

Mittel- und Osteuropa wird von der globalen Finanzkrise angesteckt*

Finanzkrise erreicht die Region

Noch bis zum Ende des Frühjahrs 2008 schien es, als würden die mittel- und osteuropäischen Länder von der globalen Finanzkrise nicht allzu stark getroffen zu werden.⁵⁸ Zwar hatte die ungarische Regierung das seit einigen Jahren bestehende Wechselkursband für den Forint im Februar aufgeben müssen, zwar nahmen die Inflationsraten in allen Ländern ebenso wie in der gesamten EU nicht zuletzt wegen der spekulativen Preisentwicklungen auf den Rohstoffmärkten zu, auch kam es zu erheblichen Rückgängen der Kurse an den wichtigsten Börsenplätzen, aber insgesamt fielen diese Bewegungen schwächer aus als in den „alten“ EU-Ländern und der Gesamtheit der *emerging markets*. Analysten erklärten dies mit einem völlig anderen Immobilienmarkt als in den USA und der Bankenstruktur: Der Finanzsektor der Länder sei wenig in den Handel mit Finanzinnovationen involviert und außerdem von internationalen Banken mit langfristig orientiertem Engagement dominiert.⁵⁹ Die letzte Welle der Vermögenskorrekturen auf den internationalen Finanzmärkten vom Oktober traf die Länder allerdings ziemlich schwer. In Russland musste die Zentralbank bereits im September erste Interventionen zur Stützung des Rubels mit Hilfe der in den vergangenen Jahren angesammelten Devisenreserven durchführen. Investoren befürchteten nicht nur Sanktionen nach dem Georgien-Konflikt; es verschlechterte sich auch ihre Einschätzung der längerfristigen Zahlungsfähigkeit des Landes wegen des seit Mitte Juli zu beobachtenden Einbruchs der Rohölpreise und damit des zentralen Trägers der prosperierenden Wirtschaft der vergangenen Jahre. In der zweiten Oktoberwoche musste die Staatsbank weitere 15 Mrd. US-Dollar einsetzen, um die Wirkung des Abzugs ausländischen Kapitals auf

* Dieser Artikel erschien bereits in: IWH, Wirtschaft im Wandel 12/2008, S. 453-460.

⁵⁸ Simone Lösel hat die wesentlichen Beiträge zur Statistik dieses Artikels geliefert.

⁵⁹ GARDÒ, S.; HILDEBRANDT, A.; WALKO, Z.: Walking the Tightrope: A First Glance on the Impact of the Recent Global Financial Market Turbulence on Central, Eastern and Southeastern Europe, in: Financial Stability Report, 2008, issue 15. Austrian National Bank, pp. 119-140.

den Wechselkurs zu kompensieren.⁶⁰ Ungarn und die Ukraine werden Stützungskredite von IWF, Weltbank bzw. der EZB (Ungarn) erhalten. Weißrussland hat sich ebenfalls mit der Bitte um ein Beistandsabkommen an den IWF gewandt.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt (Mitte Dezember) sind die baltischen Länder, Ungarn sowie Bulgarien, Rumänien und Kroatien am stärksten, die Tschechische Republik, die Slowakei und Slowenien am geringsten von der Übertragung gestiegener Risiken auf den globalen Finanzmärkten betroffen. Auch Polen zeigt erste Anzeichen einer Ansteckung mit dem Abzug von Portfolioinvestitionen. Damit sind nicht nur Länder mit den größten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten oder mit einer unzureichenden politischen Glaubwürdigkeit (Ungarn) besonders betroffen.⁶¹⁻⁶² Auch in politisch stabilen Ländern hat sich die Dominanz internationaler Banken als Einfallsschneise für die international gestiegenen Risiken erwiesen. Welche realwirtschaftlichen und institutionellen Folgen die Ansteckung haben wird, hängt sowohl von den speziellen Ansteckungskanälen als auch den Spielräumen der Geld- und Fiskalpolitik ab; Faktoren, die im Folgenden diskutiert werden.

Die wichtigsten Ansteckungskanäle

Finanzkrisen in den mittel- und osteuropäischen Ländern traten in den 1990er Jahren überwiegend im Zusammenhang mit dem Transformationsprozess auf, und zwar zum einen wegen der noch fragilen Finanzsysteme und zum anderen wegen der mangelnden Glaubwürdigkeit und Stabilität der Geld- und Fiskalpolitiken. Ansteckungseffekte etwa aus der Asienkrise (auf die Tschechische Republik

⁶⁰ Die Währungsreserven betragen am 31.10.2008 noch immer ca. 400 Mrd. US-Dollar als Resultat jahrelang günstiger Rohstoffpreise. Aber immerhin: Sie waren seit dem 31.08.2008 um 62 Mrd. US-Dollar geschrumpft.

⁶¹ ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK: Recent Economic Developments in Selected CESEE Countries. Box 1. http://www.oenb.at/en/geldp_volksw/zentral_osteuropa/recent_economic_developments.jsp, Zugriff am 07.11.2008.

⁶² Wir müssen zu den politisch instabilen Ländern auch die Ukraine zählen, die in dieser kurzen Analyse jedoch nicht weiter behandelt wird. (Ähnlich wie Russland von sinkenden Rohölpreisen getroffen wird, ist die Ukraine sinkenden Stahlpreisen ausgesetzt.)

im Mai 1997 oder Russland im Sommer 2008) besaßen nur geringe Bedeutung. Die Ablösung der bis dahin verfolgten Politik eines Wechselkursziels durch freie *floats* oder durch *currency boards* hat nachfolgend erheblich zur Entlastung der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung und damit zu mehr Glaubwürdigkeit geführt. Die zunehmende Dominanz internationaler Banken wird als stabilisierend hinsichtlich der Bankensysteme gewertet. Gleichwohl schützen weder *float* noch *currency board* noch ein stabiles Bankensystem vor einer Ansteckung, die in der globalen Finanzwirtschaft ihren Ausgang nimmt. Diese Ansteckung kann über eine Vielzahl von Kanälen erfolgen, von denen drei besonders wichtig sind: Erstens kann aus der Sicht institutioneller Investoren der Preisverfall von Finanztiteln im Ursprungsland der Krise auch zu einer Reduzierung des Engagements in bisher nicht betroffenen Ländern führen – mit dem Ziel, eine optimale Risikostruktur des Portfolios wiederherzustellen. Internationale Investoren würden dann ihr Finanzengagement in Mittel- und Osteuropa reduzieren. Zweitens kann die globale Finanzkrise generell zu einer Verschlechterung der Stimmung gegenüber *emerging markets* und hier auch der mittel- und osteuropäischen Länder führen. Die Folge wäre ein Anstieg der Risikoprämien oder im extremen Fall sogar eine Umkehr der Nettoportfoliozuflüsse in die Region. Der dritte Kanal kommt in einer drastischen Verschlechterung der globalen Kreditkonditionen zum Ausdruck, die sich bei integrierten Finanzmärkten auch auf die Region Mittel- und Osteuropa ausbreiten würde. Hier käme es über einen Rückgang, und im schlechtesten Fall durch eine plötzliche Umkehr der Kapitalzuflüsse und einem daraus folgenden Anstieg der Liquiditätsbeschränkungen, zu steigenden Finanzierungskosten für die nicht finanziellen Sektoren der Wirtschaft (private Haushalte, Unternehmen, Gebietskörperschaften), in einigen Ländern sogar zu einer Kreditverknappung (*credit crunch*).

In Mittel- und Osteuropa spielen die Börsenplätze im Vergleich mit dem Bankensektor und den Märkten für Staatspapiere nur eine geringe Rolle. Dementsprechend sind drei Indikatoren für eine Ansteckung besonders zu betrachten:

- Bei Staatstiteln wäre ein Anstieg der *bond-yields* zu beobachten: Der Abzug von Investi-

tionen in diese Titel würde Finanzierungskosten des Staats erhöhen.

- Im Geschäftsbankensektor kommt eine Ansteckung durch den Abzug von Einlagen und nachfolgend in einem Anstieg des Zinsaufschlags und anderer Kreditkosten gegenüber vergleichbaren Märkten zum Ausdruck. Eine Verschlechterung der Geldversorgung löst quantitative Kreditrestriktionen aus, die in einem *credit crunch* enden können. Hier kommt es also auf das Verhältnis von Kreditnachfrage und -angebot an.

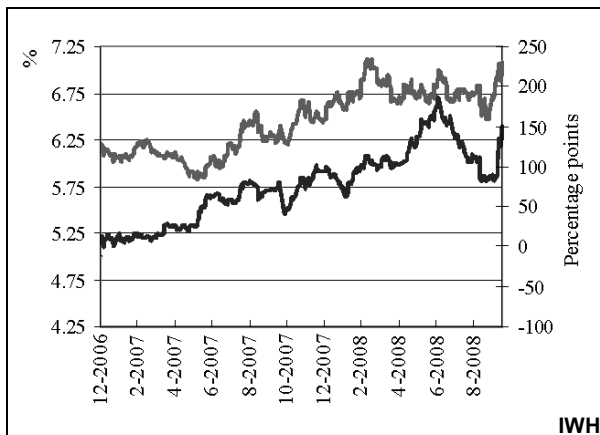
Steigende Zinsen für Staatstitel signalisieren Portfolioanpassungen

Seit Ausbruch der Finanzkrise sind die Erträge auf Regierungstitel in der gesamten Region gestiegen, in einigen Ländern deutlich stärker als in wichtigen Regionen der Weltwirtschaft. In den Vereinigten Staaten, Europa insgesamt und in Japan nahmen die Erträge zwischen März und Juli 2008 um etwa 50 Basispunkte zu,⁶³ während in Polen und Ungarn bei einigen Laufzeiten ein Anstieg von bis zu 100 Basispunkten verzeichnet wurde (Abbildungen 1 und 2). Dies verweist auf eine sinkende Bereitschaft von Investoren, längerfristige Staatstitel in ihren Portfolios zu halten. Tatsächlich ist in Polen der Anteil ausländischer Investoren am Markt für Regierungstitel in der Zeit von April bis Oktober 2008 gefallen (um 10%). Abbildung 1 zeigt für den aktuellen Rand auch eine beträchtlich vergrößerte Differenz zwischen den Erträgen bei zehnjährigen polnischen Staatstiteln und dem Risikoaufschlag gegenüber der Eurozone. Dies reflektiert einen Anstieg der Risikoprämie auf Kreditausfall-Swap-Geschäfte (CDS), die als besonders sensibel hinsichtlich einer sich nähernden Finanzkrise angesehen werden. Eine derartige Entwicklung ist auch in den anderen Ländern der Region zu beobachten, wobei neben Polen und Ungarn (Abbildung 2) der stärkste Anstieg in Russland verfolgt werden kann. Nachdem Standard & Poor's im Oktober ihr Rating für Russland herabgestuft hatten, sind die Kosten für die Bedienung der Staatstitel für die russische Regierung erheblich angestiegen.⁶⁴ In der

⁶³ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS: BIS Quarterly Review. September 2008, pp. 1-6.

⁶⁴ Bloomberg, 23.10.2008.

Abbildung 1:
Ertragsentwicklung bei langfristigen polnischen
Staatstiteln



Untere Kurve: Erträge zehnjähriger Staatstitel. – Obere Kurve: Risiko-
aufschlag (spread) auf die Erträge zehnjähriger Staatstitel gegenüber
der Eurozone.

Quelle: National Bank of Poland: Financial Stability Report,
Oktober 2008.

Abbildung 2:
Ungarn: Risikoaufschläge auf Kreditsicherungen
(CDS) und die Ertragsentwicklung auf Staatstitel
- in Forint -



Quelle: Magyar Nemzeti Bank: Report on Financial Stabi-
lity, October 2008.

gesamten Region zeichnet sich ein Rückgang der Umsätze am Markt für Staatstitel ab, weil die Banken im Streben, ihre Portfolios mit liquiden Werten stabil zu halten, Angebot und Nachfrage einschränken. In einigen Ländern haben die Zentralbanken daher begonnen, Staatstitel aufzukaufen (z. B. Bulgarien), um über eine gesteigerte Nachfrage die Spannungen auf dem Markt abzubauen oder das Angebotsvolumen zu reduzieren (z. B. Ungarn).

Die Anfälligkeit des Bankensektors gegenüber dem Abzug von Einlagen

Ausländische Banken haben in der Transformationsperiode der 1990er Jahre nicht unerheblich zur Stabilisierung des Finanzsystems beigetragen, vor allem durch die Entwicklung eines Finanzsektors mit einem komplexen Instrumentarium und den Kreditvergabeprinzipien in Industrieländern. Ende 2007 stellten ausländische Tochterbanken etwa 95% des Kapitals des Bankensektors in den neuen EU-Ländern und Kroatien, wobei es sich vorwiegend um EU-Banken handelte. In Estland, der Slowakei und Kroatien ist das inländische Bankensystem fast vollständig in ausländischer Hand, in der Tschechischen Republik, Litauen, Ungarn und Rumänien zu mehr als 80%. Lediglich in Slowenien beträgt der Anteil ca. 30%.⁶⁵ Ein ausländisch dominierter Bankensektor schützt aber nicht vor externer Ansteckung, und zwar dann nicht, wenn die Mutterbanken selbst von der globalen Finanzkrise betroffen sind. Die höheren Risikoaufschläge auf Kredite an Banken in der Region hängen dabei nicht nur von Inflations- und Wachstumsaussichten ab. Auch die Höhe der Leistungsbilanzdefizite bestimmt die Abhängigkeit von ausländischen Kapitalzuflüssen in Form von Direkt-, Portfolio- und anderen Investitionen (Kredite, Einlagen). Zu den Ländern mit sehr hohen Defiziten (mehr als 10% des Bruttoinlandsprodukts) gehören die baltischen Länder (Lettland: 19%) sowie Bulgarien und Rumänien.

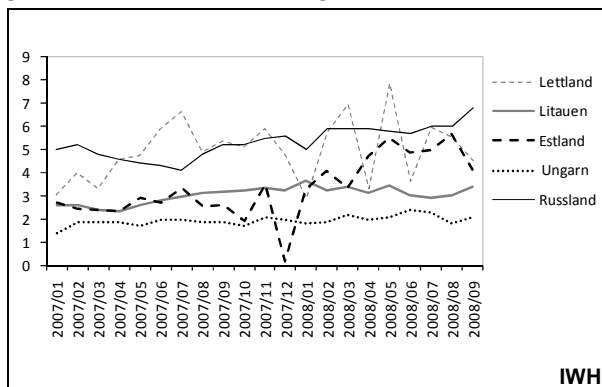
Beispiel *Estland*: Die größten Eigentümer der wichtigsten estnischen Banken sind skandinavische Finanzinstitutionen; ein substantieller Teil der institutionellen Kreditaufnahme stammt von diesen Mutterbanken. Da die Mutterbanken die mittelfristigen Perspektiven der estnischen Wirtschaft bereits seit Ende 2007 als schlecht einschätzen oder selbst international einem erhöhten Kreditrisiko als Folge der Finanzkrise ausgesetzt sind, haben sie ihre Kreditvergabe an die estnischen Tochterbanken,⁶⁶ aber auch ihre Einlagen dort bereits reduziert. Als Folge zeichnet sich eine Verschlechterung des Kredit-Einlagen-Verhältnisses ab; dementsprechend

⁶⁵ BADULESCU, D.; BAC, D.: Forms and Dimensions of Foreign Capital Expansion in the Banking Sector of Central and Eastern Europe. A Regional Perspective. MPRA Paper No. 7835, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/7835/>, Zugriff am 19.11.2008.

⁶⁶ Baltic Business News (bbn) vom 06.11.2008.

ist in Estland die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinssatz von 2,5 Prozentpunkten Anfang 2007 auf mehr als sechs Prozentpunkte Ende August 2008 gestiegen, ähnlich auch in Lettland (Abbildung 3). Erschwerend kommt in der gegenwärtigen Situation das in den letzten Jahren gewachsene Auslandsengagement estnischer Banken hinzu, wobei die Kreditvergabe auf den derzeit ebenfalls fragilen lettischen, litauischen, ukrainischen und russischen Märkten über Branchenfilialen und Leasingfirmen im Mittelpunkt stand. Wachsende Liquiditäts- und Solvenzprobleme auf diesen Märkten dürften negative Rückkopplungseffekte auf die estnische Bankenlandschaft ausüben.

Abbildung 3:
Verhältnis von Kredit- zu Einlagenzinssatz in ausgewählten Ländern der Region



Quellen: Zentralbanken der Länder.

Soweit in den Ländern der Region die Zentralbank Umfragen zur Änderung des Kreditvergabe- verhaltens des Bankensektors publiziert (Ungarn, Polen, Estland), haben sich die Konditionen für eine Kreditvergabe der Banken in den letzten Monaten erheblich verschlechtert. Die Konditionen umfassen nicht nur die Höhe der Verzinsung einschließlich der Risikoaufschläge, sondern auch andere Finanzierungskosten sowie die Regeln und Bedingungen für eine Kreditvergabe (Sicherheiten, Laufzeiten, Obergrenzen, Kreditgeschichte). Ebenso geben die befragten Banken an, dass sie eine weitere Verschärfung der Kreditvergabebedingungen in den nächsten Monaten planen.

Wenn das Kreditangebot unter die Kreditnachfrage sinkt, droht ein *credit crunch*. Dieser ist offenbar in einigen Finanzmarktsegmenten bereits eingetreten. Die polnischen Banken registrierten einen

starken Anstieg der langfristigen Kreditnachfrage von großen Unternehmen, während sie selbst Obergrenzen und Laufzeiten der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor restriktiver handhabten.⁶⁷

Currency Boards und Geldversorgung

Für die Sicherung der Kreditversorgung spielt die Versorgung mit Geld eine wichtige Rolle. Eine derzeit dazu notwendige monetäre Expansion mit der Folge sinkender Kreditzinsen und erweiterter quantitativer Vergabemöglichkeiten kann dabei von der Wechselkurspolitik eines Landes unterstützt, aber auch behindert werden. Eine Störung in der Kreditversorgung ist vor allem in jenen Ländern zu erwarten, deren Bankensektor unter der Abwesenheit einer eigenständigen Geldpolitik leidet. Dies ist der Fall, wenn das Wechselkursregime ein *currency board* ist. Abbildung 4 stellt die Entwicklung der Geldmenge in den vier Ländern der Region mit einem derartigen bzw. ähnlichen Arrangement⁶⁸ dar. Danach ist am aktuellen Rand die Geldmenge deutlich zurückgegangen, sodass die Gefahr einer deflationären Entwicklung größer geworden ist. Unter den vier Ländern leidet Estland derzeit am stärksten unter den Auswirkungen der Finanzkrise. Die inländische Geldversorgung Estlands hängt fast ausschließlich vom Zufluss an ausländischen Zahlungsmitteln ab. Bis August 2008 verzeichnete die Zentralbank (Eesti Pank) einen Rückgang sowohl der kurz- als auch der langfristigen Einlagen ausländischer Kreditinstitutionen, was mit einem verringerten Devisenzufluss in den privaten Sektor korrespondiert.

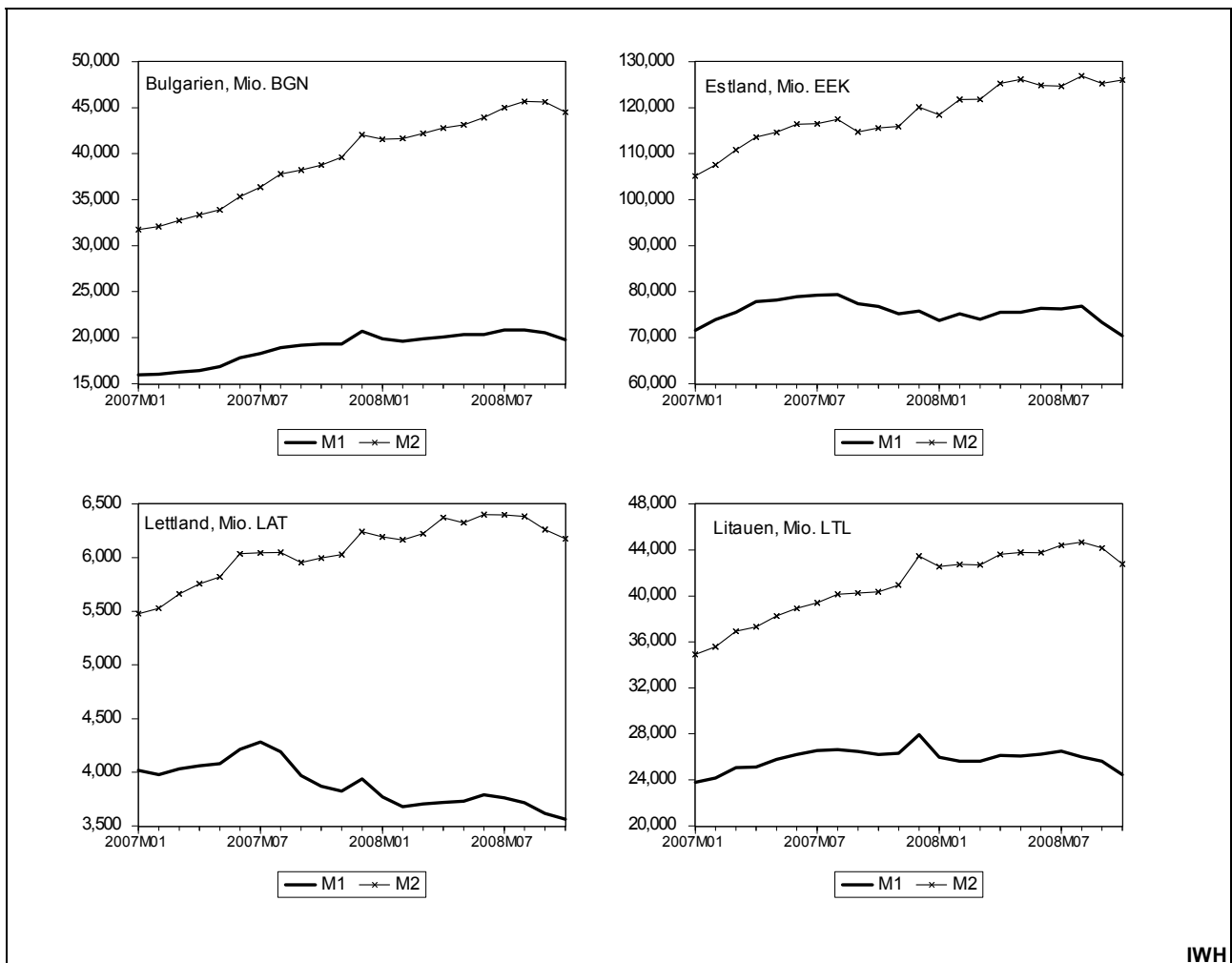
Auch floatende Wechselkurse schützen nicht vor Krisen

Frei oder fast frei floatende Wechselkurse schützen auf den ersten Blick besser vor Ansteckungseffekten als feste Wechselkurse. Erstens erleichtern sie der Zentralbank, die Geldversorgung aufrechtzuerhalten und damit auch Krediterleichterungen zu bewirken. Zweitens können sie die Akteure eines Landes dazu zwingen, Währungssicherung zu betreiben, wenn sie sich in ausländischer Währung

⁶⁷ NATIONAL BANK OF POLAND: Senior Loan Officer Opinion Survey 4th Quarter 2008, October 2008.

⁶⁸ Lettland hat offiziell kein *currency board*, die Regeln der Geldpolitik unter dem festen Wechselkursregime kommen allerdings einem *currency board* sehr nahe.

Abbildung 4:
Entwicklung der Geldmenge in den baltischen Ländern und Bulgarien



Quellen: National Bank of Bulgaria; Eesti Pank; Bank of Latvia; National Bank of Lithuania.

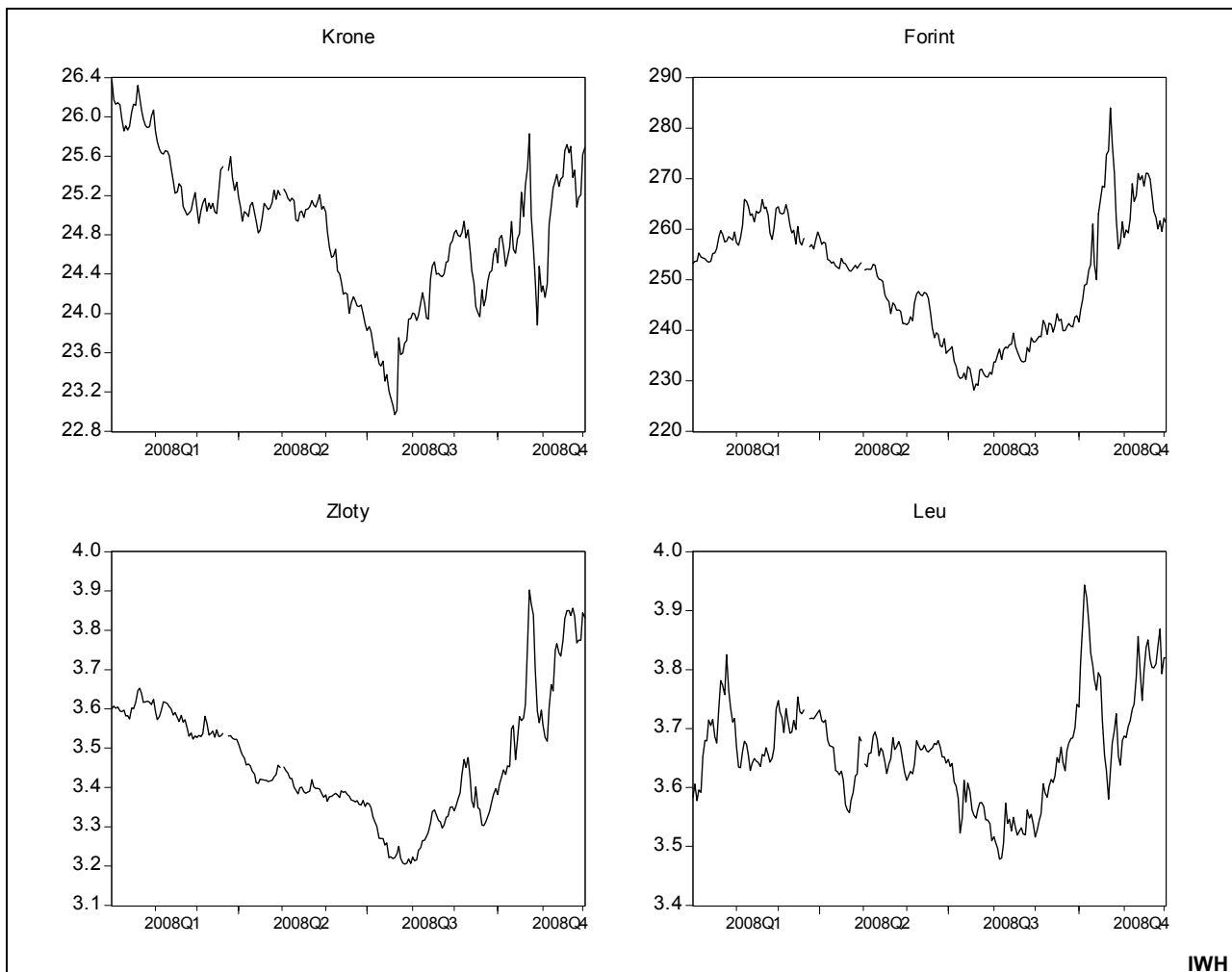
verschulden. Letzteres funktioniert allerdings nur dann, wenn es einen Kreditgeber gibt, der letztlich die Währung des Landes als Kreditwährung akzeptiert.⁶⁹ Ist dies nicht der Fall, sind die Akteure nicht in der Lage, ihre Fremdwährungskredite abzusichern. Wenn sie dann eine Abwertung befürchten, können sie über den Kauf von Fremdwährung versuchen, ihr Risiko zu verringern. Die Folge wäre die erwartete Abwertung der Währung, möglicherweise sogar eine Abwertungsspirale mit desaströsen Wirkungen. Typische Anzeichen für die fehlende Fähigkeit, Währungssicherung zu betreiben, sind die Finanzierung langfristiger Kreditvergabe durch kurzfristige Schuldaufnahme und eine fehlende Deckung der Verbindlichkeiten gegenüber dem Aus-

land durch Guthaben im Ausland („offene Fremdwahrungswahrungspositionen“). Ein Beispiel für einen *currency mismatch* ist die weitverbreitete Gewohnheit der privaten Haushalte in der Region, Hypotheken in ausländischer Währung aufzunehmen (Kredite in Schweizer Franken sind besonders verbreitet), ohne jedoch auch Einkommen in der Fremdwährung zu erzielen. Eine Abwertung der Währung würde ihre Rückzahlungsfähigkeit erheblich beeinträchtigen.

Abbildung 5 gibt einen Überblick über die Wechselkursentwicklung der vier Währungen, die einem freien *float* (polnischer Złoty, tschechische Krone, ungarischer Forint) folgen oder ein sehr flexibles Arrangement (*crawling band*) wie der rumänische Leu aufweisen. Alle vier Währungen kamen im September/Oktober unter erheblichen Druck. Die Abwertung überstieg in allen Fällen 10% innerhalb

⁶⁹ EICHENGREEN, B.; HAUSMAN, R.: Exchange Rates and Financial Fragility, in: NBER Working Paper No. 7418, November 1999.

Abbildung 5:
Wechselkurse zum Euro



Quelle: Europäische Zentralbank.

weniger Tage und wurde seitdem nicht wieder ausgeglichen. Während Zloty und Krone seit mehreren Jahren frei floaten, hat Ungarn erst am 26. Februar 2008 sein Wechselkursband aufgegeben. Damit wurde auch ein langandauerndes Konsistenzproblem in der Wirtschaftspolitik – ein Konflikt zwischen der Regierung und der Zentralbank – entschärft. In der Tat war ein Wechselkursziel angesichts des harschen fiskalischen Anpassungsprogramms des Jahres 2007 nicht weiter aufrechtzuerhalten; mit dem Übergang zu einem *float* wurde der Zentralbank ein größerer Spielraum in der Inflationsbekämpfung gegeben. Mit der Zuspitzung im Fall Ungarns ist jenes neue EU-Land betroffen, in welchem die Anfälligkeit des Finanzsektors als besonders hoch gilt.⁷⁰ Mit

dem fiskalischen Konsolidierungsprogramm des Jahres 2007 begann die Sparfähigkeit der privaten Haushalte zu sinken, und die vorwiegend ausländisch dominierten Geschäftsbanken mussten sich kurzfristig im Ausland verschulden, um ihre eher langfristig angelegte Kreditvergabe (vor allem Immobilienkredite) zu refinanzieren. Seit Frühjahr 2007 hat sich die Fälligkeitsstruktur der Kreditaufnahme in Richtung kurzfristiger Kredite sichtlich verschlechtert.

Auch der rumänische Leu kam Anfang Oktober unter erheblichen spekulativen Druck. Hier kommt es auf die Währungsreserven der Zentralbank an, um das Wechselkursziel zu verteidigen, wenn Erhöhungen des Leitzinses keine Wirkung in der Abwehr von Kapitalabflüssen mehr zeigen. Bis Ende September waren kurzfristige Mittel in Höhe von zwölf Mrd. Euro aus dem Land abgeflossen

⁷⁰ MAGYAR NEMZETI BANK: Report on Financial Stability, Update, October 2008, pp. 18-21.

Tabelle:
Veränderungsraten des realen Bruttoinlandsprodukts

	EE	LV	LT	PL	CZ	SK	HU	SI	RO	BG	RU	UK
2001	7,7	8,0	6,7	1,2	2,5	3,4	4,1	2,8	5,7	4,1	5,1	
2002	7,8	6,5	6,9	1,4	1,9	4,8	4,4	4,0	5,1	4,5	4,7	5,2
2003	7,1	7,2	10,2	3,9	3,6	4,8	4,2	2,8	5,2	5,0	7,3	9,6
2004	7,5	8,7	7,4	5,3	4,5	5,2	4,8	4,3	8,5	6,5	7,2	12,1
2005	9,2	10,6	7,8	3,6	6,3	6,6	4,1	4,3	4,2	6,2	6,4	2,7
2006	10,4	11,9	7,8	6,2	6,8	8,5	3,9	5,9	8,2	6,3	7,4	7,3
2007	6,3	10,2	8,9	6,7	6,0	10,4	1,1	6,8	6,0	6,2	8,1	7,6
2008 1q	0,2	3,3	7,0	6,0	5,3	9,3	1,7	5,7	8,2	7,0	8,5	6,5
2008 2q	-1,1	0,1	5,2	5,8	4,5	7,9	2,0	5,5	9,3	7,1	7,5	6,5
2008 3q	-3,5	-4,6	3,1	4,8	4,2	7,0	0,8	3,8	9,1	5,6	6,0	
2008 1q-3q*	-1,5	-0,4	5,1	5,5	4,7	8,1	1,5	5,0	8,9	6,6	4,0	6,9
2008 (EU)**	-1,3	-0,8	3,8	5,4	4,4	7,0	1,7	4,4	8,5	6,5		6,0
2009 (EU)**	-1,2	-2,7	0,0	3,8	3,6	4,9	0,7	2,9	4,7	4,5		

EE = Estland; LV = Lettland; LT = Litauen; PL = Polen; CZ = Tschechische Republik; SK = Slowakei; HU = Ungarn; SI = Slowenien; RO = Rumänien; BG = Bulgarien; UK = Ukraine. – * geschätzt; ** Prognose November 2008.

Quellen: EU-Kommission; Eurostat; OECD; IWF; Berechnungen des IWH.

und die offiziellen Reserven auf 28 Mrd. Euro gesunken. Die Zentralbank sieht vor allem in der Empfindlichkeit des Unternehmenssektors gegenüber Liquiditätsschocks das größte Problem, wenn die umfangreichen kurzfristigen Kredite durch ausländische Banken nicht weiter erneuert werden. Im August erhöhte die Zentralbank den Leitzins auf 10,25% (im Januar 2008 hatte er noch 7,25% betragen). Die spekulative Attacke gegen den Leu im Oktober signalisiert jedoch weitere Abflüsse und erwartete Abwertungen, die auch die privaten Haushalte schwer trafen. Im gesamten Verlauf des Jahres 2007 war der Anteil des Schuldendienstes in ausländischer Währung am Einkommen der privaten Haushalte angestiegen und erreichte Ende des Jahres ca. 30%.⁷¹

Ausblick: Rezession oder langanhaltende Krise? Regierungen entscheiden

Seit dem ersten Quartal 2008 zeichnet sich in allen Ländern der Region eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums ab, die in einigen Ländern (Estland, Lettland, Ungarn) in eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überzugehen droht (Tabelle). Hier handelt es sich zunächst vornehm-

lich um Übertragungseffekte über die Exporte angesichts einer sich nähernden Weltwirtschaftskrise, die ihrerseits das Ergebnis der Turbulenzen auf den Weltfinanzmärkten ist. Diese Effekte werden sich im Lauf des Jahres verstärkt haben, und mit einer Fortsetzung des Exportrückgangs ist auch 2009 zu rechnen. Im Verlauf dieses Jahres kamen die direkten Auswirkungen der Ansteckungseffekte hinzu, die von steigenden Finanzierungskosten und schlechteren Kreditkonditionen ausgehen. Auch hier ist der Höhepunkt noch nicht erreicht. Während die meisten Länder für 2008 zunächst nur eine Verringerung ihrer beträchtlich hohen Wachstumsraten verzeichnen werden, müssen Länder wie Lettland, Estland, Ungarn und wahrscheinlich Litauen bereits ein rückläufiges Wirtschaftswachstum hinnehmen, das sich aller Voraussicht nach auch 2009 fortsetzen wird. Zu diesen Ländern wird 2009 vermutlich die Tschechische Republik hinzustoßen. Es kommt nun entscheidend darauf an, aus dieser Rezession keine anhaltende Krise werden zu lassen, deren Ausmaße an die Transformationskrise der frühen 1990er Jahre erinnern könnten.

Die historischen Erfahrungen zeigen, dass mit Instrumenten der Geld- und Währungspolitik eine Finanzkrise allein nicht effektiv zu bekämpfen ist. Dies gilt aktuell besonders für die Zentralbanken der Currency-Board-Länder, die der Wirtschaft kei-

⁷¹ Vgl. NATIONAL BANK OF ROMANIA: Financial Stability Report, 2008, p. 87.

nerlei frische Reserven zuführen können. Was die übrigen Länder betrifft, so sind Zentralbankinterventionen in ihrer Wirkung begrenzt. Letztendlich dürfte auch die bisherige Unterstützung von IWF, Weltbank und EZB nicht ausreichen, um die Bankensysteme der Region zu stabilisieren. Auch die gegenwärtige globale Finanzkrise wird vorrangig mit fiskalpolitischen und anderen staatlichen Interventionen bekämpft, denn zugeführte Reserven können schnell wieder aus dem Wirtschaftskreislauf abfließen, wenn private Haushalte und Unternehmen ihre Konsum- und Investitionsausgaben drosseln und die Banken ihre Liquidität bei der Zentralbank parken. Damit stellen sich neue Herausforderungen an alle Regierungen der Region, insbesondere deshalb, weil ihr finanzieller Handlungsspielraum noch ungleich geringer ist als der der übrigen EU-Länder. Fraglich ist nicht nur die Durchsetzbarkeit des fiskalischen Konsolidierungs-

programms in Ungarn (das Haushaltsdefizit soll auf 3% dieses Jahr verglichen mit 9% 2007 sinken), fraglich ist auch, ob die Orientierung der Fiskalpolitik an der Verwirklichung des Konvergenzkriteriums für die Aufnahme in die Währungsunion weiter aufrechterhalten werden kann. Das große Problem der Zuführung von Reserven ist bei Ansteckungseffekten jedoch ihr möglicher Abfluss an die ausländischen Mutterbanken. Es ist daher absehbar, dass die Rolle eines inländischen Bankensektors in den Ländern neu bewertet wird, wobei die Übernahme von Anteilen durch den Staat oder die Gründung eigener Entwicklungsbanken wohl die Alternativen sein werden.

Hubert Gabrisch
(Hubert.Gabrisch@iwh-halle.de)