

## Konjunkturausblick auf 1996

### Vorbemerkung

Das IWH reicht dem Leserkreis von „Wirtschaft im Wandel“ seinen Mitte Dezember der Presse übermittelten Konjunkturausblick nach. Er stützt sich auf Ausgangswerte für 1995, die bei der Abgabe der Prognose Schätzungen über den Verlauf der Konjunktur im letzten Quartal enthielten. In der Zwischenzeit hat das Statistische Bundesamt erste vorläufige Ergebnisse zur Höhe und Zusammensetzung des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1995 veröffentlicht. Sie bestätigen in weiten Teilen die Hochrechnungen des IWH, so daß der Jahresausblick mit Stand Dezember im wesentlichen aufrechterhalten werden kann. Bei den Verwendungskomponenten mit an sich nicht tolerierbaren Abweichungen vom amtlichen Jahresergebnis wurde aufgrund der vom Statistischen Bundesamt wegen der eingeräumten größeren Unsicherheiten als in früheren Jahren und der angekündigten „größeren als sonst üblichen Korrekturen“ gegenwärtig bewußt auf voreilige mechanische Anpassungen der Daten verzichtet.

### Die Entwicklung im Überblick

Die deutsche Konjunktur hat 1995 erheblich mehr als erwartet an Schwung verloren. Das Bruttoinlandsprodukt ist im Vergleich zum Vorjahr nur um knapp 2 vH angestiegen. Vor allem das zweite Halbjahr, in dem die belastenden Faktoren, wie die Verfestigung der Aufwertung der D-Mark und die hohen Tarifabschlüsse, ihre Wirkung sichtbar entfaltet haben, stand im Zeichen eines stark gedrosselten Tempos. Dank des Wachstumsbeitrages der neuen Länder wurde ein stärkeres Abgleiten der gesamtdeutschen Produktion aufgehalten.

Der Übergang von der Auslands- zur Binnen- nachfrage als Konjunkturstütze gestaltet sich damit schwieriger und langwieriger als bisher angenommen. Die Ausrüstungsinvestitionen, der Hoffnungsträger für die Fortsetzung des Aufschwungs, erfüllten die Erwartungen trotz des im Jahresverlauf weiter deutlichen Rückgangs der Kapitalmarktzinsen nicht. Die Zurückhaltung der Investoren war stärker als es im Hinblick auf die

Gesamtwirtschaftliche Eckdaten der IWH-Prognose für Deutschland 1995/1996

	Nachrichtlich Ist 1995 <sup>b</sup>	1995	1996
	reale Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH		
Privater Verbrauch	1,3	1,4	2,0
Staatsverbrauch	2,0	1,8	1,9
Anlageninvestitionen	1,8	1,1	0,0
- Ausrüstungen	1,5	1,5	1,0
- Bauten	1,9	0,8	- 0,7
Inlandsverwendung	1,8	1,8	1,5
Ausfuhr	3,7	2,9	3,4
Einfuhr	3,1	2,6	3,0
Bruttoinlandsprodukt	1,9	1,9	1,6
- Westdeutschland	1,5	1,5	1,2
- Ostdeutschland	6,3	6,0	4,8
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH		
Verfügbares Einkommen	3,3	3,5	4,5
- Westdeutschland	-	3,3	4,5
- Ostdeutschland	-	4,3	5,4
Verbraucherpreise	2,0	2,0	2,2
- Westdeutschland	-	1,9	2,2
- Ostdeutschland	-	2,4	2,4
	in Mio. Personen		
Erwerbstätige (Inland)	34.877	34.900	34.900
- Westdeutschland	28.461	28.450	28.430
- Ostdeutschland	6.416	6.450	6.470
Arbeitslose	3.609	3.600	3.530
- Westdeutschland	-	2.560	2.520
- Ostdeutschland	-	1.040	1.010
	in vH		
Arbeitslosenquote <sup>a</sup>	9,4	9,3	9,2
- Westdeutschland	-	8,3	8,2
- Ostdeutschland	-	13,3	12,9

<sup>a</sup> Arbeitslose in vH der Erwerbspersonen

<sup>b</sup> Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung vom 11.01.1996

Exportaussichten und die Gewinnentwicklung möglichst schien. Die den privaten Verbrauch anregenden steuerlichen Entlastungen zu Beginn des Jahres 1996 haben bislang wegen der im Konsumgütersektor noch vorhandenen Kapazitätsreserven

kaum Anlaß zu Erweiterungsinvestitionen gegeben. Der Wegfall der Bauinvestitionen als Konjunkturstütze war dagegen angesichts der auslaufenen Förderprogramme im Wohnungsbau sowie der knappen öffentlichen Kassen absehbar. Das schwache Produktionswachstum fand seinen Niederschlag auf dem Arbeitsmarkt. Die Wende zu mehr Beschäftigung ist ausgeblieben. Zwar hat sich der Beschäftigungsaufbau in den neuen Ländern fortgesetzt, er konnte jedoch den Arbeitsplatzverlust im früheren Bundesgebiet nicht kompensieren.

1996 ruhen die Hoffnungen für die Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs vor allem auf dem privaten Verbrauch. Trotz der steuerlichen Entlastungen ist jedoch nach den inzwischen angekündigten Erhöhungen der Beitragssätze für die Pflege-, Renten- und Krankenversicherungen nur mit einem verhaltenen Anstieg der Konsumausgaben der privaten Haushalte zu rechnen. Da auch die Anlageinvestitionen hinter den Erwartungen zurückbleiben, wird sich das Wachstumstempo der gesamtwirtschaftlichen Produktion zunächst weiter abschwächen und niedriger sein als in den bisherigen Prognosen vorausgesagt. Erst im späteren Verlauf des Jahres ist dank der erneuten Belebung der Ausfuhren im Sog der Weltkonjunktur mit einer Beschleunigung des Produktionsanstiegs zu rechnen.

Belastungen, wie sie im Frühjahr 1995 aufgetreten sind, sollten sich 1996 nicht wiederholen. Gefahren für ein Abdriften der Konjunktur in die Rezession bestehen solange nicht, wie die Wirtschaftspolitik alles unterläßt, was einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen Vorschub leisten könnte. Insbesondere die Finanzpolitik sollte eine konjunkturbedingte Erhöhung des Haushaltsdefizits durch geringere Steuereinnahmen und Mehrausgaben im sozialen Bereich nicht zum Anlaß nehmen, den Sparkurs zu verschärfen. Um einer weiteren konjunkturellen Abschwächung entgegenzuwirken, ist vor allem von Steuererhöhungen abzusehen. Im Gegensatz zu den hohen Lohnabschlüssen in diesem Jahr sollten die Tarifparteien 1996 die angekündigte Kurskorrektur umsetzen. Da die Wirkungskraft der Geldpolitik derzeit eingeschränkt ist, dürfte sich aus der letzten monetären Lockerung insgesamt keine spürbare Entlastung für die Konjunktur ergeben. Von der

Reduzierung der Geldmarktzinsen seitens der Bundesbank sollten keine nennenswerten Auswirkungen auf die Kapitalmarktzinsen erwartet werden. Die konjunkturellen Risiken aus der Aufwertung der D-Mark können von der deutschen Geldpolitik nicht aufgelöst werden.

### *Die Entwicklung im einzelnen*

Der **private Verbrauch** hat sich 1995, wie nach der Wiedereinführung des Solidaritätszuschlages erwartet, nicht merklich erhöht. Der unerwartet hohe Anstieg der Konsumausgaben im 2. Quartal 1995 hat sich im weiteren Verlauf des Jahres nicht fortgesetzt. Im nächsten Jahr wird der private Verbrauch an Schwung gewinnen und die Konjunktur in Deutschland stützen.

Insgesamt dürfte der private Verbrauch 1996 aber die noch im Herbst dieses Jahres an ihn geknüpften Hoffnungen nicht erfüllen. Ausschlaggebend hierfür sind die angesichts der flauen Konjunktur zu erwartenden und von den Gewerkschaften signalisierten niedrigeren Tarifabschlüsse sowie die für das Jahr 1996 angekündigte Erhöhung der Beitragssätze in der Renten-, Pflege- und nun auch in der Krankenversicherung. Diese wirken dem Entlastungseffekt aus der steuerlichen Freistellung des Existenzminimums und der Änderung des Familienleistungsausgleichs entgegen. Dennoch werden die Nettoeinkommen aus unselbständiger Arbeit nach einer verhaltenen Entwicklung im Jahr 1995 im nächsten Jahr um 3,5 vH spürbar ansteigen. Die staatlichen Einkommensübertragungen dürften aufgrund der geringfügigen Steigerung der Altersrenten sowie der angekündigten Einsparungen bei der Arbeitslosenhilfe vergleichsweise schwach zunehmen. Auch im nächsten Jahr werden die entnommenen Gewinne und Vermögenseinkommen die Einkommenskomponente mit der höchsten Dynamik bleiben.

Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte werden alles in allem um einen Punkt schneller als 1995 anwachsen. Der Angleichungsprozeß bei den verfügbaren Einkommen zwischen den privaten Haushalten in Ost und West setzt sich in kleinen Schritten stetig fort.

Der größere finanzielle Spielraum wird von den privaten Haushalten genutzt werden, ihre Ersparnisse wieder aufzustocken und zugleich ihren Konsum etwas auszuweiten. Nach dem Rückgang

der Sparquote 1994 und der Stagnation 1995 wird im nächsten Jahr ein leichter Anstieg erwartet. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe dürfte auch 1996 moderat bleiben, so daß der reale private Verbrauch um 2 vH ansteigt.

Der **Staatsverbrauch** wird im Jahr 1996 weiter zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts beitragen, obwohl die Gebietskörperschaften ihren Sparkurs fortsetzen. Die Leistungen von Bund, Ländern und Gemeinden für die Allgemeinheit werden 1996 stagnieren. Die Sachaufwendungen dürften wie im laufenden Jahr deutlich zurückgeführt werden, die Aufwendungen für Löhne und Gehälter werden im kommenden Jahr nur geringfügig zunehmen. Vor allem die Länder und Gemeinden in den neuen Bundesländern werden den eingeschlagenen Weg des Personalabbaus fortsetzen, allerdings nicht im gleichen Tempo wie in den vorangegangenen Jahren. Der Beschäftigungsrückgang in den ostdeutschen Gebietskörperschaften dürfte indes nicht zu größeren Einsparungen führen, da diese durch die Angleichung der Tarife kompensiert werden. Dagegen wird der öffentliche Verbrauch der Sozialversicherungen 1996 mit 5 vH deutlich zunehmen. Dafür zeichnet der kräftige Zuwachs bei den Sachaufwendungen verantwortlich. Zu erklären ist diese Entwicklung mit den zu erwartenden Mehraufwendungen im Gesundheitswesen und mit der Einführung der zweiten Stufe der Pflegeversicherung, die zum 1. Juli 1996 in Kraft tritt.

In den ersten beiden Quartalen dieses Jahres stagnierten die **Ausrüstungsinvestitionen** saisonbereinigt, im dritten Quartal sind sie sogar regelrecht eingebrochen. Infolge der Wiedereinführung des Solidaritätszuschlages, der starken Beschleunigung der Lohnzuwächse gegenüber 1994 und schließlich der sich verfestigenden Aufwertung der D-Mark haben die Gewinnerwartungen der Unternehmen fortdauernd unter Druck gestanden. Selbst alle belastenden Faktoren zusammengenommen können jedoch nicht die Anzeichen einer Investitionsschwäche verdecken.

Die Frühindikatoren ergeben noch kein widerspruchsfreies Bild für die weitere Entwicklung. Während die Auftragseingänge im westdeutschen verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal saisonbereinigt nicht weiter zurückgegangen sind, zeigen Auftragseingang und Kapazitätsauslastung im

Vorproduktebereich weiter eine deutlich fallende Tendenz. Der starke Rückgang der Auftragseingänge im ostdeutschen verarbeitenden Gewerbe kann auf eine Korrekturbewegung im Investitionsgütergewerbe zurückgeführt werden, die nach den Großaufträgen aus dem Verkehrssektor im vorangegangenen Quartal zu erwarten war. Für das Jahr 1996 wird für die gesamtdeutschen Ausrüstungsinvestitionen noch ein Wachstum von 1 vH erwartet - bei einer leichten Beschleunigung im Verlauf. Die Investoren werden die anregenden Wirkungen der für 1996 vorgesehenen Entlastungen des privaten Verbrauchs in ihren Planungen berücksichtigen. Außerdem stehen im Frühjahr deutlich niedrigere Lohnabschlüsse und Zinsen in Aussicht.

Belastet wird die gesamtdeutsche Konjunktur durch die Entwicklung der **Bauinvestitionen**. Nach einem Zuwachs von etwa 1 vH in diesem Jahr werden sie 1996 um 1 vH zurückgehen. Die Investitionen in den Wohnungsbau werden sich im gleichen Ausmaß verringern. Die Entwicklung wird regional völlig unterschiedlich verlaufen. Daß der gesamtdeutsche Wohnungsbau die Konjunktur nicht stärker belasten wird, ist der Entwicklung in Ostdeutschland zu verdanken. Die Neubautätigkeit wird dort von Vorzieheffekten in Hinblick auf die Kürzung der Sonderabschreibungen gestützt werden. Bei den gesamtdeutschen öffentlichen Bauinvestitionen muß für das kommende Jahr mit einer beträchtlichen Abnahme gerechnet werden. Es ist zu befürchten, daß besonders die Gemeinden ihre investiven Ausgaben parallel zu den konjunkturbedingten niedrigeren Steuereinnahmen zurücknehmen werden. Die gewerbliche Bautätigkeit wird dagegen mit etwa 1 vH Wachstum stabilisierend auf die Bauinvestitionen wirken. Diese Wirkung ist jedoch in erster Linie Vorzieheffekten in Hinblick auf die Kürzung der Sonderabschreibungen in Ostdeutschland zu Jahresbeginn 1997 zu verdanken.

Die deutsche **Ausfuhr** hat im Laufe des Jahres 1995 spürbar an Dynamik verloren. Dazu beigetragen haben mit der erwarteten Wirkungsverzögerung die verfestigte Aufwertung der D-Mark und die etwas langsamere Gangart der Konjunktur in den Industrieländern. Die Exportunternehmen haben Preiszugeständnisse und eine Verringerung der Gewinnmargen eher in Kauf genommen als die Aufgabe von Marktanteilen. Für 1996 bleiben die

Exportaussichten optimistisch, wenn auch lange nicht mehr so hoffnungsvoll wie noch zur Mitte des Jahres. Mit der teilweisen Rückbildung des hohen Außenwertes der D-Mark und weiteren positiven Impulsen von der Weltkonjunktur werden die Dämpfungseffekte auf die deutsche Ausfuhr allmählich nachlassen, so daß im Laufe des nächsten Jahres deren Expansionstempo wieder zunimmt, gegen Ende des Jahres wesentlich stärker als noch zu Beginn.

Die **Importe** sind im Laufe dieses Jahres gesunken, obwohl die Importkonkurrenz aufgrund der gestiegenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit von Angeboten aus den Weichwährungsländern größer geworden ist. Insgesamt sollten die Einfuhren 1996 langsamer steigen als die Ausfuhren, so daß eine leichte Verbesserung des Außenbeitrages im nächsten Jahr eintreten wird.

Die gesamtwirtschaftliche **Produktion** Deutschlands ist 1995 um fast 2 vH gestiegen, das Wachstum hat sich jedoch im Jahresverlauf deutlich abgeschwächt. Insbesondere die Industrieunternehmen mußten dabei nach der Erholung im vergangenen Jahr ihre Produktion wieder deutlich einschränken. Das Produktionsvolumen in der Industrie dürfte damit zum Jahresende lediglich noch um 1,5 vH den tiefsten Stand der vergangenen Rezession übertreffen. Auch wenn die Industrieproduktion im Frühjahr 1996 wieder auf diesen Tiefpunkt absinkt, sollte sie sich im Jahresverlauf angesichts der günstigeren konjunkturellen Rahmenbedingungen um reichlich 1,5 vH erholen. Die gesamtwirtschaftliche Produktionsentwicklung wird sich trotz der rückläufigen Bautätigkeit im Jahresverlauf 1996 wieder spürbar beschleunigen und im zweiten Halbjahr auf 3 vH ansteigen. Sie ist jedoch nicht kräftig genug, um die Wachstumsrate des Vorjahres zu übertreffen.

Auch in Ostdeutschland hat die konjunkturelle Flaute deutliche Bremsspuren hinterlassen. So betrug die Produktionsausweitung in der Industrie im Jahresverlauf lediglich noch etwa 6 vH nach 16 vH im Vorjahr. Allein auf konjunkturelle Ursachen läßt sich dieser drastische Rückgang nicht zurückführen. Auch im kommenden Jahr dürfte sich die Industrieproduktion bei sich im Jahresverlauf verbessernder konjunktureller Lage kaum stärker als in diesem Jahr ausweiten. Diese Abflachung

schlägt sich auch in der gesamtwirtschaftlichen Produktionsentwicklung nieder, die 1996 sowohl im Jahresdurchschnitt als auch im Verlauf nur noch um knapp 5 vH zulegen wird.

Das schwache Produktionswachstum wird den **Arbeitsmarkt** nicht entlasten.

1996 wird der Rückgang der Erwerbstätigkeit in Westdeutschland im Vergleich zum Vorjahr zunehmend abflachen. Jahresdurchschnittlich dürften weitere 20.000 Arbeitsplätze abgebaut werden. Zum einen werden wegen der geringen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion keine Impulse auf die Arbeitsnachfrage in Westdeutschland im nächsten Jahr ausgehen. Zum anderen dürften die Unternehmen die zurückliegenden Lohnabschlüsse sowie die Aufwertung der D-Mark zum Anlaß nehmen, ihre Rationalisierungsbemühungen fortzusetzen.

In Ostdeutschland ist im kommenden Jahr nur noch mit einem moderaten Zuwachs an Beschäftigung zu rechnen. Zur Verlangsamung des Beschäftigungsanstiegs trägt auch der durch das vereinbarte Angleichungstempo des Lohnniveaus vorgezeichnete Lohnzuwachs bei. Dies führt letztlich dazu, daß in Ostdeutschland die Lohnstückkosten von 1994 bis 1996 nahezu unverändert um 32 vH über dem westdeutschen Vergleichswert liegen.

Die Arbeitslosigkeit in Deutschland bildet sich nur langsam zurück. Während in Westdeutschland 1995 im Jahresdurchschnitt die Arbeitslosenzahl auf dem Niveau des Vorjahres verharrt, geht diese mit fortschreitender wirtschaftlicher Erholung in Ostdeutschland um mehr als 100.000 Personen zurück. 1996 ist mit einem - wenn auch moderaten - Rückgang der Arbeitslosigkeit zu rechnen.

Beschäftigungsfördernde Maßnahmen decken in den neuen Bundesländern nach wie vor einen beachtlichen Anteil der Erwerbstätigkeit ab. Knapp 5 vH der Erwerbstätigen befanden sich 1995 in AB-Maßnahmen. 1996 ist mit einem leichten Rückgang der Zahl der ABM-Beschäftigten zu rechnen. Dies gilt auch für die Zahl der an Fortbildung und Umschulung teilnehmenden Personen. In den alten Bundesländern werden arbeitsmarktpolitische Maßnahmen im kommenden Jahr dagegen verstärkt im Bereich der Fortbildung und Umschulung angesiedelt sein.

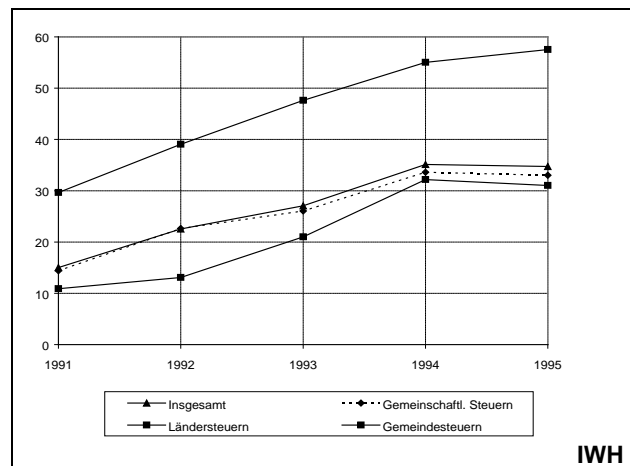
## Länderfinanzausgleich - hohe Abhängigkeit der neuen Länder

Die Finanzausstattung der neuen Länder mit eigenen Mitteln war 1995 wie in den Vorjahren schwach, so daß sie nach wie vor zur Erfüllung ihrer Aufgaben auf Zuwendungen von außen, d.h. Bund und Ländern, angewiesen sind. Die Aufbringung dieser Mittel erfolgt seit 1995 über den neueregelten Länderfinanzausgleich, der für die neuen Länder bis dahin nur sehr eingeschränkt zur Anwendung kam und ein vergleichsweise geringes Volumen aufwies. Um einen weitgehenden Ausgleich der unterschiedlichen Finanzkraftverhältnisse zu erreichen, wurde das Finanzausgleichsvolumen erheblich aufgestockt. So betrug der Anteil der Finanzausgleichszahlungen mehr als ein Drittel der gesamten Einnahmen.

Mit dem Instrument des bundesstaatlichen Finanzausgleichs sollen die Länder in die Lage versetzt werden, ihren Bürgern ein in etwa gleiches Niveau an öffentlichen Leistungen bereitzustellen. Um dieses Ziel zu erreichen, wird das finanzwirtschaftliche Gefälle zwischen den einzelnen Bundesländern bis zu einem gewissen Maße ausgeglichen. Die Regeln des Finanzausgleichs sehen dafür vor, die unterschiedlichen Pro-Kopf-Steueraufkommen in den einzelnen Bundesländern auf einen einwohnerbezogenen Durchschnittswert innerhalb eines Angleichungskorridors anzuheben oder zu senken, damit alle Länder über ein in etwa gleiches Steueraufkommen pro Kopf verfügen können und in der Lage sind, ein vom Finanzvolumen her gleiches Angebot an öffentlichen Gütern bereitzustellen. Die dafür erforderlichen Einnahmen der ostdeutschen Länder waren und sind, gemessen an den Einnahmen westdeutscher Länder, äußerst gering. So betrug das Steueraufkommen pro Kopf in den neuen Ländern im Jahre 1991 insgesamt (Gemeinschaftsteuern, Ländersteuern und Gemeindesteuern) nur 15 vH des Westniveaus, bezogen auf die Ländersteuern knapp 30 vH (vgl. Abbildung). Eine sofortige Einbeziehung der neuen Länder in den Länderfinanzausgleich war allein aus politisch-administrativen Gründen nicht möglich. Auch wären die alten Länder in ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit überfordert gewesen, da sich ausnahmslos alle Empfänger unter den westdeutschen Ländern Zahlungsverpflichtungen

gegenübergesehen hätten. Zur Verbesserung der Finanzausstattung der neuen Länder wurde statt dessen der Fonds „Deutsche Einheit“ zu ihrer wichtigsten Finanzierungsquelle. Dieser Fonds war mit insgesamt 160,7 Mrd. DM ausgestattet. Rund 66 Mrd. DM wurden dabei von Bund und Ländern getragen, 95 Mrd. DM wurden über Kapitalmarktkredite aufgebracht.

Abbildung:  
Steuerkraft pro Kopf<sup>a</sup>  
- Ost in vH von West -



<sup>a</sup> Ohne Bundessteuern, Zölle und Steuern vom Umsatz.

Quelle: Bundesministerium der Finanzen, Arbeitskreis „Steuerschätzungen“, Berechnungen des IWH.

Nach Auslaufen dieses Fonds mußten die föderalen Finanzbeziehungen neu geregelt werden. Dabei blieb das bisherige Finanzausgleichssystem im wesentlichen erhalten, allerdings mit einer anderen Gewichtung. Dieses System läßt sich in vier Stufen zerlegen:<sup>1</sup>

- vertikale Steuerverteilung,
- horizontale Steuerverteilung,
- Länderfinanzausgleich i. e. S.,
- vertikaler Finanzausgleich.

### Erste Stufe: Vertikale Steuerverteilung

Auf dieser Stufe geht es um die Verteilung der verschiedenen Steuern auf die einzelnen föderalen

<sup>1</sup> Das System des Länderfinanzausgleichs hat eine Reihe von formalen Kriterien zu erfüllen. Neben der allgemeinen Verständlichkeit und der Transparenz sind vor allem die Widerspruchsfreiheit der Regelungen sowie die Konstanz der Länderreihenfolge bezüglich der Finanzkraft je Einwohner von Bedeutung.

Ebenen. Im Rahmen der vertikalen Steuerverteilung fließen in einem sog. Verbundsystem mit Ausnahme der Mineralölsteuer die vom Aufkommen bedeutendsten Steuern (Umsatzsteuer, Lohn- und Einkommensteuer sowie Körperschaftsteuer) Bund und Ländern gemeinsam zu. Die Verteilung der Umsatzsteuer stellt dabei das variable Element dar. Diese hat sich seit 1991 einige Male geändert. Von 35 vH in den Jahren 1991 und 1992 über 37 vH in den Jahren 1993 und 1994 stieg der Anteil der Länder an der Umsatzsteuer 1995 auf 44 vH. Dadurch erhöhte sich das Umsatzsteueraufkommen der Länder um knapp 16,5 Mrd. DM. In diesem Jahr erhöht sich der Länderanteil als Reflex auf die Neuregelungen des Jahressteuergesetzes 1996 nochmals (auf 49,5 vH). Dies vermindert den Bundesanteil an der Umsatzsteuer nochmals um etwa 14 Mrd. DM.<sup>2</sup>

Durch das Hinzukommen der neuen Länder wurde die Verteilung von Lohn-, Einkommen- und Körperschaftsteuer nicht berührt. Vom Aufkommen an der Lohnsteuer und an der veranlagten Einkommensteuer entfallen jeweils 42,5 vH an Bund und Länder, der Rest geht an die Gemeinden. Die Körperschaftsteuer und die nicht veranlagten Steuern vom Ertrag fließen je zur Hälfte an Bund und Länder. Die Verteilung der übrigen Steuern ist derart geregelt, daß ausschließlich eine Gebietskörperschaftsebene aufkommensberechtigt ist.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Diese Verschiebung zugunsten der Länder ist überwiegend aus den Veränderungen des Familienleistungsausgleichs zu erklären. Während das Kindergeld bisher als reine Transferleistung aus dem Bundeshaushalt bezahlt wurde, findet ab diesem Jahr eine Anrechnung über die Lohnsteuerzahlung statt. Da dieses Verfahren zu einem geringeren Lohnsteueraufkommen führt, werden neben dem Bund auch Länder und Gemeinden von dieser Regelung tangiert. Zur Kompensation dieser Zusatzlasten wurde der Länderanteil an der Umsatzsteuer erhöht.

<sup>3</sup> Der Bund erhält die Verbrauchsteuern (z. B. Mineralölsteuer, Tabaksteuer u. a.), die Länder u. a. die Kfz-Steuer, die Vermögensteuer, die Erbschaftsteuer, die Gemeinden neben den Realsteuern die örtlichen Aufwands- und Verbrauchsteuern (z. B. Hundesteuer, Vergnügungsteuer). Den Gemeinden fällt das Aufkommen aus den Realsteuern (Gewerbsteuer, Grundsteuer) zu. Als Ausgleich für die Beteiligung der Gemeinden an der Lohnsteuer und der veranlagten Einkommensteuer führen die Gemeinden eine Gewerbesteuerumlage je zur Hälfte an Bund und Ländern ab.

#### Übersicht:

Anteile der föderalen Ebenen an den Gemeinschafts- und an der Gewerbesteuerumlage - in vH -

	Jahr	Bund	Länder	Gemeinden
Lohnsteuer und veranlagte Einkommensteuer	seit 1980	42,5	42,5	15
Körperschaftsteuer und nicht veranlagte Steuern vom Ertrag	seit 1970	50	50	
Umsatzsteuer	1986 - 92	65	35	
	1993 - 94	63	37	
	1995	56	44	
	ab 1996	50,5	49,5	
Gewerbesteuerumlage	seit 1970	50	50	

Quelle: Bundesministerium der Finanzen.

#### Zweite Stufe: Horizontale Steuerverteilung

Auf dieser Stufe werden die Verteilung der Gemeinschafts- und Landessteuern geregelt.<sup>4</sup> Für die neuen Bundesländer, die in den Jahren 1991-1994 voll nach der Einwohnerzahl am Länderanteil an der Umsatzsteuer beteiligt wurden, aber keinen Anteil an dem steuerkraftbezogenen Umsatzsteuerausgleich (Ergänzungsanteile) hatten, erweist sich diese Stufe als besonderes ergiebig.<sup>5</sup> Auf dieser Ebene erhielten sie 1995 Einnahmen in Höhe von rund 15 Mrd. DM. Nach wie vor wird die Verteilung der Umsatzsteuer in den sog. Umsatzsteuervorwegausgleich und eine Pro-Kopf-Verteilung getrennt. Für den Umsatzsteuervorwegausgleich gilt, daß bis zu 25 vH des Länderanteils am Umsatzsteueraufkommen vorab als sog. Ergänzungsanteile an Länder verteilt werden, um deren Steuerkraft auf mindestens 92 vH des Länderdurchschnitts aus den Einnahmen der Einkommensteuer, der Gewerbesteuerumlage und den Landessteuern anzuheben. Die verbleibenden

<sup>4</sup> Für die Landessteuern gilt das Prinzip des örtlichen Aufkommens, d. h. die Steuereinnahmen stehen dem Land insoweit zu, als sie von den Finanzbehörden dort vereinnahmt werden. Bei den Gemeinschaftsteuern gilt hingegen das Wohnsitzprinzip. So fallen z.B. bei der Lohnsteuer dem Bundesland, in dem der Einkommensbezieher seinen Wohnsitz unterhält, auch die Steuereinnahmen zu.

<sup>5</sup> Der Umsatzsteuervorwegausgleich entfiel in den Jahren 1991-1994 zwischen den alten und neuen Ländern und wurde in dieser Zeit lediglich innerhalb der Gruppen der alten und neuen Länder durchgeführt

75 vH (oder mehr) des Länderanteils an der Umsatzsteuer werden unter den Ländern nach der Einwohnerzahl verteilt. Da die neuen Länder eine schwache originäre Finanzkraft aufweisen, ist die Zerlegung der Umsatzsteuer nach einem Pro-Kopf-Schlüssel für sie von großer Bedeutung.

**Dritte Stufe: Länderfinanzausgleich im engeren Sinne**

Beim Länderfinanzausgleich i. e. S. erfolgt der „Spitzenausgleich“ zwischen finanzstarken und finanzschwachen Ländern. In den Jahren 1991-1994 wurde der Länderfinanzausgleich zwischen den alten und neuen Ländern getrennt durchgeführt. Das Finanzausgleichsvolumen im Bereich der neuen Bundesländer war sehr gering und belief sich 1994 auf 157 Mio. DM (vgl. Tabelle 1). Zahlerland war Sachsen. Im Jahre 1995 betrug das Volumen des gesamtdeutschen Länderfinanzausgleichs i. e. S. 11,3 Mrd. DM; davon erhielten die neuen Länder rund 6,8 Mrd. DM.

Tabelle 1:  
Länderfinanzausgleich i.e.S. unter den neuen Ländern von 1991 bis 1994  
- in Mio. DM -

Jahr	Sachs.	Sachs.-Anhalt	Thüring.	Brandenb.	Meckl.-Vorp.
1991	- 75,4	18,7	40,5	0,0	16,2
1992	51,4	15,9	- 27,2	- 29,7	- 10,3
1993	- 42,8	- 2,1	61,0	- 37,5	21,4
1994	- 157,0	42,0	75,0	0,0	40,0
1991-94	- 223,8	74,5	149,3	-67,2	67,3

Ausgleichspflichtige Länder (-), ausgleichsberechtigte Länder (+).  
Quelle: Bundesministerium der Finanzen.

Um die ausgleichsberechtigten Länder zu ermitteln, wird die Finanzkraft eines Landes mit ihrem Finanzbedarf verglichen.<sup>6</sup> Zur Ermittlung der Finanzkraft wird die sog. Finanzkraftmeßzahl gebildet. Grundsätzlich ergibt sich diese aus der Addition der Steuereinnahmen einschließlich des Umsatzsteueranteils und eines Teils der Gemeindesteuereinnahmen. Als Maßstab zur Ermittlung des Finanzbedarfs dient die Einwohnerzahl. Dazu wird die sog. Ausgleichsmeßzahl gebildet. Zur

<sup>6</sup> Die Finanzkraft eines Landes, die dem Länderfinanzausgleich i. e. S. zugrunde liegt, darf nicht mit seiner Steuerkraft, die die Grundlage für die Umsatzsteuerverteilung darstellt, verwechselt werden. Die Steuerkraft umfaßt lediglich die Landessteuereinnahmen ohne Umsatzsteueranteil und ohne Gemeindesteuern.

Ausgleichsmeßzahl gelangt man, indem die länderdurchschnittlichen Steuereinnahmen je Einwohner mit der Einwohnerzahl des jeweiligen Landes multipliziert werden. Durch den Vergleich von Finanzkraftmeßzahl und Ausgleichsmeßzahl werden die Länder in Zahler und Empfänger eingeteilt. Liegt die Ausgleichsmeßzahl unter der Finanzkraftmeßzahl, so ist das betreffende Land ausgleichsverpflichtet, im umgekehrten Fall ausgleichsberechtigt.

Die finanzschwachen Länder erhalten Zuweisungen, bis 95 vH ihres Finanzbedarfs gedeckt sind. Dies erfolgt in zwei Etappen. Die zu 92 vH fehlende Finanzkraft wird zu 100 vH ausgeglichen. Da alle neuen Länder über eine Finanzkraft vor Ausgleich zwischen 82,4 vH (Mecklenburg-Vorpommern) und 83,6 vH (Brandenburg) verfügten, erhielten sie Zahlungen in Höhe von 5,1 Mrd. DM. Die zum Durchschnitt aller Länder fehlende Finanzkraft wird nur noch zu 37,5 vH ausgeglichen, so daß die neuen Länder die angestrebte Finanzkraft von 95 vH auf dieser Stufe erreichen. Das brachte den neuen Ländern nochmals 1,7 Mrd. DM in ihre Kassen.<sup>7</sup> (vgl. Tabelle 2)

**Vierte Stufe: Vertikaler Finanzausgleich**

Ein weiterer Ausgleich der Finanzkraftunterschiede erfolgt mit dem Instrument der Ergänzungszuweisungen. Diese Stufe erweist sich für die neuen Bundesländer mit einem Aufkommen als besonders ergiebig. Insgesamt erhielten die neuen Bundesländer im letzten Jahr bei einem Gesamtvolumen von 25 Mrd. DM 14,8 Mrd. DM an Bundesergänzungszuweisungen. Das System der Ergänzungszuweisungen, in das die neuen Länder in den Jahren 1991-1994 nicht eingebunden waren, wurde bis 1994 als nachrangiges Instrument des Finanzausgleichs betrachtet. Mit der Neuregelung des Finanzausgleichs wurde es erheblich reformiert und erweitert und besitzt nun ein größeres Gewicht. Bis dahin war die Höhe der Ergänzungszuweisungen an das Umsatzsteueraufkommen des Bundes gekoppelt (2 vH).

<sup>7</sup> Für die ausgleichspflichtigen Länder traten 1995 Änderungen bezüglich des Abschöpfungstarifs in Kraft. So waren vor 1995 Länder, deren Finanzkraft zwischen 100 und 102 lag, von jeglicher Ausgleichspflicht befreit (sog. „tote Zone“). Länder mit einer Finanzkraft über 110 sind nur noch zu 80 vH ausgleichspflichtig, bis 1994 wurde die Finanzkraft in diesem Bereich voll abgeschöpft.

Tabelle 2:  
Finanzkraft, Finanzbedarf und Zuweisungen an die neuen Länder  
- in Mio. DM -

	Sachsen	Sachsen-Anhalt	Thüringen	Brandenburg	Mecklenb.-Vorp.
Finanzkraftmeßzahl	15.486,74	9.313,72	8.455,40	8.526,23	6.109,80
Ausgleichsmeßzahl	18.581,88	11.183,58	10.182,67	10.203,14	7.415,89
Fehlbeträge	3.095,14	1.869,86	1.727,27	1.676,91	1.306,09
davon					
- Fehlbeträge bis 92 vH	1.608,59	975,17	912,66	860,66	712,82
- Fehlbeträge von 92-100 vH	1.486,55	894,69	814,61	816,25	593,27
Zuweisungen	2.166,04	1.310,68	1.218,14	1.166,76	935,30
davon:					
- bis 92 vH: 100 vH	1.608,59	975,17	912,66	860,66	712,82
- von 92-100 vH: 37,5 vH	557,46	335,51	305,48	306,09	222,48

Quelle: Bundesministerium der Finanzen.

Seit 1995 werden Bundesergänzungszuweisungen in vielfältiger Form gewährt. So erhalten finanzschwache Länder Fehlbetrags-Bundesergänzungszuweisungen in Höhe von 90 vH der nach Länderfinanzausgleich verbleibenden Fehlbeträge zur länderdurchschnittlichen Finanzkraft, so daß alle Länder mindestens 99,5 vH der durchschnittlichen Finanzkraft erreichen. Für diesen Zweck sind 1995 rund 4,7 Mrd. DM (1996 5,1 Mrd. DM) vorgesehen, wovon 2,8 Mrd. DM an die neuen Länder gingen. Die neuen Ländern erhalten zudem Sonderbedarfs-Bundesergänzungszuweisungen, die zum Abbau teilungsbedingter Sonderbelastungen

sowie zum Ausgleich unterproportionaler Finanzkraft von 1995 bis 2004 jährlich in Höhe von 14 Mrd. DM ausbezahlt werden. Nach Abzug des Beitrages, der für Berlin-Ost vorgesehen ist, verblieben den neuen Ländern im Jahre 1995 davon noch 11,5 Mrd. DM. Zusätzliche Sonderbedarfs-Bundesergänzungszuweisungen für kleinere alte und neue Länder im Hinblick auf ihre überproportionalen „Kosten politischer Führung“, ausgestattet mit einem Volumen von 1,5 Mrd. DM jährlich, brachten den neuen Ländern weitere 0,6 Mrd. DM.

Insgesamt erhielten die neuen Bundesländer 1995 knapp 36 Mrd. DM aus dem neugestalteten

Tabelle 3:  
Struktur der Einnahmen in den neuen Bundesländern<sup>a</sup>  
- in Mrd. DM -

	Sachsen	Sachsen-Anhalt	Thüringen	Brandenburg	Mecklenburg-Vorpommern	neue Länder insgesamt	<i>Nachrichtlich:</i> alte Länder insgesamt
Steuereinnahmen							
1994	9,73	5,63	4,96	5,33	3,71	29,35	225,43
1995	15,74	9,66	8,67	8,83	6,26	49,16	244,37
Zuweisungen und Darlehen vom Bund							
1994	13,94	8,26	7,68	7,55	5,74	43,17	29,54
1995	10,42	6,35	5,97	5,66	4,37	32,76	27,97
Sonstige Einnahmen							
1994	1,54	1,20	1,31	1,63	1,27	6,95	39,07
1995	3,20	3,17	2,29	2,84	2,41	13,92	37,20
Summe der Einnahmen							
1994	25,21	15,08	13,95	14,51	10,72	79,47	294,04
1995	29,36	19,18	16,94	17,34	13,04	95,85	309,54
<i>Nachrichtlich:</i> Anteil der Steuereinnahmen an den Gesamteinnahmen in vH							
1994	38,6	37,3	35,6	36,7	34,6	36,9	76,7
1995	53,6	50,4	51,2	50,9	48,0	51,3	78,9

<sup>a</sup> Wegen Zurechnungsproblemen wird Berlin weder bei den alten noch bei den neuen Bundesländern berücksichtigt.

Quelle: Bundesministerium der Finanzen, Berechnungen des IWH.

bundesstaatlichen Finanzausgleich, davon ungefähr 21 Mrd. DM aus dem horizontalen Finanzausgleich, der den Umsatzsteuervorwegausgleich und den Länderfinanzausgleich i. e. S. umfaßt, und rund 15 Mrd. DM an Bundesergänzungszuweisungen. Ein Blick auf die öffentlichen Einnahmen der neuen Länder zeigt, daß die Neufassung des Länderfinanzausgleichs die Struktur der Einnahmen deutlich verändert hat. Die Steuereinnahmen konnten um 67,5 vH zulegen, bedingt durch die Einnahmen aus dem Umsatzsteuervorwegausgleich.

Die Zuweisungen und Darlehen vom Bund gingen dagegen deutlich um 24,1 vH zurück. Dieser Posten enthält zwar die Zahlungen aus dem Länderfinanzausgleich i. e. S. und die Ergänzungszuweisungen in Höhe von 21,5 Mrd. DM, doch sind die ausbleibenden Zahlungen des Fonds „Deutsche Einheit“, die sich 1994 noch auf 34,6 Mrd. DM (einschließlich Berlin-Ost) beliefen, gegenzurechnen (vgl. Tabelle 3).

Thomas Notheis

## Aktienmärkte in Mittel- und Osteuropa: Anlegereuphorie trotz institutioneller Hemmnisse

*Die Ljubljaner Wertpapierbörse war mit der Aufnahme des Handels im März 1990 die erste wiedereröffnete Börse in Mittel- und Osteuropa. Es folgten die Börsen in Budapest (Juni 1990), Warschau (April 1991) und Zagreb (Juli 1991). Der Handel in Prag und Bratislava wurde im April 1993 aufgenommen und in Vilnius im September 1993. Mit der Wiedereröffnung der Wertpapierbörsen in Riga im Juli 1995 und in Bukarest im November 1995 und der geplanten Aufnahme des Handels in Tirana in den nächsten Monaten verfügen fast alle mittel- und osteuropäischen Länder über institutionalisierte Märkte für den Handel mit Wertpapieren. Die Privatisierungspolitik gab entscheidende Impulse für das Entstehen und Wachstum der Aktienmärkte. Kurssteigerungen von über 800 vH im Jahr 1993, wie beispielsweise an der Warschauer Börse, haben zu einer Euphorie unter westlichen Anlegern geführt, die selbst nach den Kursrückgängen im Jahr 1994 noch anhält. Diese Begeisterung ist angesichts der Liquiditätsprobleme dieser Märkte übertrieben und vorzeitig. Für die Kapitalnachfrage der inländischen Unternehmen bedeutet die geringe Liquidität eine bindende Restriktion bei der Kapitalbeschaffung. Als Ausweichreaktion streben deshalb einige Unternehmen eine Börsennotierung im Ausland an.*

### **Bedeutung der Aktienmärkte**

Der Übergang von einer zentralisierten, staatlich gelenkten Planwirtschaft zu einer marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftsordnung in den

Ländern Mittel- und Osteuropas erfordert den Aufbau angemessener Finanzinstitutionen. Privatisierte Firmen und Neugründungen benötigen zur Finanzierung der Umstrukturierung und des Unternehmenswachstums ausreichende Finanzmittel. Deshalb sind die Chancen einer erfolgversprechenden Transformation eng mit der Entwicklung funktionsfähiger Kapitalmärkte verknüpft. Es sind insbesondere Aktienmärkte, die als Märkte für Beteiligungskapital neben dem Bankensystem und anderen Finanzintermediären eine zusätzliche Möglichkeit darstellen, zu einer effizienteren Kapitalallokation zu gelangen.

Die Erfahrungen in Mittel- und Osteuropa haben gezeigt, daß sich Aktienmärkte relativ schnell organisieren lassen - ohne bereits ein ausgefeiltes institutionelles Regelwerk implementiert zu haben. So wurden beispielsweise die Aktienmärkte in Tschechien, der Slowakei und Litauen im Zusammenhang mit der Gutscheinprivatisierung auch genutzt, um zügig die Verfügungsrechte an relativ vielen staatlichen Unternehmen an private Investoren übergehen zu lassen. Darüber hinaus trug die Informationsfunktion dieser Märkte zu einer Verringerung der Unsicherheit über die künftige Ertragslage der gerade privatisierten Unternehmen bei. Insbesondere in einer wirtschaftlichen Umbruchphase, in der viele Unternehmen neu entstehen, über die noch keine oder nur unzureichende Informationen vorliegen, war dies vorteilhaft. Bei der Gutscheinprivatisierung haben die Plazierung der Voucher-Punkte, und sei es auch von Unter-

nehmensinsidern, und später die Preise im Sekundärhandel Anhaltspunkte über die relative Bewertungsposition der Unternehmen untereinander geben. Diese Einschätzungen wurden über die Preisbildung der Aktienmärkte öffentlich zugänglich gemacht.<sup>8</sup> Trotz dieser grundsätzlich positiven Einschätzung der Existenz von Aktienmärkten in den mittel- und osteuropäischen Ländern lassen sich jedoch anhand ausgewählter Aktienmärkte einige Hemmnisse aufzeigen, die funktionierenden Kapitalmärkten und einer erfolgreichen realwirtschaftlichen Transformation weiterhin im Wege stehen.

### **Größe der Aktienmärkte**

Nimmt man die Börsenkapitalisierung, d.h. den Marktwert aller gehandelten Titel inländischer Unternehmen, als Indikator für die absolute Größe eines Aktienmarktes, lag die Prager Wertpapierbörse 1995 mit einer Kapitalisierung von 17,7 Mrd. US-Dollar (vgl. Tabelle) weit vor Bratislava und Warschau mit rund 5,2 Mrd. bzw. 4,7 Mrd. US-Dollar. Erheblich kleiner waren die Börsen in Ljubljana mit einem Marktwert sämtlicher Unternehmen von 311 Mio. US-Dollar und Vilnius mit 39 Mio. US-Dollar.

Interessanter ist der Vergleich der Größe des Aktienmarktes in bezug zur Größe der Volkswirtschaft. Die relative Größe eines Aktienmarktes läßt sich messen anhand des Verhältnisses der Börsenkapitalisierung zum Bruttoinlandsprodukt des jeweiligen Landes. Es ist bemerkenswert, daß diese Relation für Tschechien 1994 bei knapp 34 vH lag und somit den Wert für Deutschland (25 vH) bereits überstieg (vgl. Abbildung).<sup>9</sup> Für Ungarn und Polen lag dieser Wert bei etwa 4 vH. Für Slowenien und Litauen war die relative Größe des Aktienmarktes sogar noch geringer. Die Höhe der Börsenkapitalisierung ist für die Börsen in Mittel- und Osteuropa im wesentlichen Reflex der

unterschiedlichen Privatisierungsprogramme und nicht primär Ausdruck der relativen Vorteilhaftigkeit einer bestimmten Finanzierungsart.

Der Hauptgrund für die großen Unterschiede in der Börsenkapitalisierung ist die Anzahl der börsennotierten Unternehmen. An der Prager Börse wurden Ende 1995 mehr als 1.700 Unternehmen gehandelt. Dies waren fast dreimal so viele Unternehmensnotierungen wie an der Börse in Bratislava. Die wenigsten Aktien wurden an der Börse in Ljubljana notiert. Die Zahl der Börsennotierungen wiederum spiegelt zu einem großen Teil die unterschiedlichen Privatisierungsprogramme wider sowie die unterschiedliche Grundgesamtheit der zu privatisierenden Unternehmen. Somit kommt der Privatisierungspolitik für die weitere Entwicklung der Wertpapiermärkte eine entscheidende Bedeutung zu.

Die Ausgabe von Eigenkapitaltiteln an den zu privatisierenden Unternehmen, bzw. als Vorstufe davon die Verteilung von Privatisierungsgutscheinen, war, wenn auch mit unterschiedlicher Gewichtung, Teil der Privatisierungspolitik der hier betrachteten Länder Mittel- und Osteuropas. In Tschechien wurden im Rahmen der zweiten Privatisierungsrunde, die im Dezember 1994 abgeschlossen wurde, knapp 900 Unternehmen privatisiert, so daß sich im Jahr 1995 die Anzahl der notierten Unternehmen an der Prager Börse fast verdoppelte. In Polen und Ungarn kam der Privatisierung von Unternehmen über den Aktienmarkt dagegen nur eine untergeordnete Bedeutung zu. Die verschiedenen Privatisierungsprogramme mit ihrer unterschiedlichen Betonung der Privatisierung über den Aktienmarkt haben auch erhebliche Qualitätsunterschiede der börsennotierten Unternehmen zur Folge. In Ungarn wurde eine Einzelfallentscheidung bei der Unternehmensprivatisierung als bevorzugte Privatisierungsmethode angewandt. Erst als letzte Möglichkeit, nachdem bei vorherigen Versuchen kein Käufer für ein Unternehmen gefunden wurde, wurde die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft mit anschließender Börsennotierung in Betracht gezogen. Diese Vorgehensweise drängt den Verdacht auf, daß es zu einer negativen Selektion der Unternehmen kam und somit nur Unternehmen mit durchschnittlich schlechteren Ertragsaussichten für die Privatisierung über den Aktienmarkt übrigblieben.

---

<sup>8</sup> Weitere Funktionen der Aktienmärkte in Transformationsökonomien werden angeführt von UDELL, G. F./ WACHTEL, P. (1995), *Financial System Design for Formerly Planned Economies: Defining the Issues*, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 4, No. 2, Blackwell Publishers, Cambridge, MA, S. 35 f.

<sup>9</sup> Zur Illustration sind die Werte für Großbritannien (113 vH) und die USA (63 vH) und Deutschland ebenfalls eingetragen - drei Länder mit im internationalen Maßstab weit entwickelten Aktienmärkten.

Tabelle:

## Kennzahlen ausgewählter mittel- und osteuropäischer Wertpapierbörsen

		1991	1992	1993	1994	1995
Prag <sup>a</sup> :	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>			969	1.024	1.716
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>			10.228,1	12.195,3	17.714,4
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)			244,0	1.479,4	4.734,8
	Turnover-Ratio (in vH) <sup>c</sup>			2,4	12,1	26,6
Bratislava:	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>			224	629	665
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>			1.166,6	2.694,0	5.242,3
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)			2,9	169,4	837,2
	Turnover-Ratio (in vH)			0,2	6,4	15,6
Warschau:	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>	9	19	26	44	65
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	75,0	225,0	1.081,0	4.012,4	4.710,8
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	15,0	85,0	2.140,0	4.980,0	2.776,9
	Turnover-Ratio (in vH)	20,0	37,8	198,0	126,8	60,9
Budapest:	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>	20	23	28	40	42
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	511,1	597,6	888,7	1.726,5	2.609,9
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	65,6	38,0	99,3	271,6	347,4
	Turnover-Ratio (in vH)	12,8	6,4	11,2	15,7	13,3
Zagreb:	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>		6	24	38	67
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>		47,0	265,0	512,0	723,4
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)		3,1	26,7	61,5	87,9
	Turnover-Ratio (in vH)		6,6	10,1	12,0	12,2
Ljubljana:	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>	5	8	16	19	17
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>	16,2	28,9	129,3	293,9	311,1
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)	0,3	2,6	215,0	390,8	383,2
	Turnover-Ratio (in vH)	1,9	9,0	166,2	133,0	123,2
Vilnius:	Anzahl der gehandelten Aktien <sup>b</sup>				220	405
	Börsenkapitalisierung (Mio. US-Dollar) <sup>b</sup>				15,4	39,1
	Börsenumsatz (Mio. US-Dollar, einfach)				4,2	18,6
	Turnover-Ratio (in vH)				27,3	47,4

<sup>a</sup> ohne Investmentfonds, - <sup>b</sup> Ende des Jahres, - <sup>c</sup> die *Turnover-Ratio* ist das Verhältnis von Börsenumsatz zu Börsenkapitalisierung.

Quelle: Angaben der Wertpapierbörsen, Berechnungen des IWH.

### Liquidität und außerbörslicher Handel

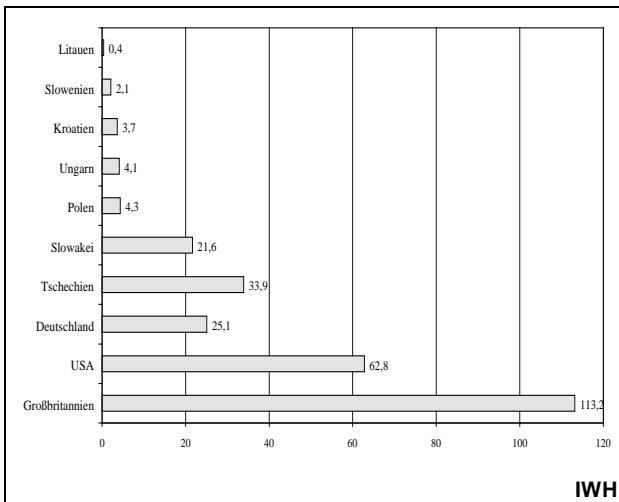
Ein Problem der Aktienmärkte in diesen Ländern ist der Mangel an Liquidität. Die Liquidität eines Wertpapiermarktes läßt sich durch zwei wichtige Eigenschaften beschreiben: a) Kontinuität, d.h. es gibt keine allzu großen Preissprünge bei aufeinanderfolgenden Handelsabschlüssen, und b) Markttiefe, d.h. es gibt eine hinreichend große Anzahl von Akteuren, die bereit sind, nahe des vorherrschenden Preises zu handeln.<sup>10</sup> Ein Maß für die Liquidität eines Aktienmarktes ist die *Turnover-Ratio* als das Verhältnis von Börsenumsatz zu Börsenkapitalisierung. Sie gibt an, wie oft das Aktienkapital pro Jahr umgesetzt wird. Je hö-

her die *Turnover-Ratio*, desto liquider ist der Markt. Für die Mehrzahl der Börsen lag diese Kennzahl 1995 bei etwa 30 vH oder sogar darunter, was auf illiquide Märkte hindeutete. Nur die Börse in Ljubljana war nach diesem Kriterium mit über 120 vH vergleichsweise liquide.<sup>11</sup> Bemerkenswert ist, daß für die Warschauer Börse im Boomjahr 1993 der Umsatz die Börsenkapitalisierung um fast das Doppelte überstieg. In den Folgejahren ging die *Turnover-Ratio* trotz eines starken Umsatzzanstiegs aufgrund der gestiegenen Kapitalisierung zurück.

<sup>10</sup> Vgl. zu dieser Definition BHIDE, A. (1993), The Hidden Costs of Market Liquidity, Journal of Financial Economics, Vol. 34, S. 31 - 51.

<sup>11</sup> Eine geringe Turnover-Ratio kann allerdings auch Ausdruck eines fehlenden Bedarfs für Portfolioumschichtungen sein. Umgekehrt wird in Crash-Situationen die Turnover-Ratio sehr hoch sein. Ebenso ist es nicht möglich von der Liquidität des Gesamtmarktes auf die Liquidität einzelner Aktien zu schließen, weil sich der Handel an den Börsen auf einige große Werte konzentriert.

Abbildung:  
Börsenkaptalisierung<sup>a</sup> im Verhältnis zum  
Bruttoinlandsprodukt, 1994  
-in vH -



<sup>a</sup> Die Börsenkaptalisierung ist an den Börsen in Vilnius, Ljubljana, Zagreb, Budapest, Warschau, Bratislava, Prag, Frankfurt, New York (NYSE) und London (LSE) ermittelt.  
Quelle: Angaben der Wertpapierbörsen und nationale Statistiken.

Die Erklärung für das Liquiditätsproblem der Mehrzahl der mittel- und osteuropäischen Börsen ist offensichtlich: Quasi über Nacht wurde in diesen Ländern reichlich Beteiligungskapital geschaffen, und die Eigenkapitalanteile wurden breit gestreut. Nachdem die Bevölkerung fast unentgeltlich Eigentum an Beteiligungstiteln erworben hatte, besteht gegenwärtig nur geringes Interesse, Wertpapiere gegen Entgelt zu erwerben. Hinzu kommt, daß ein großer Teil des Aktienhandels außerhalb der Börsen im Geschäft zwischen Banken stattfindet. In Litauen wird der Anteil des außerbörslichen Geschäfts am gesamten Aktienhandel für das Jahr 1995 auf 90 vH geschätzt. In Tschechien, der Slowakischen Republik und Kroatien betrug der Anteil rund 60 vH. Die Existenz von außerbörslichen Handelsplätzen ist unter Effizienzgesichtspunkten suboptimal. Dadurch, daß Liquidität vom offiziellen Markt abgezogen wird, kommt es auf diesem Markt zu sprunghafteren Preisausschlägen. Somit wird die Kontinuität der Preisbildung beeinträchtigt und die Markttiefe verringert. Zudem wird die Transparenz der Preisbildung erheblich eingeschränkt, was insbesondere ausländische Investoren von einem stärkeren Engagement abhält.

### **Banken und Investmentfonds versus Anleger**

Konflikte bei den Investmentfonds zwischen den Interessen der Banken einerseits und den Anlegern als Eigentümern der Fonds auf der anderen Seite können einen preisdrückenden Effekt auf die Aktienkurse von Unternehmen haben. Dies wäre dann der Fall, wenn die Unternehmen geringere Dividenden ausschütten würden und die Aktienkurse als die Barwerte der erwarteten zukünftigen Dividendenströme interpretiert würden.<sup>12</sup> In Tschechien wurden 1993 knapp 80 vH von den insgesamt 423 Investmentfonds, die sich an der ersten Privatisierungswelle beteiligten, von Banken gegründet. Die Banken ihrerseits sind wiederum Gläubiger von Firmen, auf die die Investmentfonds die Voucher-Punkte plazierten und anschließend Eigenkapitalanteile erwarben. Für die Banken steht die Sicherstellung der Bedienung der Kredite im Vordergrund, während die Anleger der Fonds eher an einer hohen Rendite interessiert sind. Bei der Plazierung der Voucher-Punkte hatten die Investmentfonds eher die Interessen der Banken als Investitionsmotiv im Sinn als eine mögliche Wertsteigerung für die Anleger.<sup>13</sup> Verstärkt wird dieser Interessenkonflikt durch den Streubesitz der Anteile der Investmentfonds, der eine effektive Managementkontrolle der Fonds erschwert. Die tschechischen Banken können daher über den Umweg der Aufsichtsratsmandate, die den Investmentfonds zustehen, weiterhin Einfluß auf die Geschäftspolitik der Unternehmen ausüben und so die Bedienung der laufenden Kredite gewährleisten. Langfristig wird dieser Interessenkonflikt an Bedeutung verlieren, weil der drohende und tatsächliche Abzug von privatem Anlagekapital für eine Angleichung der Renditen zwischen unabhängigen und von Banken dominierten Investmentfonds sorgen wird.

<sup>12</sup> Vgl. hierzu CLAESSENS, S. (1995), Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics, Paper presented at the World Bank Conference 'Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth', 16 - 17 February 1995, World Bank, Washington, D.C.

<sup>13</sup> Vgl. zu den Interessenkonflikten ausführlicher COFFEE, J. C., (1994), Investment Privatization Funds: The Czech Experience, Vortrag gehalten auf der Konferenz 'Corporate Governance in Central Europe and Russia', 15 - 16 Dezember 1994, Washington, D.C.

### **Unternehmenskontrolle durch den Aktienmarkt**

Die Konzentration der Voucher-Punkte bei den Investmentfonds hat zu der Hoffnung Anlaß gegeben, der Kapitalmarkt könnte als 'Markt für Unternehmenskontrolle' wirksam werden. Die Investmentfonds sollten in der Lage sein, sich als strategische Investoren zu verhalten, die einen aktiven Beitrag zur Sanierung und Kontrolle von privatisierten Unternehmen leisten. Tatsächlich jedoch sind ernste Zweifel an dieser Hoffnung angebracht. Einzelne Investmentfonds hatten bei einem Unternehmensportfolio von bis zu 300 Unternehmen erhebliche Probleme bei der Besetzung der ihnen zustehenden Aufsichtsratsmandate. Neben fehlenden Managementkapazitäten verfügen die Investmentfonds auch nicht über die finanziellen Ressourcen, die Unternehmen ausreichend mit Kapital auszustatten.<sup>14</sup> Darüber hinaus ist es fraglich, ob in Tschechien die Beteiligungsobergrenze eines Fonds von 20 vH am Grundkapital eines Unternehmens ausreichend ökonomische Anreize bietet, eine effektive Unternehmenskontrolle auszuüben. Hinzu kommt der Interessenkonflikt für die Investmentfonds, der Zweifel daran aufkommen läßt, ob die Fonds überhaupt ernsthaft an einer Umstrukturierung der Unternehmen interessiert sind, die über die Gewährleistung der Bedienung der Kredite hinausgeht. Insgesamt ist festzustellen, daß gegenwärtig selbst in Tschechien mit der größten Wertpapierbörse in Mittel- und Osteuropa noch keine effektive Kontrolle der Unternehmen durch den Aktienmarkt zur Verfügung steht.

### **Ausblick**

Die institutionellen Beschränkungen der Aktienmärkte in Osteuropa können als eine Segmentierung der Kapitalmärkte interpretiert werden, die Anreize für Unternehmen schaffen, den negativen Folgeerscheinungen durch Inanspruchnahme anderer Kapitalmärkte, beispielsweise durch eine Börsennotierung an einem ausländischen Börsenplatz, auszuweichen. Knapp 40 ungarische und tschechische Unternehmen werden bereits an Börsen in den USA, Großbritannien, Österreich und

Deutschland gehandelt – teilweise sogar mit höheren Umsätzen als an den heimischen Börsen.

Die Aktienmärkte in Mittel- und Osteuropa sind als Märkte für Beteiligungskapital für die Unternehmen noch keine echte Alternative zur Fremdfinanzierung durch die Banken. Das Bankensystem wird daher auf absehbare Zeit weiterhin eine dominierende Rolle bei der Unternehmensfinanzierung einnehmen. Angesichts der Beschränkungen der Aktienmärkte sind nur wenige gute Unternehmen in der Lage, die Vorteile der Beteiligungsfinanzierung zu nutzen. Aber selbst für diese Unternehmen kann die mangelnde Liquidität der Märkte als Restriktion bindend sein - sie können nicht soviel Kapital wie gewünscht im Inland aufnehmen. Als Ausweichreaktion wenden sich daher zunehmend Unternehmen ausländischen Kapitalmärkten zu. Die inländische Börsennotierung kann daher als eine *conditio sine qua non* angesehen werden, um eine Notierung an einem ausländischen Börsenplatz zu ermöglichen.

Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte in den mittel- und osteuropäischen Ländern können positive Impulse von der Privatisierungspolitik ausgehen. Während der Privatisierungsprozeß in Tschechien weitgehend abgeschlossen ist, hat in Polen im November 1995 die vielfach hinausgeschobene Massenprivatisierung begonnen. Mit der Einführung der Aktien von mehr als 400 Unternehmen und 15 Nationalen Investmentfonds, die als Holdinggesellschaften für die Einzelunternehmen fungieren, dürfte sich 1996 die Marktbreite der Warschauer Börse erheblich erweitern. Im März 1996 ist in Bulgarien geplant, die bisher bestehenden vier Börsenplätze zu einem Handelsplatz in Sofia zusammenzufassen. Dies soll den Handel mit den Privatisierungsgutscheinen der im Januar 1996 begonnenen ersten Massenprivatisierungswelle erleichtern. In Slowenien ist 1996 mit dem Börsengang von weiteren 70 Unternehmen zu rechnen, so daß sich die Anzahl der börsennotierten Unternehmen verfünffachen wird. Selbst in Ungarn, mit einer bisher nur schleppend vorankommenden Privatisierungspolitik, sollen von derzeit etwa 60 vH bis Ende 1997 80 vH der ungarischen Wirtschaft privatisiert sein und die Mehrzahl der Unternehmen über den Aktienmarkt angeboten werden.

Thomas Linne

<sup>14</sup> Weitere Probleme erwähnt ANDERSON, R. E., (1994), Voucher Funds in Transitional Economies: The Czech and the Slovak Experience, World Bank, Policy Research Working Paper No. 1324.