffekte der Finanzmarktentwicklung und -integration für die aktuellen und für die zukünftigen Mitgliedsländer erreicht werden. Dabei ist als Ergebnis zahlreicher empirischer Studien trotz einer Vielzahl methodischer Probleme festzuhalten, dass die EU selbst kein vollständig integrierter Finanzraum ist (Buch 2001, Europäische Kommission 2001: 121 ff., Cabral et al. 2002).

## 3 **Finanzmarktstatus der Beitrittskandidaten: Die ökonomische Bedeutung**

In ökonomischer Hinsicht stellt sich die Frage nach den vielschichtigen Zusammenhängen zwischen Finanzmärkten, der wirtschaftlichen Entwicklung sowie der institutionellen, realen und nominellen Integration eines Wirtschaftsraums.

## Funktionsfähige Finanzmärkte als notwendige Integrationsvoraussetzung

So sind im Zuge der Transformation von zentralverwaltungswirtschaftlich gesteuerten Ökonomien in Marktwirtschaften funktionierende Finanzmärkte erst aufzubauen. Es handelt sich dabei um eine umfassende Aufgabe, mit der die Voraussetzungen für die Finanzintermediation sowie für die monetäre Politik erst geschaffen werden. Es gibt kein Patentrezept für ihre Einbettung in den Transformationsprozess, außer dass sie nicht losgelöst von den übrigen Elementen der Transformation gestaltet werden kann. So unterscheiden sich die einzelnen Kandidaten auch dahingehend, wie sie vorgegangen sind und wie weit der Prozess inzwischen fortgeschritten ist (Theurl 1997). Im Rahmen der Umstrukturierung wirken mehrere wohlfahrtfördernde Mechanismen nebeneinander: eine zunehmende Effizienz der Finanzintermediation sowie eine Zunahme von Spar- und Investitionsquoten. Beide Effekte können über die realwirtschaftliche Entwicklung ihrerseits wiederum zu Fortschritten des Finanzsektors führen. Dieser Konnex beinhaltet die Institutionalisierung eines marktwirtschaftlich organisierten Finanzsektors. Die acht Beitrittskandidaten haben diese Strukturreformen in den vergangenen Jahren vorangetrieben. In integrationspolitischen Kategorien geht es um die Schaffung einer institutionellen Konvergenz des zukünftigen Integrationsraums.

## Finanzmärkte zur Förderung realwirtschaftlicher Konvergenz

Der zweite Zusammenhang wirkt über den aktuellen Entwicklungsstand und über die konkrete Ausgestaltung des Finanzsektors. Theoretische Überlegungen und empirische Studien zeigen, dass funktionierende Finanzmärkte einen positiven Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leisten (Levine 1997, Aizenman 2002). Weniger eindeutig ist die Evidenz, ob eine spezielle Ausgestaltung des Finanzsektors von Marktwirtschaften diesbezüglich überlegene Ergebnisse bringt (Allen und Gale 2000) und ob dieser Zusammenhang nur bis zu einem bestimmten Entwicklungsgrad der Ökonomien wirksam ist. Der erste Aspekt bezieht sich auf die Überlegenheit banken- oder marktdominierter Finanzsysteme. Häufig wird unter Effizienz- und Entwicklungsgesichtspunkten eine Konvergenz in Richtung eines Finanzdienstleistungssystems vermutet, in dem die Finanzierung und die Vermögensanlage direkt über Aktien- und Anleihemärkte organisiert sind. Diese Vermutung ist empirisch jedoch nicht haltbar. Dies gilt auch für die Vorstellung, dass der positive Einfluss funktionsfähiger Finanzmärkte auf die wirtschaftliche Entwicklung ausschließlich für sich entwickelnde Ökonomien gelten würde. Die konkrete Organisation der Finanzintermediation sowie der Banken- und Finanzmarktaufsicht bilden in diesem Zusammenhang den institutionellen Hintergrund. Leistungsfähige Finanzsektoren der neuen Mitglieder können ihre reale Konvergenz fördern und die Durchführung von ausständigen Strukturreformen erleichtern.

## Wohlfahrtseffekte und Risiken integrierter Finanzmärkte bei heterogener Mitgliederstruktur

Historisch ging die Entwicklung von Finanzmärkten mit ihrer räumlichen Ausweitung einher. Mit der Osterweiterung vergrößert sich einerseits der EU-Finanzmarkt, andererseits werden die Finanzsektoren der künftigen Mitglieder in diesen integriert. In diesem Prozess entstehen zusätzliche Optionen der unternehmerischen Tätigkeit, der Finanzierung und der

Vermögensanlage, die auch mit zusätzlichen und neuen Risiken verbunden sind. Für die einzelwirtschaftlichen Akteure ergeben sich neue Anreizstrukturen. Sie entstehen durch eine Ausweitung des verfügbaren Pools an Ersparnissen, durch die zusätzlichen Möglichkeiten der Vermögensanlage, durch die Möglichkeit der Risikostreuung und -verringerng mittels Portfoliodiversifizierung, durch die Reduktion von Finanzierungskosten durch eine höhere Liquidität, durch die Erhöhung risikobereinigter Erträge sowie durch die Möglichkeit zur Stabilisierung von Einkommens-, Konsum- und Investitionsströmen.

Auch von funktionsfähigen segmentierten Finanzmärkten in einem abgeschlossenen Wirtschaftsraum wird Kapital gemäß Risiko-, Fristen- und Ertragspräferenzen alloziert, was die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt erhöht. Im Zuge der Finanzmarktintegration entstehen jedoch darüber hinausgehende Wohlfahrtseffekte (Dooley 1996, Eichengreen et al. 1998): Durch die Ausweitung des Aktivitätsraums von Investoren und Kreditnehmern kommt es zu einer effizienteren Kapitalallokation und zu einer überlegenen Verteilung und Verminderung von Risiken. Eine realwirtschaftliche Expansion ist unter sonst gleich bleibenden Bedingungen möglich, was die Wettbewerbsfähigkeit des gesamten Wirtschaftsraums fördert. Integrierte Finanzmärkte unterstützen also die Wohlfahrtseffekte internationaler Gütermärkte, während die inhärenten Risiken der Ausweitung demgegenüber auch wohlfahrtssenkende Effekte hervorbringen können. Dies wird immer dann der Fall sein, wenn Anreize existieren, die Kapitalfehlleitungen und -verzerrungen und/oder Korrekturen von Fehlentwicklungen über Währungs- und/oder Finanzmarktkrisen hervorrufen (Theurl 2001). Eine Quelle solcher Anreize ist eine asymmetrische Informationsverteilung in Kombination mit einer unzureichenden Banken- und Finanzmarktaufsicht (Theurl 1999). Es geht also immer um die Nettowohlfahrtseffekte integrierter Finanzmärkte im Vergleich zu segmentierten (Edison et al. 2002).

Im Kontext der EU-Osterweiterung sind diesbezüglich die aktuellen und die zukünftigen Mitglieder zu differenzieren. Für beide Gruppen ist der anstehende formelle Integrations-schritt mit einer Vergrößerung des Finanzraums verbunden, wodurch die zusätzlichen positiven Wohlfahrtseffekte möglich werden. Für beide Gruppen entsteht ein positiver Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung, der für die neuen Mitglieder wegen ihres Ausgangsniveaus wirksamer sein wird. Ihre Finanzsektoren werden durch den „Beitrittsschock“ einem zusätzlichen Wettbewerb ausgesetzt werden, der die institutionelle Konvergenz fördern wird. In diese Richtung wirkt auch die Übernahme des „acquis communautaire“. Muss davon ausgegangen werden, dass die institutionelle Konvergenz und die Integration der Finanzmärkte noch kein hinreichendes Ausmaß angenommen haben, werden für die derzeitigen EU-Mitglieder die zusätzlichen Risiken internationaler Finanzmärkte stärkeres Gewicht gewinnen.

#### Kapitalverkehrs- und Wechselkursregime als Voraussetzung für Finanzmarktintegration

Die Integration von Finanzmärkten verlangt institutionelle Voraussetzungen, die nicht nur auf den Kapitalmärkten zu schaffen sind. Auch die Devisenmärkte sind einzubeziehen, dies vor allem deshalb, weil ein großer Teil der EU heute bereits ein einheitliches Währungsgebiet darstellt. Die relevanten institutionellen Vorkehrungen sind die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme sowie die Wahl des Wechselkursregimes. Die Kapitalverkehrsrestriktionen sind in den Transformationsökonomien heute weitgehend abgebaut; mit dem Beitritt sind sie grundsätzlich nicht mehr zulässig. Bezüglich der Wahl des

Wechselkursregimes bestehen Freiheitsgrade, die im Zuge des Transformationsprozesses durch die Wahl unterschiedlicher Regime in Anspruch genommen wurden. Im Vorfeld des Beitritts empfiehlt die EZB eine Orientierung am Euro. Mit dem Beitritt ist die Wechselkurspolitik als Angelegenheit gemeinsamen Interesses zu betrachten, was nach wie vor Freiräume belässt. Allerdings wird erwartet, dass die neuen Mitglieder auch Mitglieder des Wechselkursmechanismus II werden und eine Vereinbarung über den Wechselkurs zwischen Euro und nationaler Währung abschließen. Die Entscheidung über den Leitkurs sowie über die Wahl der Bandbreite wird nicht losgelöst vom gewünschten Datum der Euro-Einführung getroffen werden. Sie hat Konsequenzen für das verbleibende Wechselkursrisiko und für die Höhe der Zinssätze, damit aber für die Integration der Finanzmärkte der Beitrittsländer in den Euro-Finanzmarkt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Glaubwürdigkeit eines Wechselkurszieles – eine notwendige Voraussetzung für die faktische Finanzmarktintegration – bei „Corner Solutions“ (Währungsunion, Currency Board) einfacher zu erreichen ist als bei „Mischsystemen“ (Frankel 1999), da den Akteuren in Ersteren die Hände gebunden sind.

Aktuell werden von Estland und Litauen ein auf dem Euro basierendes Currency Board praktiziert. Ein konventionelles Wechselkursziel definieren Lettland (in Sonderziehungsrechten) und Malta (Währungskorb mit hohem Euro-Anteil). In eine einseitige Bindung an den Wechselkursmechanismus II mit einer Schwankungsbreite von  $\pm 15\%$  wurden die ungarische Währung sowie das Zypern-Pfund eingebracht. Ein System des kontrollierten Floating verfolgen die Slowakei und Slowenien, während Polen und die Tschechische Republik in einem flexiblen Wechselkurssystem agieren (Europäische Zentralbank 2003: 131). In unterschiedlichem Ausmaß und zunehmend übernimmt der Euro im öffentlichen und im privaten Bereich bereits Funktionen, so auch auf den Finanzmärkten. Die informelle Integration der Beitrittskandidaten in den Euro-Währungsraum fördert einerseits auch ihre Integration in den EU-Finanzraum. Andererseits ist die Integration der Finanzmärkte in den EU-Finanzraum eine effektive Vorbereitung für die Integration in den einheitlichen Währungsraum.

#### Finanzmarktintegration als Voraussetzung für die monetäre Integration

Schließlich gewinnt die Finanzmarktintegration im Zuge der Osterweiterung einen zusätzlichen Stellenwert. Er entsteht daraus, dass die Europäische Union auch monetär integriert ist, also eine gemeinsame Währung und eine einheitliche Geldpolitik aufweist. Auch wenn die Beitrittsländer nicht sofort Mitglieder der Währungsunion werden, ist bereits im Vorfeld zu beachten, dass über den Finanzsektor die Transmission der geldpolitischen Impulse in die Realwirtschaft erfolgt. Unterschiedliche institutionelle Ausgestaltungen, Niveaus und Strukturen der Finanzmärkte der Mitgliedstaaten aktivieren daher erstens divergente Transmissionsmechanismen und rufen zweitens abweichende Effekte einer einheitlichen Geldpolitik im gemeinsamen Währungsraum hervor (BIS 1995, Cecchetti 1997, Ehrmann et al. 2001, Angeloni et al. 2002). Daraus folgt, dass der Finanzmarktstatus der Mitglieder die Effektivität der monetären Politik in der Währungsunion generell sowie in den einzelnen Mitgliedstaaten beeinflussen wird. Die Glaubwürdigkeit der EZB-Politik wird unmittelbar davon betroffen sein. Integrierte Finanzmärkte sind eine notwendige Voraussetzung für eine effektive und einheitlich wirkende monetäre Politik in einem Währungsraum, während segmentierte Finanzmärkte asymmetrische geldpolitische Impulse fördern. Für die meisten Beitrittsländer wirkte die nationale monetäre Politik bisher über den Wechselkurs-

kanal, während die EU-Geldpolitik ihre Wirkung über die Zinssätze entfaltet (Thimann 2002). Die integrationspolitische Schlussfolgerung besteht in der Forcierung der Finanzmarktintegration der Beitrittsländer vor der Übernahme des Euro.

#### 4 Finanzmarktstatus der Beitrittskandidaten

Die beitretenden Mitglieder haben die formalen Voraussetzungen bezüglich ihres Finanzmarktstatus erfüllt. Sie haben beachtliche Fortschritte bei ihren Finanzmarktreformen gemacht. Dennoch sind zwischen ihnen ebenso große Unterschiede festzuhalten wie zwischen den neuen und den bisherigen Mitgliedern. 2004 wird ein EU-Finanzraum mit heterogener Mitgliederstruktur entstehen. Dies kann an den im Folgenden skizzierten Merkmalen festgemacht werden (Thimann 2002, Deutsche Bundesbank 2003, Klein 2003). Vorweg soll festgehalten werden, dass bezüglich der Finanzmarktstrukturen auch Unterschiede zwischen den aktuellen Mitgliedstaaten der EU bestehen, auf die im Weiteren nicht eingegangen wird, wenn auf den Euroraum-Durchschnitt abgestellt wird.

##### Geringes Niveau der Finanzintermediation

Die Finanzintermediation der acht mittel- und osteuropäischen Beitrittsländer hat eine kurze Geschichte und bleibt unabhängig von den verwendeten Indikatoren deutlich hinter jenen der aktuellen Mitgliedstaaten zurück (Bundesverband deutscher Banken 2003). Die Größe des Bankensektors, operationalisiert als Bankenaktiva in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), beträgt im Euroraum 265 %, während die acht Transformationsökonomien Werte zwischen 100 % (Tschechische Republik) und 30 % (Litauen) aufweisen. Sie werden von Malta (230 %) und Zypern (240 %) klar übertroffen (Caviglia et al. 2002: 18). Die inländische Kreditvergabe (in Prozent des BIP) liegt bei allen beitretenden Volkswirtschaften unter 50 % der Volkswirtschaften des Euroraums (135 %). Ungarn, die Slowakische Republik, Estland, Slowenien und die Tschechische Republik stehen an der Spitze der Reihung, Litauen bildet den Abschluss. Bei Berücksichtigung der Kaufkraftparitäten steigen die Werte zwar bis auf 74 % des Euroraum-Durchschnitts. Werden allerdings die BIP-Relationen berücksichtigt, zeigen sich die geringen Volumina der Finanzintermediation deutlich. Dies gilt auch für die Bankeinlagen von Nichtbanken, die als Prozentsatz am BIP klar hinter dem Euroraum zurückbleiben. Dabei erreicht die Tschechische Republik jedoch allmählich EU-Größenordnungen, gefolgt von der Slowakischen Republik und Slowenien. Die übrigen Volkswirtschaften liegen unter der Hälfte der EU-Sätze, wobei Litauen auch hier das Schlusslicht bildet. Den unzureichenden Möglichkeiten der Banken, Ersparnisse in rentable Investitionen zu lenken, liegen unterschiedliche, auch länderspezifische Ursachen zugrunde: substituierende ausländische Kredite und Direktinvestitionen, fehlende Sicherheiten und Informationen von KMU, die vorangegangenen realwirtschaftlichen Einbrüche und Unternehmensinsolvenzen, Währungs- und Banken Krisen sowie eine unzulängliche rechtliche Infrastruktur.

Doch auch die direkte Finanzierung und Anlage auf Märkten weist ein geringes Niveau auf, was für Ökonomien dieses Typs kennzeichnend ist. Institutionelle Defizite in der Unternehmenskontrolle und -steuerung, eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Investoren und Kapitalnachfragern sowie der generelle Entwicklungsstand sind dafür verantwortlich.

Nur Polen und mit Abstand die Tschechische Republik und Ungarn weisen ein Volumen auf, das nicht vernachlässigbar ist. Die aggregierte Aktienmarktkapitalisierung der Beitrittsländer beträgt mit 65 Mrd. Euro (2002) etwa 2 % des Wertes im Euroraum. Dabei stammen 50 % der Aktienkapitalisierung der acht Volkswirtschaften aus Polen, das jedoch hinter Estland, Slowenien, Tschechien und Litauen zurückbleibt, wenn die Kapitalisierung als Anteil am BIP ausgedrückt wird. Diese reicht von 34 % in Estland bis zu 8 % in Lettland und beträgt insgesamt etwa ein Viertel der durchschnittlichen Kapitalisierung des Euroraums. Im Entwicklungsstand und Volumen der Aktienmärkte spiegeln sich auch die Privatisierungsstrategien der Transformationsökonomien. Die ersten Aktienmärkte entstanden im Zuge der Massenprivatisierungen in der Tschechischen und Slowakischen Republik. Dort verhinderte jedoch eine breite Streuung der Eigentümer eine hinreichende Liquidität sowie die Herausbildung einer wirksamen Unternehmenskontrolle, was bald zu einem Vertrauensverlust führte. Nachhaltiger war der Aufbau von Aktienmärkten in Estland, Polen und Ungarn. Dort korrespondierten die sukzessiven Unternehmensverkäufe mit dem Aufbau der institutionellen Infrastruktur (Definition der Verfügungsrechte, Konkursrecht, Einführung moderner Handelssysteme, Finanzmarktaufsicht, Börsenregeln). Die Bedeutung der Aktienmärkte ist in jenen Ökonomien am ausgeprägtesten, die die größten Fortschritte bei den Privatisierungsaktivitäten sowie bei den unternehmerischen Mikrostrukturen aufzuweisen haben. Die Aktienmarktkapitalisierung von Malta und Zypern liegt über jener der Transformationsökonomien, wobei nur Zypern an den Euroraum-Durchschnitt heranreicht. Die Ursachen der geringen Bedeutung von Aktienmärkten können darin gefunden werden, dass die Umstrukturierung des Unternehmenssektors, die Privatisierung sowie die Schaffung der institutionellen Infrastruktur viel Zeit in Anspruch nahm. Dazu kommt, dass ausländische Finanzierungsquellen zwar die wirtschaftliche Entwicklung förderten, den Aufbau eigener Finanzmarktstrukturen aber eher verzögerten. Auch die realwirtschaftlichen Probleme, Finanzkrisen sowie misslungene und verzögerte Privatisierungsaktionen trugen dazu bei. Die Privatisierung öffentlicher Banken und Unternehmen sowie die Zulassung ausländischer Investoren stellten Impulse für die Aktienmärkte dar. Es ist davon auszugehen, dass mit dem EU-Beitritt sowie mit den realen Entwicklungsfortschritten auch die Bedeutung der Aktienmärkte zunehmen wird. Es existiert jedoch nach wie vor institutioneller Handlungsbedarf bei der Einführung von Publizitäts-, Bilanzierungs- und Rechnungslegungspflichten im Unternehmenssektor sowie bei der Einführung internationaler Standards der Banken- und Finanzmarktaufsicht.

Noch rudimentärer sind die Anleihemärkte ausgeprägt. Eine disziplinierte Fiskalpolitik, das Fehlen verbriefungsfähiger Forderungen und die Entwertung der Schulden aus dem alten Regime haben dazu beigetragen. Sekundärmärkte für öffentliche Anleihen existieren nur in der Tschechischen Republik, in Ungarn und Polen. Infolge des Fehlens von Benchmark-Anleihen ist die Liquidität auf dem Markt für Unternehmensanleihen noch geringer. Es dominieren Anleihen mit kurzen Laufzeiten. Im Vorfeld des EU-Beitritts werden Anleihen aufgelegt, die auf ausländische Währungen lauten. Mit dem Fortschreiten der Struktur-reformen und dem nahenden Beitritt nehmen die Risikoprämien in den Renditen sukzessive ab. Es zeichnet sich ab, dass mit dem Aufbau der Alterssicherungssysteme Pensionsfonds und Lebensversicherungen für die Entwicklung der Kapitalmärkte Bedeutung gewinnen werden. Allerdings spielt dieses Marktsegment derzeit ausschließlich in Polen eine größere Rolle (Deutsche Bundesbank 2003: 44).

Insgesamt liegt also die Finanzintermediation sowohl über Banken als auch über Märkte deutlich hinter jener in den EU-Staaten zurück, was auch den unterschiedlichen Entwicklungsständen entspricht.

## Dominanz des Bankensektors

Dies gilt auch für die Dominanz der Banken über die Märkte. Wie ausgeführt, kann nicht von der Überlegenheit einer bestimmten Ausgestaltungsvariante ausgegangen werden. Entscheidend ist vielmehr, dass adäquate Finanzdienstleistungen zur Verfügung gestellt werden und dass die Funktionsfähigkeit gesichert ist. Werden für die Beitrittsstaaten die Bankkredite in Bezug zur Aktienkapitalisierung gesetzt, ergibt sich ein Koeffizient von 2,8. Er beträgt 1,8 im Euroraum und ist in Großbritannien und den USA noch deutlich geringer (Caviglia et al. 2002: 26). Dies bringt einerseits die typische Bankendominanz von sich entwickelnden Ökonomien (Rojas-Suarez 1994) und andererseits eine sich abzeichnende Konvergenz zu den Eurostaaten zum Ausdruck.

Im Rahmen des Transformationsprozesses wurden zweistufige Bankensysteme aufgebaut, wie sie für Marktwirtschaften typisch sind. Nicht in allen Beitrittsstaaten ist diese Aufgabe bereits abgeschlossen. Ein Gesamtbild bringt zum Ausdruck, dass inzwischen die Privatisierung der Geschäftsbanken weit fortgeschritten ist und dass sich mit Ausnahme von Slowenien ein hoher Anteil ausländischer Eigentümer herausgebildet hat. Darüber hinausgehend weisen die Bankensysteme meist einen hohen Konzentrationsgrad auf. Der durchschnittliche private Besitz liegt bei 85 %. In allen Ländern werden über 50 % von privaten Eigentümern gehalten. Mehr als zwei Drittel der Bankaktiva der beitretenden Staaten sind im Besitz von Banken aus dem EU-Ausland (Klein 2003, Gardó 2003, Franke 2003a, 2003b). Diese Strategie wurde verfolgt, um ausländisches Kapital und Know-how zu gewinnen. Lediglich Slowenien schirmte die heimischen Banken vor ausländischen Investoren ab (Perrin 2003). Diese Konstellation ist im Hinblick auf den EU-Beitritt finanzmarktintegrierend. Auch die Effizienz des Bankensektors und ihrer Intermediationsleistung ist inzwischen gestiegen. Die Spreads zwischen Kredit- und Einlagenzinsen haben sich in den meisten Beitrittsstaaten jenen des Euroraums angenähert.

Nach wie vor weisen manche Geschäftsbanken einen hohen Anteil notleidender Kredite aus, die im Zuge des Transformationsprozesses entstanden sind. Dies gilt vor allem für Polen und die Slowakische Republik. Inzwischen gelten die internationalen Standards der Risikovorsorge, und die Eigenkapitalanforderungen von „Basel I“ werden im Durchschnitt der einzelnen Beitrittskandidaten erfüllt. Der Finanzmarktaufsicht wird zunehmend Gewicht beigemessen. In Lettland und in Malta arbeiten eigene Aufsichtsbehörden, während in den übrigen Volkswirtschaften die Zentralbanken in diese Aufgabe eingebunden sind.

Insgesamt ist zu attestieren, dass die Finanzsektoren der zukünftigen Mitgliedsländer die grundlegenden Voraussetzungen für marktwirtschaftliche Finanzsysteme geschaffen haben. Ihrem relativen Entwicklungsstand und dem Stand des Transformationsprozesses entsprechend bleibt das Volumen der Finanzintermediation deutlich hinter dem entwickelter Ökonomien zurück. Dabei sind die Kapitalmärkte besonders „unterentwickelt“. Die Notwendigkeit der Institutionalisierung einer Bankenaufsicht gemäß internationalen Standards wird nicht in Zweifel gezogen. Weitere Fortschritte in Richtung leistungsfähiger Finanzsysteme sind auch von noch ausstehenden Reformen in anderen Bereichen wie der Corporate Governance, den Alterssicherungssystemen sowie von fiskalischen Reformen abhängig. Es kann jedoch vermutet werden, dass sich eine strukturelle Konvergenz in Richtung Finanzmärkte der EU abzeichnet, deren Entwicklungsstand jedoch noch lange nicht erreicht sein wird.



## Unzureichende Integration in den Euro-Finanzmarkt

Nun ist die Frage zu stellen, inwieweit die Finanzmärkte der Beitrittskandidaten bereits heute in den EU-Finanzraum integriert sind. Zur Operationalisierung der Finanzmarktintegration können unterschiedliche Indikatoren herangezogen werden, die alle ihre Schwächen aufweisen (Theurl 2001). Indikatoren der Regelebene setzen an Liberalisierungsmaßnahmen für den internationalen Kapitalverkehr und verbleibenden Restriktionen an. Den Indikatoren der Handelsebene ist gemeinsam, dass sie nicht Handlungsoptionen spiegeln, sondern einzelwirtschaftliche Entscheidungen oder deren Ergebnisse. Es werden unmittelbar Finanzierungs- oder Vermögensanlageentscheidungen oder deren Auswirkungen auf dem internationalen Finanzmarkt zum Ausdruck gebracht. Konkret geht es um Devisenmarktumsätze, die mit internationalen Kapitaltransaktionen verbunden sind, direkt um internationale Kapitalströme, Portfoliostrukturen (nach Währungen oder Schuldnern), internationale Zinsdifferenziale und die institutionelle und strukturelle Konvergenz der nationalen Finanzsektoren. Schließlich lassen sich Ergebnisindikatoren auf der Makroebene der Volkswirtschaften erheben: Leistungsbilanzsalden und Nettokapitalströme, Investitions- und Sparquoten sowie die internationale Korrelation von Einkommens- und Konsumströmen.

Die Indikatoren liefern ein eindeutiges Bild einer Integration, die bisher nur in Ansätzen verwirklicht ist. Dabei ist in Erinnerung zu rufen, dass auch in der EU die Finanzmarktintegration keine vollständige ist. Ein häufig verwendeter Integrationsindikator geht von der (gedeckten oder ungedeckten) Zinsparitätentheorie aus. Je geringer die Preisdiskrepanzen für vergleichbare Produkte unterschiedlicher Finanzräume sind, umso integrierter sind die Märkte. Abweichungen signalisieren Hemmnisse für grenzüberschreitende Finanztransaktionen, also Segmentierungen. Abweichungen von der Zinsparität spiegeln Risikoprämien für Ausfalls- und Wechselkursrisiken, durch Kapitalverkehrskontrollen bedingte Transaktionskosten sowie unvollkommene Märkte. Letztere können einen unterentwickelten Finanzsektor zum Ausdruck bringen, wie er derzeit für die Beitrittskandidaten kennzeichnend ist. Untersuchungen der Finanzmarktintegration der Beitrittskandidaten anhand der Zinsparitätentheorie liegen bisher für die Tschechische und die Slowakische Republik sowie für Polen und Ungarn vor (Hermann und Jochem 2003). Die Datenverfügbarkeit sowie die Liquidität der Geld- und Devisenmärkte der anderen Staaten reichen für eine Berücksichtigung nicht aus. Die wesentlichen Ergebnisse bestehen darin, dass von einer vollständigen Integration der Finanzmärkte dieser vier Beitrittsländer keinesfalls ausgegangen werden kann, dass diese aber zunimmt. Anlagen in den Beitrittsstaaten waren bisher profitabler als im Euroraum, wofür das Wechselkursrisiko, eine ineffiziente Finanzintermediation sowie vor kurzem noch bestehende Kapitalexportkontrollen als Ursachen festgemacht werden können (Deutsche Bundesbank 2003: 54). Der Kapitalverkehr ist inzwischen weitgehend liberalisiert. Prämien für das Wechselkursrisiko hängen von der Wahl des Wechselkursregimes im Umfeld des EU-Beitritts ab. Es ist jedoch davon auszugehen, dass noch ein längerer Zeitraum zu veranschlagen ist, in dem die Finanzmärkte der Beitrittskandidaten Unvollkommenheiten aufweisen werden. Sie werden eine vollständige Integration in den EU-Finanzraum auch nach dem Beitritt verhindern.

## 5 Fazit: Perspektiven und Handlungsbedarf

Leistungsfähige Finanzmärkte fördern die wirtschaftliche Entwicklung sowie Integrationsprozesse. Der Beitritt von Transformationsökonomien in die Europäische Union bedeutet

für diese eine neue Herausforderung. Trotz großer Fortschritte im Aufbau von marktwirtschaftlichen Finanzsektoren sind bei den Beitrittskandidaten diesbezüglich vielfältige Defizite zu konstatieren. Sie haben zur Folge, dass eine effiziente Finanzintermediation heute noch nicht gewährleistet ist. Eine Integration in den EU-Finanzraum ist auch aus diesem Grund bisher nur in Ansätzen erfolgt. Da es heute nicht mehr darum geht, Beitrittsvoraussetzungen zu definieren, ist unter Berücksichtigung des Finanzmarktstatus nach den Perspektiven zu fragen.

Die Wohlfahrtseffekte entwickelter Finanzmärkte, die durch ihre Integration noch erhöht werden, werden sich sowohl für die aktuellen als auch für die zukünftigen Mitglieder erst sukzessive mit den Intermediationsfortschritten der ost- und mitteleuropäischen Volkswirtschaften ergeben. Die realwirtschaftlichen Potenziale werden sich mit Verzögerung erschließen. Falls der aktuelle Finanzmarktstatus der neuen Mitglieder sie für Finanzkrisen anfällig machen sollte, werden davon auch die entwickelten Mitgliedstaaten betroffen. Die Unsicherheit über den richtigen Wechselkurs könnte dazu führen, dass in zeitlicher Nähe zur Entscheidung des Wechselkursregimes Druck in den Euro-Segmenten des Devisenmarktes entsteht. Insgesamt kann die Wahrscheinlichkeit solcher Fehlentwicklungen jedoch als gering eingeschätzt werden.

Es ist davon auszugehen, dass sich im EU-Wirtschaftsraum einerseits ein Wettbewerbs- und Anpassungsdruck auf die Finanzinstitute der mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten ergeben wird und andererseits dieser Prozess auch durch die neu verfügbaren Optionen beschleunigt wird. Dazu kommen die formellen Vorgaben der Finanzmarktregulierung. Der Beitritt kann also den Aufbau einer effizienten Finanzintermediation sowie die Zunahme der Liquidität in den einzelnen Marktsegmenten unterstützen. Dies wird jedoch nur unter bestimmten Voraussetzungen eintreten, die gleichzeitig als aktueller Handlungsbedarf zu interpretieren sind. Die verbleibende Zeit ist von den Beitrittskandidaten zur weiteren Verbesserung der Aufsicht ihres bankdominierten Systems zu nutzen. Die langsamen Fortschritte beim Aufbau funktionierender Kapitalmärkte sind auch auf noch nicht abgeschlossene Mikroreformen im Bereich Corporate Governance und Marktverfassung sowie der institutionellen Infrastruktur der Ökonomien zurückzuführen. Sie sind voranzutreiben. Insbesondere sind die internationalen Standards der Banken- und Finanzmarktaufsicht, die inzwischen verfügbaren Kodizes der Corporate Governance, Formen einer zeitgemäßen Unternehmenssteuerung, vor allem ein effektives Risikomanagement, sowie adäquate Finanzmarktinstrumente einzuführen bzw. weiterzuentwickeln.

Die Wahl des adäquaten Wechselkurses zum Euro beeinflusst die Wettbewerbsfähigkeit der neuen Mitglieder sowie die Perspektive ihrer Finanzmarktintegration. Es ist darauf zu achten, dass diese Entscheidung nicht primär aufgrund kurzfristiger Aspekte der preislichen Wettbewerbsfähigkeit getroffen wird. Mit der EWU-Perspektive wird der Anpassungsdruck im Hinblick auf die Reformen auf den Finanzmärkten noch stärker werden. Während sich eine ineffiziente Finanzintermediation vorerst in der Form auswirken wird, dass Wohlfahrtspotenziale nicht sofort genutzt werden können, kann sie die Gestaltung und Wirksamkeit der gemeinsamen Geldpolitik, die Glaubwürdigkeit der EZB und den Wechselkurs des Euro negativ beeinträchtigen. Daraus ist abzuleiten, dass der Eintritt der neuen Mitglieder in die Währungsunion nicht stattfinden darf, bevor sie entwickelte Finanzmärkte vorzuweisen haben, die dann bereits deutlich stärker in den EU-Finanzraum integriert sein werden, als dies heute der Fall ist. Die Perspektive der EU-Mitgliedschaft hat die Transformationsprozesse beschleunigt und erleichtert. Ebenso kann die EU-Mitglied-

schaft die Schaffung der Voraussetzungen für den Eintritt in die Euro-Währungsunion unterstützen, nicht jedoch ersetzen.

## Literaturverzeichnis

- Aizenman, Joshua (2002): *Financial Opening: Evidence and Policy Options*. NBER Working Paper 8900. London.
- Allen, Franklin und Douglas Gale (2000): *Comparing Financial Systems*. Cambridge, The MIT Press.
- Angeloni, Ignazio et al. (2002): *Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand*. ECB Working Paper 114. Frankfurt a. M.
- BIS (1995): *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*. Basel.
- Buch, Claudia (2001): *Financial Market Integration in a Monetary Union*. Kiel Working Paper 1062. Kiel.
- Bundesverband deutscher Banken (2003): *Geld- und währungspolitische Konsequenzen der EU-Erweiterung*. Berlin.
- Cabral, Ines, Frank Dierick und Jukka Vesala (2002): *Banking Integration in the Euro Area*. European Central Bank Occasional Paper Series 6. Frankfurt a. M.
- Caviglia, Giacomo, Gerhard Krause und Christian Thimann (2002): Key Features of the Financial Sectors in EU Accession Countries. In: Christian Thimann (Hrsg.): *Financial Sectors in EU Accession Countries*. Frankfurt a. M., Europäische Zentralbank, 15–30.
- Cecchetti, Stephen (1999): Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Mechanism. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 5 (2), 9–28.
- Deutsche Bundesbank (2003): Die Finanzmärkte in den mittel- und osteuropäischen Ländern vor dem Beitritt zur EU. *Monatsbericht*, 55 (7), 39–56.
- Dooley, Michael (1996): A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions. *IMF Staff Papers*, 43, 639–667.
- Edison, Hali et al. (2002): *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis*. NBER Working Paper 9100. London.
- Ehrmann, M. et al. (2001): *Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area*. ECB Working Paper 105. Frankfurt a. M.
- Eichengreen, Barry et al. (1998): *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*. IMF Occasional Paper 172. Washington, D.C.
- Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (2001): Die EU-Wirtschaft: Jahresbilanz 2001. Investitionen in die Zukunft. *Europäische Wirtschaft*, Nr. 73.
- Europäische Zentralbank (2003): Jahresbericht 2002. Frankfurt a. M.
- Franke, Dirk (2003a): Bankenmärkte Mittel- und Osteuropas (I): Polen – das Schwergewicht. *Die Bank*, 3, 151–155.
- Franke, Dirk (2003b): Bankenmärkte Mittel- und Osteuropas (IV): Tschechien – der Spätstarter. *Die Bank*, 6, 368–371.
- Frankel, Jeffrey (1999): *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*. NBER Working Paper 7338. London.
- Gardó, Sándor (2003): Bankenmärkte Mittel- und Osteuropas (III): Slowakei – vom Nachzügler zum Musterschüler? *Die Bank*, 5, 326–330.
- Hermann, Sabine und Axel Jochem (2003): *Die internationale Integration der Devisenmärkte in den mittel- und osteuropäischen Beitrittsländern: Spekulative Effizienz, Transaktionskosten und Wechselkursprämien*. Diskussionspapier des Volkswirtschaftlichen Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank Nr. 8. Frankfurt a. M.

- Klein, Dietmar (2003): *Die Bankensysteme in Mittel- und Osteuropa*. Frankfurt a. M., Fritz Knapp Verlag.
- Levine, Ross (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 688–726.
- Perrin, Lisa (2003): Bankenmärkte Mittel- und Osteuropas (V): Slowenien – gerüstet für den Wettbewerb? *Die Bank*, 7, 439–443.
- Rojas-Suarez, Liliana und Steven Weisbrod (1994): *Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges*. IMF Working Paper. Working Paper 117. Washington, D.C.
- Theurl, Theresia (1997): Monetäre Transformation: Konsistenzfallen einer sich wandelnden Wirtschaftsordnung. In: Dieter Cassel (Hrsg.): *Institutionelle Probleme der Systemtransformation*. Berlin, Duncker & Humblot, 141–163.
- Theurl, Theresia (1999): Mikroaspekte von Währungskrisen: Herausforderungen für Währungstheorie und Wirtschaftspolitik. *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 44, 235–254.
- Theurl, Theresia (2001): International Mobiles Kapital. In: Theresia Theurl et al. (Hrsg.): *Globalisierung*. Tübingen, Mohr Siebeck, 58–92.
- Thimann, Christian (Hrsg.) (2002): *Financial Sectors in EU Accession Countries*. Frankfurt a. M., Europäische Zentralbank.