



Das Institut für Wirtschaftsforschung Halle ist Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

IWH-Pressemitteilung 17/2005

SENDESPERRFRIST: 21. April 2005, 13.00 Uhr

SPERRFRIST: 21. April 2005, 15.00 Uhr

Erste Beitrittseffekte in den neuen Mitgliedsländern
vorwiegend im monetären Bereich
– Probleme für Polen –

Ansprechperson: Dr. Hubert Gabrisch (Tel. 0345/77 53 830)

Halle (Saale), den 21. April 2005

Kleine Märkerstraße 8, 06108 Halle (Saale) Postfach 11 03 61, 06017 Halle (Saale)
Tel.: (0345) 7753-60 Fax: (0345) 7753 820 <http://www.iwh-halle.de>

Erste Beitrittseffekte in den neuen Mitgliedsländern vorwiegend im monetären Bereich – Probleme für Polen

Die Aufnahme von acht mittel- und osteuropäischen Ländern mit ca. 70 Millionen Einwohnern in die Europäische Union gehört zu den herausragenden Ereignissen des vergangenen Jahres. Eine der aktuell interessierenden Fragen lautet, inwieweit sich erste Auswirkungen des Beitritts auf die Volkswirtschaften der neuen Mitgliedsländer beobachten lassen.

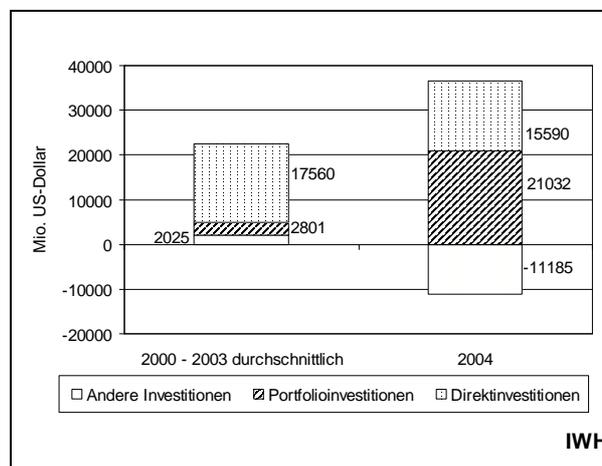
Starke Nettokapitalzuflüsse im kurzfristigen Bereich

In allen Beitrittsländern verstärkte sich im vergangenen Jahr zwar das Wachstum der Produktion. Ein besonderer Beitrittseffekt kam darin allerdings nicht zum Ausdruck, da sich auch das BIP-Wachstum in den übrigen mittel- und osteuropäischen Ländern im zumindest gleichem Ausmaße beschleunigte. Die unmittelbaren Auswirkungen des EU-Beitritts wurden jedoch im monetär-finanziellen Bereich sichtbar. Dazu gehören verstärkte Nettokapitalzuflüsse und eine Änderung ihrer Struktur. Diese hatten Auswirkungen auf den Wechselkurs und die Kapitalmärkte der Länder.

Bereits im Vorfeld des Beitritts und auch danach stuften internationale Rating-Agenturen einige der Länder besser ein, sodass internationale Anleger das Risiko einer Investition geringer bewerteten. Die Beibehaltung einer optimalen Portfoliostruktur erlaubte einen größeren Anteil von Wertpapieren aus den neuen Mitgliedsländern. Auch bildeten sich bei internationalen Finanzinvestoren Aufwertungserwartungen, die ein Anreiz waren, kurzfristige Schuldtitel des Landes in der Hoffnung zu erwerben, sie zum festgelegten Termin mit Gewinn in eigener Währung zu liquidieren.

Folglich lagen die gesamten Nettokapitalzuflüsse in die acht neuen Mitgliedsländer deutlich oberhalb des Mittels der Jahre 2000-2003 (vgl. Abbildung 1). Sie übertrafen mit 25,4 Mrd. US-Dollar den durchschnittlichen Zufluss der Vorjahre um etwa 3 Mrd. US-Dollar. Ein Anstieg – um 18 Mrd. US-Dollar – fand jedoch nur bei Portfolioinvestitionen (darunter T-Bills und Bonds sowie Titeln der Zentralbanken) statt, während sich der Zufluss an Direktinvestitionen abschwächte. Andere Investitionen (vor allem Kredite an den finanziellen und nicht-finanziellen Sektor) nahmen sogar erheblich ab.

Abbildung 1:
Nettokapitalzuflüsse in die neuen Mitgliedsländer
nach Arten
- in Mio. US-Dollar -



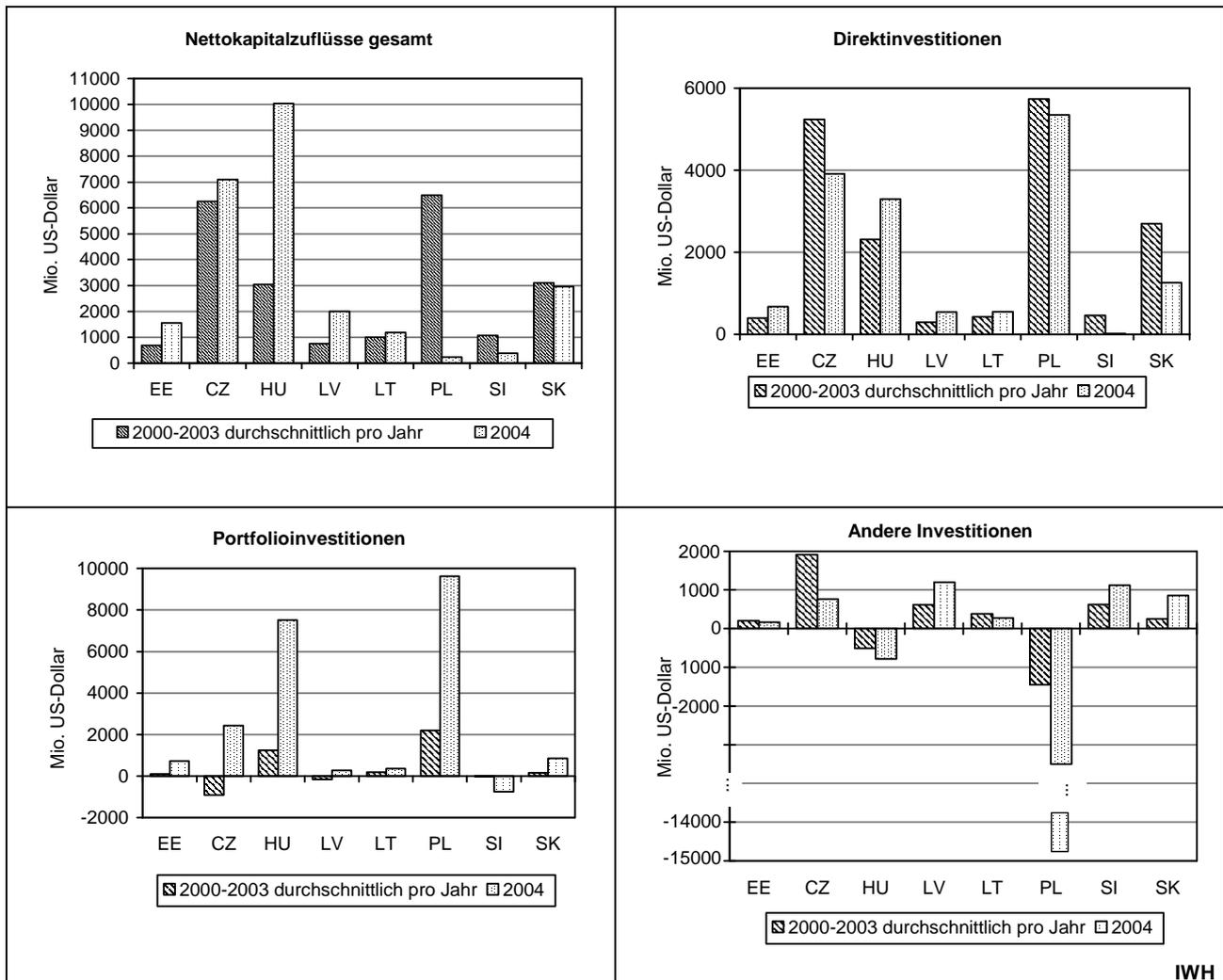
Quelle: IWH auf Basis: IMF, International Financial Statistics, Washington D.C. 2004.

Die für die gesamte Region beobachtete Verstärkung der Zuflüsse stützte sich aber nur auf fünf Länder; Polen und die Slowakische Republik wiesen einen geringeren Nettokapitalzufluss als in den vergangenen Jahren aus, Slowenien sogar einen Abfluss (vgl. Abbildung 2).

Die Direktinvestitionszuflüsse nahmen nur in den baltischen Ländern und Ungarn zu. Dagegen stiegen die Portfolioinvestitionen in alle Länder (Ausnahme: Slowenien), besonders stark nach Polen und Ungarn, weniger stark in die baltischen Länder. Die geringe Bedeutung der Portfolioinvestitionen für die baltischen Länder ist zum einen durch die nur sehr geringen fiskalischen Defizite, zum anderen durch das Wechselkurssystem zu erklären. Letztes ist ein Currency Board (Estland und Litauen) bzw. ein Quasi-Currency Board (Lettland), das den Spielraum für die Offenmarktpolitik der Zentralbank erheblich einschränkt.

Der Rückgang anderer Finanzinvestitionen in der gesamten Region ging vor allem von Polen aus. Hier nahm der bereits in den Vorjahren beobachtete Abfluss im vergangenen Jahr auf mehr als 14 Mrd. US-Dollar zu. Dahinter versteckt sich ein Anstieg der ausländischen Guthaben und Kredite des Bankensystems um 15 Mrd. US-Dollar innerhalb eines Jahres.

Abbildung 2:
 Nettokapitalzuflüsse in die neuen Mitgliedsländer
 - in Mio. US-Dollar -



EE: Estland, CZ: Tschechische Republik, HU: Ungarn, LT: Litauen, LV: Lettland, PL: Polen, SI: Slowenien, SK: Slowakische Republik.

Quellen: Berechnungen des IWH auf Basis: IMF, International Financial Statistics, Washington D.C. 2004.

Inflationseffekte

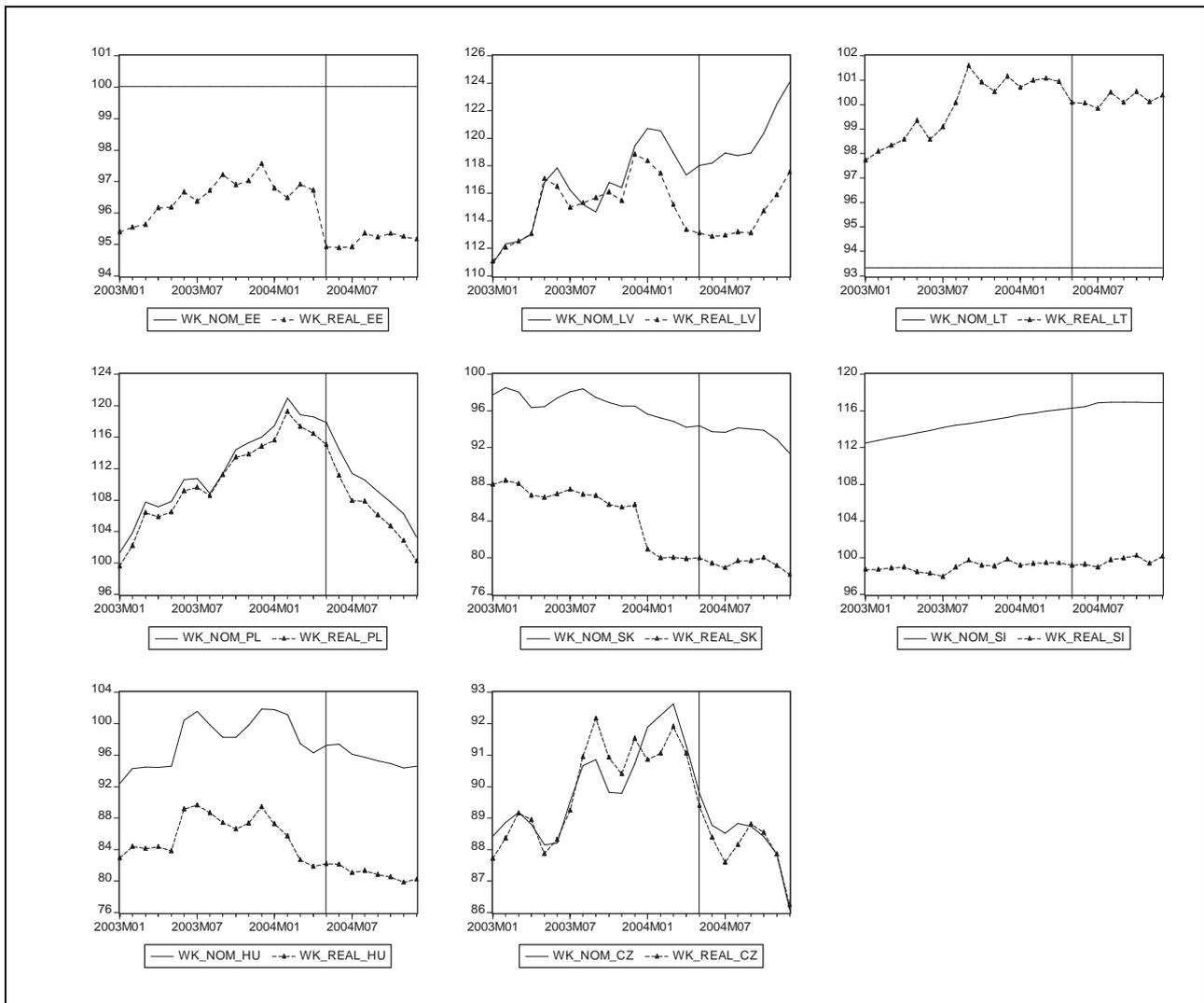
Obwohl sich die Geldmenge M1 infolge der Kapitalzuflüsse stark ausweitete, hatte dies zunächst keinen wesentlichen Einfluss auf die Konsumgüterpreis-inflation. Inflationseffekte wurden aber bei den Vermögenswerten sichtbar. Infolge der Kapitalzuflüsse, insbesondere von Portfolioinvestitionen verzeichneten, alle Börsen einen starken Anstieg ihrer Indizes. An der Budapester Börse nahm der Index (BUX) im Verlaufe des Jahres 2004 um 57% zu. Dasselbe gilt für den Index der Prager Börse. Noch stärkere Anstiege vermeldeten die Börsen in Tallin und Vilnius, während der polnische Index WIG 20 nur um 25% zunahm und der

Rigaer Index um 37%. Die Inflationierung der Indexwerte einiger wichtiger Börsen in den Beitritts-ländern birgt die Gefahr von spekulativen Blasen in sich, deren Zerplatzen weitreichende Folgen auch für die reale Wirtschaft haben können.

Währungen werteten auf

Nettokapitalzuflüsse lösen generell einen Aufwertungsdruck aus. Dieser ist dann problematisch, wenn sich gleichzeitig die Struktur der Zuflüsse in Richtung kurzfristiger Schuldtitel ändert. Im Grunde realisieren die kurzfristigen Zuflüsse die bestehenden Aufwertungserwartungen. In einem solchen Fall ist es schwierig, die Aufwertung im Einklang mit den Fundamentaldaten der Volkswirtschaft zu sehen,

Abbildung 3:
 Nominaler und realer Wechselkurs der neuen Mitgliedsländer gegenüber dem Euro
 - Januar 2003 bis Dezember 2004, Durchschnitt 2000 = 100 -



Quelle: Berechnungen des IWH.

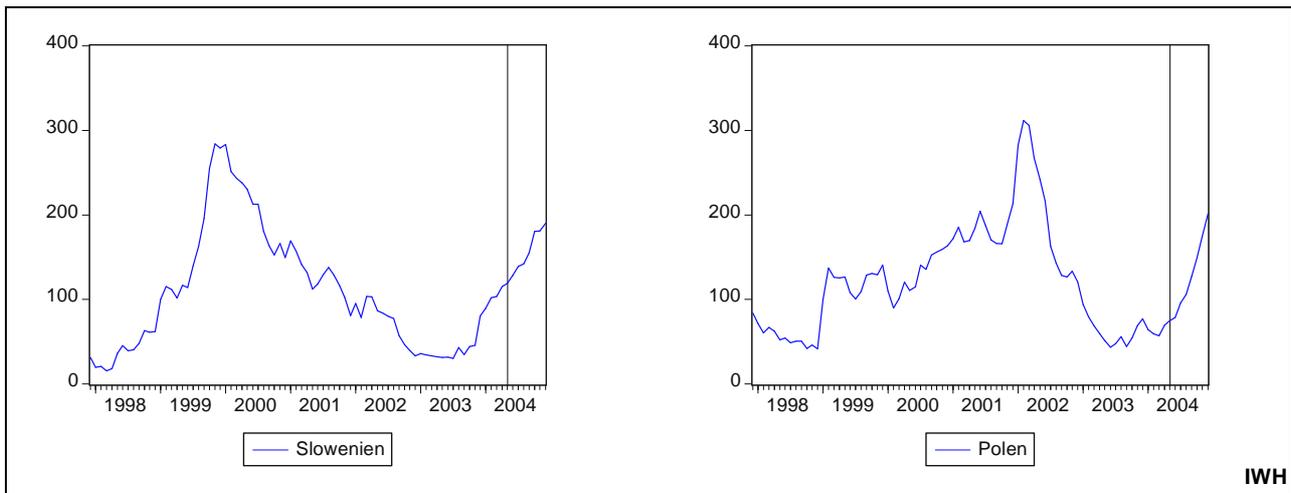
selbst wenn die Produktivitätsentwicklung wie in den neuen Mitgliedsländern nach oben zeigt.¹ In vier Ländern mit flexiblem Wechselkurs – Polen, Slowakei, Tschechien und Ungarn – wertete der nominale und der reale Wechselkurs unmittelbar vor und nach der Aufnahme in die EU auf (vgl. Abbildung 3). Zum Vergleich: Die Währung Rumäniens, das frühestens 2007 der EU beitreten wird, wertete nominal ab. In allen vier neuen Mitgliedsländern veränderte sich die Struktur der Zuflüsse erheblich

in Richtung Portfolioinvestitionen. (In Rumänien nahmen die Portfolioinvestitionen ab).

Unter den Währungen der übrigen neuen Mitgliedsländer wertete der nominale und reale Wechselkurs des slowenischen Tolar, der seit Ende Juni im Wechselkursmechanismus (WKM) II ist, leicht ab. Hier dürften die rückläufigen Kapitalzuflüsse (insbesondere bei Portfolioinvestitionen) und das günstige makroökonomische Umfeld stabilisierend gewirkt haben. Die nominalen Wechselkurse Estlands und Litauens blieben konstant. Beide Länder traten ebenfalls im Juni 2004 mit ihren Currency Boards dem WKM II bei. Allerdings wertete der reale Wechselkurs Estlands deutlich, der Litauens nur wenig auf. Die starke Fluktuation des nominalen Wechselkurses der lettischen Währung ge-

¹ Vgl. GLIGOROV, V.; PÖSCHL, J.; RICHTER, S.: As East you go the more they grow: transition economies in a new setting. WIIW research reports 308. Wien 2004.

Abbildung 4:
Risikoindikatoren für Slowenien und Polen



Quellen: WIIW-Datenbank; Berechnungen des IWH.

genüber dem Euro ist durch die Fixierung der Währung gegenüber den Sonderziehungsrechten erklärt.² Mit Beginn des Jahres 2005 erfolgte die Fixierung gegenüber dem Euro mit einer Schwankungsbreite von $\pm 1\%$.

Zentralbanken in der Herausforderung

Eine nominale Aufwertung infolge unerwünschter Kapitalzuflüsse kann mehrere Effekte auslösen: Auf kurze Frist wird die bestehende reale Aufwertung der Währung verstärkt und verschlechtert die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmenssektors mit der Folge steigender Leistungsbilanzdefizite. Mittelfristig kann die Inflationsrate unter das Inflationsziel der Zentralbank sinken. Dadurch verschlechtern sich die Finanzierungsbedingungen des Unternehmenssektors durch höhere Realzinsen und geringere als erwartete Gewinne. Schließlich wachsen die fiskalischen Belastungen über höhere Realzinsen und durch geringere Erträge bei den Unternehmenssteuern.

Die Zentralbank gerät unter Druck, insbesondere von Seiten der Regierung, ihre Zinsen zu senken und/oder zu intervenieren. Die damit verbundene Gefahr ist eine stärkere Kreditexpansion, die eine Umkehr der Kapitalströme und damit eine Wechselkurs- und Bankenkrise auslösen kann. Auslösende Faktoren für eine Umkehr dürften in den neuen Mitgliedsländern vor allem politische

Instabilitäten, institutionelle Schwächen des Bankensektors, inflationierte Börsenwerte sowie Konflikte zwischen Regierung und Zentralbank vor dem Hintergrund einer ungünstigen makroökonomischen Lage sein.

In den Ländern mit Currency Board (baltische Länder) führen Kapitalzuflüsse zu einer Expansion der Geldmenge und damit über eine höhere Inflationsrate zur realen Aufwertung. Das Risikopotenzial für eine Bankenkrise nähme zu, wenn, wie in den baltischen Ländern, ein Teil der Zuflüsse mit einer Erhöhung der Verschuldung des Bankensektors einherginge, der keine adäquate Risikostruktur der Kreditvergabe zugrunde liegt. Im Gegensatz zu den baltischen Ländern sind die Zentralbanken der anderen fünf neuen Mitgliedsländer vor besondere Herausforderungen gestellt, da die Wahrung der inneren und äußeren Stabilität der Währung in ihre Verantwortung fällt.

Das Risiko einer Finanzkrise (Wechselkurs- und/oder Bankenkrise) ist gegenwärtig jedoch noch als gering einzuschätzen. Der IWH-Finanzkrisenindikator,³ der Daten bis Dezember 2004 umfasst, meldet nur für Slowenien und Polen (vgl. Abbildung 4) einen auffälligen und für die Slowakei einen vorerst schwachen Anstieg des Potenzials für eine Krise in den folgenden 18 Monaten. Der Anstieg des Indikators für die drei Länder ging im Wesentlichen auf das Verhältnis zwischen Kredit- und Einlagenzins zurück. Typischerweise steigt dieses Verhältnis im Vorfeld von Finanzkrisen an, weil die Banken auf

² In diesem Währungskorb nimmt der Euro 29%, der US-Dollar jedoch 45% ein. Schwankungen des Euro-Dollar-Verhältnisses übertragen sich damit auch auf die lettische Währung.

³ Vgl. unter www.iwh-halle.de/d/abteil/most/aktuelles/signal/Methode.pdf

eine Zunahme der Kreditrisiken mit einer Anhebung des Spreads reagieren.

In *Slowenien* nahm das Kreditrisiko des Bankensektors durch einen Anstieg der Auslandsverschuldung zu. Damit verbunden war eine zunehmende Diskrepanz zwischen kurzfristiger Auslandsverschuldung und langfristiger Inlandskreditvergabe.⁴ Darüber hinaus waren die Gewinne der Banken aus Swap-Geschäften mit der Nationalbank drastisch zurückgegangen. Die Zinssenkungen der Nationalbank des Jahres 2004 wurden vom Bankensektor nicht weitergegeben, weil zum einen der Wettbewerb zwischen den Banken unter allen neuen Mitgliedsländern am schwächsten ist und zum anderen die starke Euroisierung den Zinsmechanismus erheblich beschränkte.⁵ Aber das makroökonomische Umfeld ist in Slowenien durch Stabilität gekennzeichnet, sodass die 2004 beobachtete Umkehr in den Portfolioströmen keine größere Gefahr für den Bankensektor und den Wechselkurs darstellte. In den nächsten zwei Jahren ist mit einer erheblichen realen Aufwertung der Währung zu rechnen, hinter der jedoch eine entsprechende Produktivitätsentwicklung steht.

Ganz anders sieht die Situation in *Polen* aus. Einem Rückgang der Nettoverschuldung des Bankensektors im Ausland 2004 stand ein erheblicher Anstieg der Portfolioinvestitionen gegenüber. Die dem zugrundeliegenden Aufwertungserwartungen sah die Nationalbank aber offenbar nicht als zentrales Problem an. Die Zentralbank entschied sich für Zinserhöhungen, weil das makroökonomische und politische Umfeld instabil war. Die Zinserhöhungen begründete sie mit gestiegenen Inflationserwartungen.⁶ Der Anstieg des Spreads zwischen Kredit- und Einlagezinsen war dann darauf zurückzuführen, dass der Bankensektor die höheren Zinsen umgehend weitergab. Dies erfolgte vor dem Hintergrund eines eher ungünstigen Verhältnisses zwischen kurzfristiger ausländischer Verschuldung und langfristiger inländischer Kreditvergabe, wobei Fremdwährungskredite an Inländer mehr als 30% stellten. Die Erhöhung der Kreditzinsen diente also dazu, das gestiegene Wechselkursrisiko abzudecken. Dadurch dürfte es allerdings zu einer

deutlichen Belebung der Kapitalzuflüsse kommen in Verbindung mit einer starken realen Aufwertung und einer absehbaren Verschlechterung der Leistungsbilanz. Das Risiko einer Umkehr der Kapitalströme wird in Polen ab der zweiten Jahreshälfte 2005 noch steigen, da im Herbst Parlamentswahlen anstehen, die zusätzliche Unsicherheiten hinsichtlich einer Konsolidierung der öffentlichen Haushalte auslösen könnten.

Die Nationalbank der *Slowakei* versuchte im Verlaufe des Jahres 2004 zunächst mit Zinssenkungen, Devisenmarktinterventionen und Offenmarktoperationen (Repo-Tender) die kurzfristigen Kapitalzuflüsse einzudämmen. Im September 2004 wurden die Kosten der Sterilisierung auf 1% des BIP pro Jahr geschätzt. Als sich danach die kurzfristigen Kapitalzuflüsse fortsetzten und erhebliche Aufwertungserwartungen offenbar wurden,⁷ stellte die Nationalbank ihre Offenmarktoperationen Anfang 2005 ein.

In *Ungarn* haben die Konflikte zwischen Regierung und Nationalbank in der Geld- und Wechselkurspolitik bereits im Jahr 2003 zu gegenläufigen Maßnahmen (Zinsänderungen, Devisenmarktinterventionen, Abwertung des Forint) geführt,⁸ da nach Einführung des $\pm 15\%$ Wechselkursbandes der Wechselkurs ständig in die Nähe der unteren Bandgrenze rutschte. Diese Konflikte setzten sich trotz Senkung der Leitzinsen⁹ im vergangenen Jahr fort und kulminierten Ende 2004 in der Erweiterung des geldpolitischen Rates der Nationalbank um 4 von der Regierung bestimmte Mitglieder, deren Auftrag darin besteht, die restriktive und wachstumsdämpfende Geldpolitik der Nationalbank zu mildern. Dies erfolgte vor dem Hintergrund eines besonders starken Nettokapitalzuflusses, wobei die Portfolioinvestitionen drastisch zunahmen.

In *Tschechien* ging ein Aufwertungsdruck offenbar von einer Umkehr der vormals negativen Portfolioströme aus. Die Umkehr dürfte im Zusammenhang mit dem Finanzierungsbedarf der Regierung stehen; das Budgetdefizit gehört zu den höchsten unter den neuen Mitgliedsländern. Allerdings sah die Zentralbank die reale Aufwertung durch die Produktivitätsentwicklung gedeckt. Sie

⁴ Vgl. BANK AUSTRIA: Der Bankenmarkt in Zentral- und Osteuropa. Wien 2004.

⁵ Über 30% der Einlagen bei Banken sind in fremder Währung. Vgl. BANK AUSTRIA, a. a. O.

⁶ NATIONAL BANK OF POLAND: Information from a meeting of the Monetary Policy Council held on 29-30 June 2004. <http://www.nbp.pl>

⁷ Vgl. NATIONAL BANK OF SLOVAKIA: Statement from the 4th meeting of the Bank Board of the NBS. 8. Februar 2005. <http://www.nbs.sk>

⁸ Vgl. MILE, I.: Ungarn: Keine weiche Landung im europäischen Wechselkursmechanismus, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 4/2004, S. 102-107.

⁹ Vgl. MAGYAR NEMZETI BANK: Minutes of the Monetary Council meeting of 24 Januar 2004. <http://www.mnb.hu>

entschied sich für eine Zinssenkung, um zu verhindern, dass eine zu starke Krone die Inflationsrate unterhalb des Inflationsziels drückt.¹⁰

In den *baltischen Ländern* haben die starken Kapitalzuflüsse kurzfristiger Art zu sinkenden Zinsen und dementsprechend zu ausgeweiteter Kreditgewährung der Banken geführt, sodass steigende Leistungsbilanzdefizite sich mit einer verschlechterten Risikoposition des Bankensektors verbinden. Eine Wechselkurskrise ist zwar institutionell ausgeschlossen, nicht aber der Ausbruch einer Bankenkrise. Gleichwohl ist das Risiko praktisch eher gering, weil die Bankensysteme der baltischen Länder vergleichsweise stabil und durch ausländisches Eigentum abgesichert sind.

Ausblick

Die Entwicklung der gesamten Region Mittel- und Osteuropas wurde durch den Beitritt von acht Ländern zur EU veränderten Rahmenbedingungen unterworfen. Bis zum Beitritt war die Transformation der Wirtschaften von der Plan- hin zur Marktwirtschaft bestimmendes Element in diesen

Ländern. Die unterschiedlichen Transformationsfortschritte bewirkten auch Unterschiede in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Mit der EU-Mitgliedschaft eines Teils der Region werden nun weitere differenzierende Faktoren hinzukommen. Die sichtbarsten Auswirkungen werden aller Voraussicht nach eine Stabilisierung des Investitionswachstums und weitere Nettokapitalzuflüsse sein. Während über die Investitionen, teilweise finanziert von der EU, positive Wachstumsauswirkungen ausgehen werden, sind die Nettokapitalzuflüsse ambivalent einzuschätzen. Auch im laufenden Jahr wird sich der Anstieg der Portfolioinvestitionen fortsetzen, und die Nettokreditaufnahme des Bankensektors dürfte sich erholen. Insbesondere die daraus folgende Aufwertung der Währungen kann zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit beitragen und die Inflationierung der Vermögenswerte die Gefahr von Finanzkrisen verstärken.

Hubert.Gabrisch@iwh-halle.de

¹⁰ CZECH NATIONAL BANK: Minutes of the Board Meeting on 27 January 2005. <http://www.cnb.cz>