

Die neuen EU-Länder am Abgrund: Was tun?*

Finanzkrise greift massiv auf den realen Sektor über

Nachdem im Spätsommer/Herbst 2008 erste Anzeichen einer Ansteckung der mittel- und osteuropäischen Länder sichtbar wurden, hat sich die Finanzkrise Anfang 2009 auf alle neuen EU-Länder ausgebreitet und den realen Sektor erreicht. Faktisch hat die Finanzkrise das seit etwa 2001 andauernde Wirtschaftswachstum in den neuen Mitgliedsländern der EU zum Abbruch geführt. Neu ist das unvergleichlich hohe Tempo, mit dem dies geschah. Besonders deutlich tritt die hohe Geschwindigkeit des Kontraktionsprozesses in den baltischen Ländern zutage (vgl. Tabelle 1, Quartalsentwicklung 2008). Die Zahlen sind sogar schon wieder überholt, da jene Länder, die im vierten Quartal noch eine erstaunlich hohe Wachstumsrate ihres realen Bruttoinlandsprodukts zu verzeichnen schienen, mittlerweile wesentlich schlechtere Daten melden. Die Prognosen für das Jahr 2009 stammen von der EU-Kommission; auch diese sind mittlerweile veraltet. Das reale Bruttoinlandsprodukt der Region dürfte 2009 schrumpfen, und nicht nur stagnieren oder gar noch leicht wachsen. Für Tschechien ist ein Rückgang von 2% realistisch. Für Estland wird ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von sogar 20% bis 2011 nicht mehr ausgeschlossen.

Die Prognose der Kommission beruht auf der Annahme, dass es 2009 zu keiner wesentlichen Änderung in der Wirtschaftspolitik der Länder kommt; die fiskalischen Defizite entsprechen also den der Europäischen Kommission im Oktober 2008 mitgeteilten Programmen: Der nominale Wechselkurs zeigt keine Auf- bzw. Abwertungen, und die Zinssätze reflektieren keine Änderung der Geldpolitik. Alles in allem reflektiert dieses Szenario die weitere Vorbereitung der Länder auf die Übernahme des Euro durch einen weitgehenden Verzicht auf eine eigenständige Geldpolitik (Slowenien und die Slowakei gehören bereits zum Euroraum).

Angesichts der Ansteckung als Ursache der Krise in der Region ist eine nachhaltige Erholung vorrangig von der Konsolidierung der internationalen Finanzmärkte auch mit staatlicher Unterstützung

* Simone Lösel ist für exzellente Forschungsassistenten zu danken.

abhängig. Eine weitere Verschärfung der Finanzkrise, wie sie angesichts der noch ungelösten Probleme in den Bankensektoren wichtiger EU-Mitgliedsländer nicht auszuschließen ist, kann aber durchaus zu noch schlechteren realwirtschaftlichen Effekten führen. Gleichwohl sind auch die Politikinstrumente in den neuen EU-Ländern auf ihre Wirkung zu überprüfen, und es ist zu fragen, welchen Spielraum und welche Orientierung die nationalen Politiken überhaupt besitzen. Hier zeichnen sich erhebliche Differenzen zwischen den Ländern ab. Einige Zentralbanken reagierten bereits mit einer Lockerung ihrer Geldpolitik, wobei zu hinterfragen ist, ob diese Lockerungen angesichts der noch verfolgten Konvergenzziele ausreichend sind. In anderen Ländern (baltische Länder) war aufgrund der Wechselkursbindung der Geldpolitik eine expansive Geld- und Fiskalpolitik nicht möglich, mit augenscheinlich fatalen Folgen.

Die akute Gefahr einer Debt Deflation

Generell kann beobachtet werden, dass der weltweiten Krise extreme Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft vorausgingen. Die antizyklische Politik in den USA und die prozyklischen Politiken in den Entwicklungs-, Schwellen- und sogar EU-Ländern¹² seit Ende der 1990er Jahre verstärkten die defizitäre Position der Vereinigten Staaten in der Weltwirtschaft. Sie erweckten weltweit bei den Anlegern den Eindruck, es ließen sich höhere Renditen als früher erzielen, sodass die Kapitalzuflüsse einen Boom bei den Vermögenspreisen auslösten und zu einer Überschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen führten.¹³ Eine ähnliche Situation konnte in den mittel- und osteuropäischen Ländern beobachtet werden: Die Leistungsbilanzdefizite nahmen zu, insbesondere gegenüber einigen EU-Ländern, darunter Deutschland. Faktisch wurde das hohe Wirtschaftswachstum über Kapital- und Kreditzuflüsse finanziert. Anstatt als Reaktion auf die Handelsdefizite abzuwerten, werteten die Währun-

¹² Vgl. GABRISCH, H.: Institutionelle Defizite und wachsende Spannungen in der Euro-Zone, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel* 7/2007, S. 257-263.

¹³ Vgl. ORLOWSKI, L.: Stages of the Ongoing Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset Bubble? IWH-Diskussionspapiere 11/2008.

Tabelle 1:
BIP-Wachstumsraten in den neuen EU-Ländern

	EE	LV	LT	PL	CZ	SK	HU	SI	RO	BG	Region
2001	7,7	4,1	6,7	1,2	2,5	3,4	4,1	3,1	5,7	4,1	3,0
2002	7,8	4,4	6,9	1,4	1,9	4,8	4,4	3,7	5,1	4,5	3,1
2003	7,1	4,2	10,2	3,9	3,6	4,8	4,2	2,8	5,2	5,0	4,3
2004	7,5	4,8	7,4	5,3	4,5	5,2	4,8	4,4	8,5	6,5	5,6
2005	9,2	4,1	7,8	3,6	6,3	6,6	4,1	4,1	4,2	6,2	4,6
2006	10,4	3,9	7,8	6,2	6,8	8,5	3,9	5,7	8,2	6,3	6,4
2007	6,3	1,3	8,9	6,7	6,6	10,4	1,3	6,1	6,0	6,2	6,0
2008 ^a	-2,4	-2,3	3,4	5,0	4,2	7,1	0,9	4,0	7,8	6,4	4,5
2009 ^a	-4,7	-6,9	-4,0	2,0	1,7	2,7	-1,6	0,6	1,8	1,8	0,8
2008 1q	0,2	3,3	7,0	6,0	4,4	9,3	1,7	5,7	8,2	7,0	5,7
2008 2q	-1,1	0,1	5,2	5,8	4,4	7,9	2,0	5,5	9,3	7,1	5,4
2008 3q	-3,5	-4,6	2,9	4,8	4,0	6,6	0,8	3,9	9,1	6,8	4,4
2008 4q	-9,4	-10,5	-2,0	2,9	0,2	2,5	-2,0	-0,8	4,6 ^b	3,6	2,3

EE = Estland; LV = Lettland; LT = Litauen; PL = Polen; CZ = Tschechien; SK = Slowakei; HU = Ungarn; SI = Slowenien; RO = Rumänien; BG = Bulgarien. – ^a Prognose der EU-Kommission vom Januar 2009. – ^b IWH-Schätzung auf Basis der von der EU-Kommission prognostizierten Werte für das gesamte Jahr 2008. Übrige Werte: Nationale statistische Ämter der Länder.

Quellen: European Commission: Interim Forecast, January 2009, http://ec.europa.eu/economy_finance/pdf/2009/interimforecast_january/interim_forecast_jan_2009_en.pdf, Zugriff am 19. 01. 2009; Berechnungen des IWH.

gen der Länder auf, und die Preise der Finanzaktiva und Immobilien zeigten bis zum Sommer 2008 Anzeichen einer drastischen Übertreibung der Vermögenswerte. Eine Ausnahme bildete(n) Russland (und die Ukraine), dessen (deren) Leistungs- und Reservenbilanz von den Preisentwicklungen bei den Rohstoffvermögen (insbesondere Öl und Stahl) profitierte(n).

Das Platzen der Immobilienblase in den Vereinigten Staaten beendete diesen Boom. Möglicherweise wäre es nur zu einer sanften Landung der Konjunktur gekommen, wenn die Immobilienkrise nicht auch die anderen Vermögenswerte, angefangen bei den Ölpreisen, mit sich gerissen hätte. Wenn Vermögensblasen auf diese „koordinierte“ Weise platzen, droht die gefürchtete *debt deflation*. Denn im Zuge des Verfalls der Vermögenspreise verschlechtert sich das Verhältnis von Finanzvermögen und Kreditschuld. Mit dem Versuch, die wachsende Überschuldung zu reduzieren, greifen Unternehmen häufig zu Preissenkungen als Mittel, um ihren Absatz und damit ihre Einnahmen zu erhöhen. Weitete sich dieses Verhalten aus, ergeben sich gesamtwirtschaftlich negative Rückwirkungen auf Vermögenspreise, Kreditvergabe, Produktion, Einkommen und Beschäftigung.

Der weltweite Verfall der Vermögenspreise traf die Länder der hier betrachteten Region bisher allerdings unterschiedlich: Der Verfall der Rohstoffvermögen schlug sich direkt auf die Exporteinnahmen Russlands (Ölpreisverfall) und der Ukraine (Stahlpreisverfall) nieder. Der Verfall der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten, gefolgt vom weltweiten Niedergang der Börsen und der Märkte für Unternehmensanleihen und Staatstitel, wirkte sich indirekt auf die neuen EU-Länder aus, wobei diejenigen Länder stärker und schneller betroffen waren, die höhere Leistungsbilanzdefizite, eine stärkere Exportabhängigkeit und/oder eine hohe Bruttoauslandsverschuldung aufwiesen (vgl. Tabelle 2). Gemessen an der Höhe des Leistungsbilanzdefizits und der Bruttoauslandsverschuldung ist die Lage der baltischen Länder besonders prekär. Dieses Bild deckt sich mit dem der realwirtschaftlichen Entwicklung in Tabelle 1. Allen drei Ländern und im Übrigen auch Bulgarien (das derzeit noch keine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung zeigt) gemeinsam ist ein monetäres Regime, welches die externe Ausgesetztheit noch verstärkt – ein Aspekt, auf den noch einzugehen sein wird.

Tabelle 2:
Indikatoren außenwirtschaftlicher Abhängigkeit 2007
- in % des Bruttoinlandsprodukts -

Land	Leistungsbilanzsaldo	Exporte (Güter)	Bruttoauslandsverschuldung
Estland	-16,2	52,9	113,1
Lettland	-23,4	28,5	133,1
Litauen	-7,1	44,0	70,7
Polen	-4,0	34,1	46,5 ^a
Tschechien	-3,2	70,2	35,7
Slowakei	-4,7	77,0	52,7
Ungarn	-4,6	67,7	88,1 ^a
Slowenien	-4,8	57,4	78,9 ^a
Rumänien	-14,3	23,9	52,2
Bulgarien	-21,6	46,6	91,8

Quellen: Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW): Current Analyses and Forecasts, 2008; WIIW Handbook of Statistics 2007; Exportquoten: Eurostat.

Die Kanäle, über welche die Ansteckung verlief, setzen die Prioritäten und den Rahmen für die wirtschaftspolitischen Handlungsräume. Unter den verschiedenen Ansteckungskanälen¹⁴ sind für die neuen EU-Länder besonders zwei hervorzuheben:

- Anpassungen in der Risikostruktur internationaler Finanzinvestoren, sodass ein Verfall von Vermögenspreisen etwa in den Vereinigten Staaten oder in anderen Ländern im Portfolio von Investoren auch zu einer Verringerung von Anteilen in Mittel- und Osteuropa führte, allein aus dem Motiv, eine ausgewogene Risikostruktur des Portfolios zu bewahren. Opfer sind hier vor allem Staatspapiere, aber auch Aktien, deren Werte drastisch gefallen sind.
- Eine Verschlechterung der globalen Kreditkonditionen angesichts der sich abzeichnenden weltwirtschaftlichen Rezession mit erheblichen Auswirkungen auf den realen und den Bankensektor der neuen EU-Länder. Folge: Abzug von Einlagen und Rückgang der Kreditvergabe (insbesondere im kurzfristigen Bereich).

Wie sich diese Kanäle auf die Wirtschaftspolitik auswirken, wird nachfolgend diskutiert.

¹⁴ Vgl. auch GABRISCH, H.: Mittel- und Osteuropa wird von der globalen Finanzkrise angesteckt, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 12/2008, S. 453-460.

Höhere Risikoprämien auf Staatstitel begrenzen fiskalische Spielräume

Der Verfall der von ausländischen Investoren gehaltenen Finanzaktiva begrenzt faktisch den Manövriererraum der Fiskalpolitik bei der Bekämpfung der Krise durch Ausgabenprogramme. Zum einen kommt der Verfall der Preise für Staatsanleihen in erhöhten Risikoaufschlägen zum Ausdruck, welche die Finanzierungskosten für Ausgabenprogramme erheblich erhöhen. Im Zuge der Ausbreitung der Finanzkrise haben sich die Risikoaufschläge auf *emerging market bonds* zwischen Mitte September und Oktober 2008 für die europäischen Länder (d. h. alle mittel- und osteuropäischen Länder) mehr als verdoppelt; nach ihrem Rückgang bis Mitte Januar 2009 bleibt noch immer ein um fast 70% höheres Niveau (vgl. Tabelle 3); dies entspricht den weltweiten Bewegungen.

Zum anderen kündigt sich für die Länder eine Verschlechterung der Einstufung durch die internationalen Rating-Agenturen an. Slowenien weist das beste Rating auf, alle anderen Länder werden schlechter eingeschätzt, nicht nur in Bezug zu Slowenien, sondern auch zu Spanien, Italien und Griechenland, die gegenwärtig die wichtigsten Krisenkandidaten in der Währungsunion sind. Eine Herabstufung würde in der Regel einen Rückgang der Nachfrage nach Staatstiteln und damit deren Preisverfall bereits bei der Emission bewirken.

Bankensektor leidet unter Abzug von Einlagen und Krediten

Es scheint aber so, dass die drastische Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen hauptsächlich über den zweiten Kanal, d. h. den Bankensektor, ausgelöst wird. Bei der Beurteilung dieses Übertragungskanals ist die Stellung dieses Sektors in der Region zu beachten. Die Finanzierung in den Post-Transformationsländern erfolgt vor allem über Kreditgewährung; Börsen (einschließlich des Handels mit Staatsanleihen) spielen nach wie vor eine deutlich geringere Rolle als in „alten“ EU-Ländern. Die Systemtransformation hat zu einer eindeutigen Dominanz des Bankensektors gegenüber den Kapitalmarktinstitutionen bei der Finanzierung des Nicht-Bankensektors geführt. Zudem erfolgten die Privatisierung der ehemaligen Staatsbanken und deren Konsolidierung unter Beteiligung internationaler

Tabelle 3:
Entwicklung der Risikoaufschläge auf EMBI+-Bonds

	Europa		Lateinamerika		Afrika		Asien	
	Basispunkte	19.09.2008 = 100	Basispunkte	19.09.2008 = 100	Basispunkte	19.09.2008 = 100	Basispunkte	19.09.2008 = 100
19.09.2008	400	100,0	450	100,0	290	100,0	350	100,0
24.10.2008	880	220,0	900	200,0	800	275,9	850	242,9
14.01.2009	675	168,8	719	159,8	489	168,6	592	169,1

Quelle: Standard & Poor's, sovereign rating.

Banken. Sieht man zunächst einmal von der Ausrichtung der Geldpolitik der Notenbank ab, so werden die Kreditvergabemöglichkeiten des inländischen Bankensektors in den neuen EU-Ländern also von den Kapitalzuflüssen aus dem Ausland, d. h. vom Verhältnis zu ihren Mutterbanken bestimmt. Eine Verringerung der Refinanzierungsmöglichkeiten des Bankensektors bei ihren internationalen Müttern hat dann unmittelbar kontraktive Auswirkungen auf die inländische Kreditvergabe und damit auf die Schöpfung von Bankengeld mit entsprechenden Folgen für den Nicht-Bankensektor.

In der Tat deckt die Analyse des Bankensektors der neuen Mitgliedsländer eine besondere Anfälligkeit gegenüber Ansteckungseffekten auf: Das Ausmaß der Anfälligkeit wird in der Beteiligungsquote ausländischer Banken an der inländischen Kreditvergabemöglichkeit (vgl. Abbildung 1) deutlich. Diese Quote, die wegen der verfügbaren Daten nur als Maximal- und Minimalwert kalkuliert werden kann (Erläuterungen siehe Kasten), ist in denjenigen Ländern extrem hoch, in denen fast der gesamte Bankensektor in ausländischem Besitz ist, also faktisch in den baltischen Ländern, Bulgarien, aber auch Tschechien. Generell ist die Quote der gesamten Region höher als etwa in Lateinamerika (mit Ausnahme Mexikos) und in Asien.¹⁵ Lediglich Russland weist eine niedrige Quote auf; dieser Ansteckungskanal ist also, verglichen etwa mit dem Verfall der Rohstoffvermögen, unbedeutend.

Was allerdings die anderen Ländern betrifft, so ist eine anteilmäßig nicht unbeträchtliche Komponente der erweiterten Geldmenge der Einfluss-

Kasten :

Beteiligungsquote der ausländischen Banken an der inländischen Kreditvergabe (*Foreign Bank Participation Ratio*)

Diese Quote wird anhand eines Konzepts der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)^a berechnet. Die Formel lautet:

$$BQ = \text{mit: } \frac{INT + LL}{XB + DC}$$

INT: Gesamte internationale Forderungen der BIZ-berichtenden Banken gegenüber den individuellen Ländern,

LL: Forderungen der lokalen Filialen der ausländischen Banken in lokaler Währung,

XB: Direkte Kreditvergabe internationaler Banken an das Inland (*cross-border lending*),

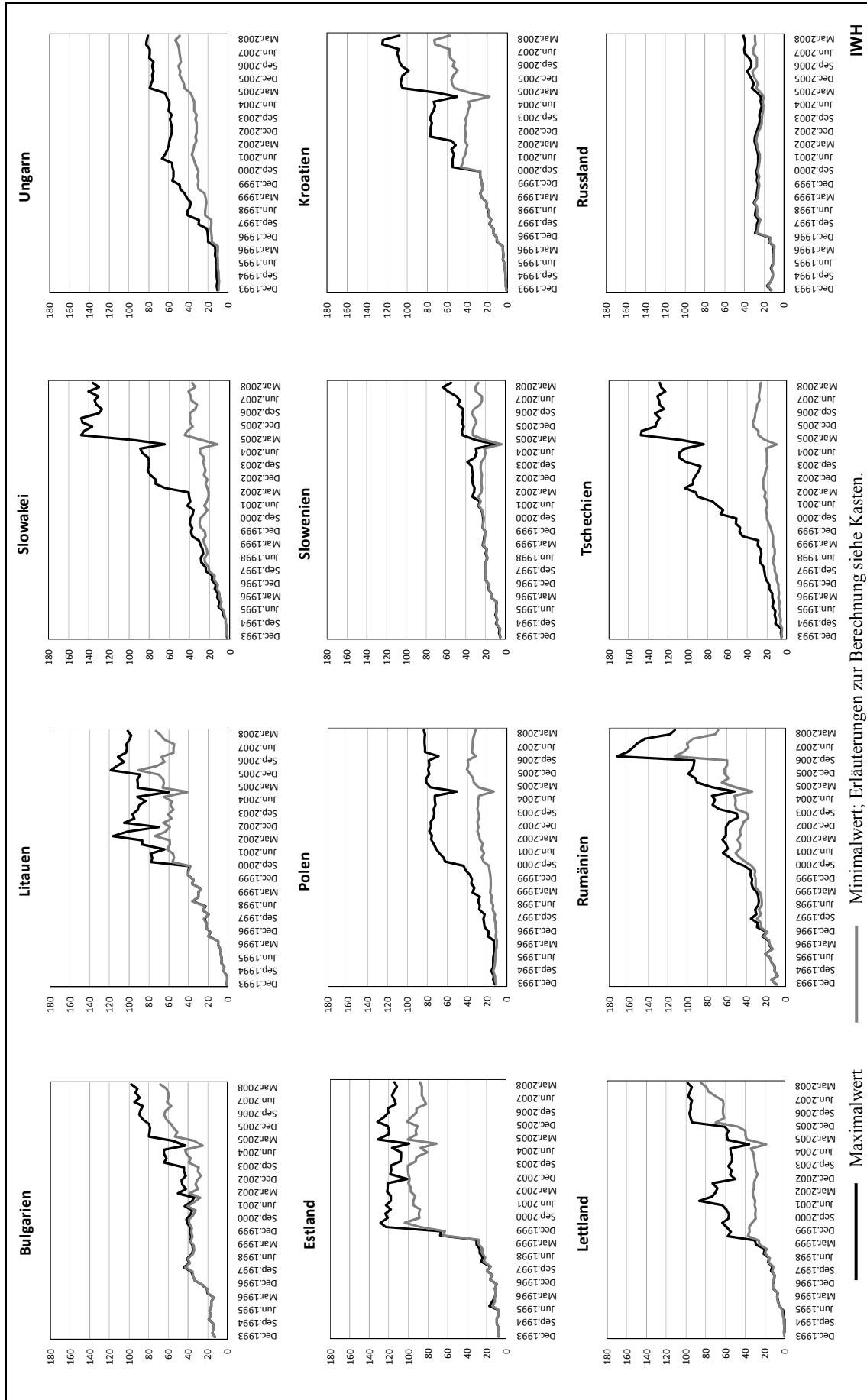
DC: Inländische Kreditvergabe durch inländische Finanzinstitutionen.

Die Positionen INT, LL, XB entstammen den Quartalsberichten der BIZ (Tabellen 6A und 9A). Die Position DC entstammt der International Financial Statistics des IWF in US-Dollar, umgerechnet zum jeweiligen Wechselkurs. Als Problem stellt sich heraus, dass die Kredite in lokaler Währung (LL) nicht auf den Banken- und Nicht-Bankensektor aufgespalten werden können. Dies führt zu einer Überschätzung der Quote, denn es dürften nur die Forderungen an den Nicht-Bankensektor berücksichtigt werden. Deshalb führt die Berechnung zu einer Überschätzung der Quote. Lässt man diese Forderungen jedoch beiseite, entsteht eine Unterschätzung. Die in der Abbildung gezeigten Zeitreihen bilden somit Maximalwerte (einschließlich LL) bzw. Minimalwerte (ausschließlich LL).

^a MCGUIRE, P.; TARASHEV, N.: The International Banking Market, in: BIS Quarterly Review, June 2005, pp. 15-30, esp. pp. 21-23.

¹⁵ Vgl. MCGUIRE, P.; TARASHEV, N.: Bank Health and Lending to Emerging Markets, in: BIS Quarterly Review, December 2008, pp. 67-80.

Abbildung I:
 Beteiligungsquote internationaler Banken an der inländischen Kreditvergabe in den neuen EU-Ländern, Kroatien und Russland
 - Anteil in % -



— Minimalwert; Erläuterungen zur Berechnung siehe Kästen.

— Maximalwert

IWH

Quellen: Berechnungen des IWH auf Basis von BIS Quarterly Review, Dezember 2008, Tabellen 6A und 9A.

nahme der Notenbank entzogen. Bei einer internationalen Liquiditätsklemme besteht somit ein beträchtliches Kontraktionspotenzial. Es stellt sich dann die Frage, inwiefern die Emission von Zentralbankgeld überhaupt eine umfangreiche Emission von Bankengeld zu kompensieren vermag, vorausgesetzt, die monetäre Ordnung erlaubt eine eigene Geldpolitik und diese ist nicht durch andere Ziele massiv eingeschränkt.

Ein weiterer wesentlicher Faktor für das Kontraktionspotenzial bei einer internationalen Liquiditätskrise ist der Anteil der kurzfristigen Kredite an den internationalen Forderungen der BIS-Banken (vgl. Abbildung 2). Einige Länder, Rumänien, Bulgarien, die Slowakei und Slowenien, dürften dann besonders in Schwierigkeiten geraten, wenn die ausländischen Banken ihre revolving Kreditvergabe generell einschränken.

Abbildung 3 gibt einen Eindruck vom Engagement der Banken außerhalb der Region in der mittel- und osteuropäischen Region (alle mittel- und osteuropäischen Länder). Österreichische Banken offenbaren ein hohes Einzelrisiko: Fast 50% des Auslandsengagements österreichischer Banken entfällt auf Mittel- und Osteuropa. Insofern ist die Unruhe über die Auswirkungen der Finanzkrise auf das EWU-Mitgliedsland Österreich verständlich.

Massive Abwertungsverluste des privaten Sektors

Der Anteil schweizerischer Banken erscheint auf den ersten Blick unbedeutend. Doch dieser hat es in sich, denn es kommt auch auf das sektorale Engagement an, wenn die Kreditrisiken beurteilt werden müssen. Der Hypothekenmarkt insbesondere in Polen und Ungarn beruht zu einem überwiegenden Teil auf Krediten in Schweizer Franken an private Haushalte, die in der Regel keine Währungssicherung betreiben.¹⁶ Eine kräftige Abwertung der Landeswährung gegenüber dem Schweizer Franken dürfte daher zahlreiche Haushalte in Zahlungsschwierigkeiten stürzen.¹⁷ Und diese kräftige Abwertung fand bereits im Herbst 2007 statt; eine zweite erfolgte Mitte Januar 2009. Abbildung 4 zeigt die Reaktion

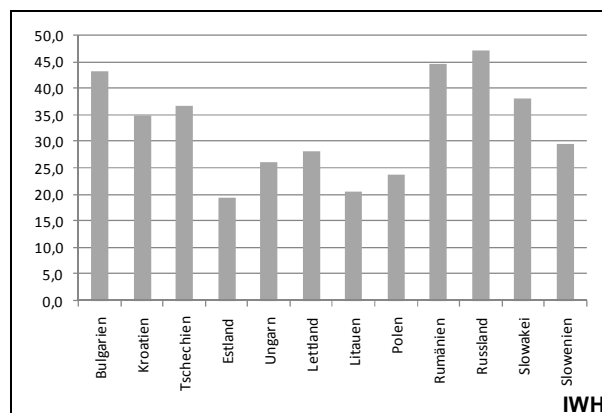
¹⁶ Aber auch österreichische Banken haben in den letzten Jahren verstärkt Hypothekar-Kredite in Schweizer Franken vergeben.

¹⁷ Vgl. HOLLO, D.; PAPP, M.: Assessing Household Credit Risk – Evidence from a Household Survey, in: Magyar Nemzeti Bank, Occasional Paper 70, 2007.

Abbildung 2:

Anteile der kurzfristigen Kredite (Fälligkeit unter einem Jahr) an den gesamten internationalen Forderungen der BIS-Banken

- in % -

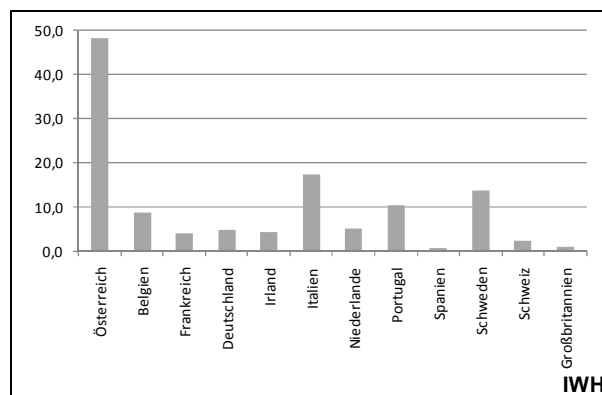


Quellen: Berechnungen und Darstellung des IWH auf Basis von BIS Quarterly Review, Dezember 2008, Tabellen 6A und 9A.

Abbildung 3:

Engagement der BIZ-berichtenden Banken aus wichtigen europäischen Ländern in Mittel- und Osteuropa an ihren gesamten internationalen Forderungen

- in % -



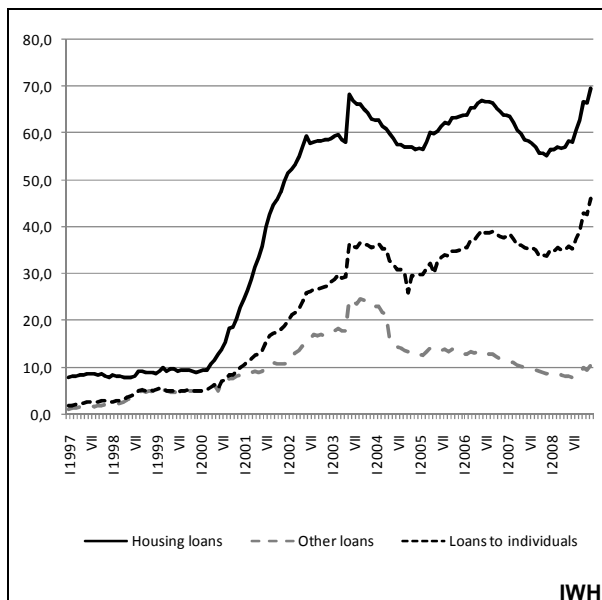
Quellen: Berechnungen und Darstellung des IWH auf Basis von BIS Quarterly Review, Dezember 2008, Tabellen 6A und 9A.

des Verschuldungsstands privater Haushalte auf die Abwertung vom Herbst bezüglich der Hypothekenkredite (*housing loans*), der Konsumkredite (*other loans*) sowie weiterer Individualkredite (*loans of individuals*).

Es wäre zu vermuten, dass eine kräftige Abwertung dem Exportsektor der Länder hilft. Allerdings gilt dies dann nicht, wenn der Unternehmenssektor Währungssicherung gegen eine Aufwertung über Währungsoptionen betreibt, wie kürzlich in der Region üblich. Währungsoptionen begründen ein asym-

metrisches Verhältnis zwischen Herausgeber und Halter: Der Halter, in der Regel eine Bank, hat lediglich das Recht, aber nicht die Verpflichtung, die Option einzulösen. Bei einer unerwartet starken Abwertung würde der Halter der Option drastische Verluste bei einer Einlösung der Option einfahren und es daher vorziehen, sein Recht nicht wahrzunehmen. Für Polen wird aus diesem Grund noch in diesem Jahr eine Insolvenzwelle von Exportunternehmen befürchtet.¹⁸

Abbildung 4:
Fremdwährungskredite in % aller Kredite an polnische Privathaushalte (Januar 1997 bis Dezember 2008)
- Bestandsgrößen -



Quelle: National Bank of Poland.

Die Fesselung der Geldpolitik: Currency-Board-Länder sind faktisch wehrlos

Die moderne Wirtschaftstheorie besitzt die Erfahrungen und nennt die Instrumente, mit denen ein katastrophales Ausmaß der Krise verhindert werden kann. Die Erfahrungen aus der Großen Depression in den 1930er Jahren legen es nahe, eine möglichst starke Infusion von Zentralbankgeld in das System zu ermöglichen,¹⁹ um die rückläufige Nachfrage nach

Bankengeld zu kompensieren. Ob die Wirtschaftspolitik die Instrumente allerdings einzusetzen vermag, hängt von den institutionellen Gegebenheiten eines Landes ab, so unter anderem von seiner monetären Ordnung und den Zielen der Politik.

Eine Infusion von Zentralbankgeld ist nur dort möglich, wo Geldpolitik überhaupt betrieben werden darf. Die Geldordnung der baltischen Länder und auch jene in Bulgarien erlaubt dies aber nur in einem extrem engen Rahmen, da in den Verfassungen ein sehr rigides Fixkursystem (ein so genanntes *currency board*) festgeschrieben ist, das ohne Gefahren nicht aufgegeben werden kann. In einer Finanzkrise kommt dieses Regime in seiner negativen Wirkung dem Goldstandard sehr nahe. Ein *currency board* impliziert, dass Zentralbankgeld im Wesentlichen nur über den Zufluss an ausländischen Aktiva und mit dem fixierten Wechselkurs emittiert werden kann.²⁰ Es macht die Geldordnung eines Landes faktisch hilflos gegenüber Finanzkrisen.²¹ Der zu beobachtende Rückgang der Geldmenge in den baltischen Ländern erklärt damit Stärke und Tempo der Rezession in diesen Ländern. Eine drastische Erweiterung der Staatsdefizite und der Anstieg der Staatsschuld (= Auslandsverschuldung) würde angesichts der bereits hohen Auslandsverschuldung der baltischen Länder und Bulgariens (vgl. Tabelle 2) unweigerlich zu einer spekulativen Attacke gegen das *currency board* führen und möglicherweise in dessen Zusammenbruch enden. Keinen besseren Ausweg bietet die Ankündigung der estnischen Regierung, durch eine Beschränkung der Staatsausgaben und des öffentlichen Defizits die Maastricht-Kriterien weiter erfüllen zu wollen. Diese würde die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft weiter einschränken und

¹⁸ Vgl. Rynek zaczął się bać, in: Gazeta.pl Gielda, vom 02.02.2009.

¹⁹ Vgl. BERNANKE, B.: The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 27, No. 1 (February 1995).

²⁰ Gleichwohl bestehen in einigen Ländern (Estland) noch Interventionsreserven, da nicht alle Devisenbestände in inländische Währung umgewandelt wurden. Diese Reserven sind aber angesichts der gegenwärtigen Liquiditätsbedürfnisse nur ein Tropfen auf den heißen Stein.

²¹ Vgl. GABRISCH, H.; LINNE, T.: Die Currency Boards der baltischen Beitrittsländer sind stabil und mit dem Wechselkursmechanismus der EU kompatibel, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 11/2002, S. 333-339. Der Leser wird dem Titel entnehmen, dass sich die Autoren hinsichtlich der Stabilität nicht wenig geirrt haben. Allerdings wird die Hilflosigkeit der Zentralbank in einem Currency-Board-Land anhand der baltischen Länder beschrieben; eine weltweite Finanzkrise wurde damals nicht erwartet.

die Krise vertiefen; am Ende stünde wohl auch eine spekulative Attacke.

Länder mit flexiblen Wechselkursen haben nur enge fiskalische Spielräume, ...

Der Fall Polen kann beispielhaft für jene Gruppe von Ländern stehen, in denen die Geldpolitik institutionell einen potenziell großen Spielraum zur Krisenbekämpfung besitzt, da – wie in Tschechien, Ungarn und Rumänien – der Wechselkurs frei floaten kann. Zudem sind diese vier Länder im Unterschied zu den baltischen Staaten auch nicht Mitglied im Wechselkursmechanismus II (WKM II), der Vorstufe zum Euro ist. Was aber auch aus der Depression der 1930er Jahre gelernt werden kann, ist, dass sich die Geldpolitik von anderen Zielen befreien muss, um eine Finanzkrise effektiv bekämpfen zu können. Polen löste sich viel später (1936) als die meisten anderen Länder vom Goldstandard²² und litt deshalb auch stärker und länger unter den Folgen der damaligen weltweiten Krise. Der Goldstandard ist Geschichte, aber die strenge Orientierung der Geldpolitik an den Beitritt zur Eurozone, insbesondere die Erfüllung der Stabilitätskriterien (öffentliche Haushalte und Verschuldung), kann die Geldpolitik ebenfalls zu stark beschränken. Mittlerweile haben die Zentralbanken der vier Länder die Leitzinsen gesenkt oder versuchen, mit Offenmarktpolitik zu einer Belebung des Bond-Markts beizutragen. Gleichwohl reagiert die Zinspolitik noch sehr zögerlich, denn aufgrund der rückläufigen Inflationsraten bleibt der Realzins zu hoch.²³

... ebenso wie die schwachen Euroländer

Sind die neuen Euroländer Slowenien und die Slowakei gegenwärtig in einer besseren Lage und daher ein Vorbild, der Eurozone so schnell wie möglich beizutreten? Beide Länder scheinen von den realwirtschaftlichen Auswirkungen der globalen Finanzkrise weniger betroffen zu sein. Die Vermögenspreise erscheinen gegenwärtig stabiler, internationale Agenturen beurteilen sie positiver als andere Länder, der Ansteckungskanal via den Bankensektor ist schwächer. Allerdings sind diese Po-

sitivfaktoren nicht unbedingt eine Folge der Mitgliedschaft in der Eurozone, etwa des Wegfalls des Wechselkursrisikos. Wie in den Currency-Board-Ländern bedeutet diese Mitgliedschaft die Aufgabe einer nationalen Geldpolitik, die auf die spezifischen Bedürfnisse in der Finanzkrise reagieren kann. Was den Ländern bliebe, wäre der Versuch, Liquidität über die Defizite der öffentlichen Haushalte ins System zu pumpen. Aber die vergangenen Monate haben weltweit zu einer erheblichen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Staatspapiere geführt. Dies gilt auch für alle Länder der Eurozone, sogar für Deutschland. Gemessen an Deutschland sind indes die Risikoaufschläge für die als schwach angesehenen Euroländer wie Spanien und Griechenland besonders stark angestiegen, wobei die hohen fiskalischen Defizite und Leistungsbilanzdefizite als Schwäche gelten.²⁴ Dies bedeutet, dass der Wegfall des Wechselkursrisikos nach der Übernahme des Euro per 1. Januar 2009 durch den Anstieg eines allgemeinen Risikos für strukturell schwächere EU-Länder mehr als kompensiert werden könnte. Unter diesen Umständen würde auch die slowakische Regierung in ihrem Bemühen, eine expansive Fiskalpolitik zu betreiben, erheblich eingeschränkt werden.

Aufnahme in einen neukonzipierten Wechselkursmechanismus II

Den baltischen Ländern und Bulgarien ist daher zu raten, das *currency board* aufzugeben. Aber was wäre die Alternative? Zweifelsohne würde der Übergang zu einem floatenden Wechselkurs eine drastische Abwertung²⁵ von wahrscheinlich mehr als 25% nach sich ziehen und zum Zusammenbruch von vielen nicht gesicherten Währungskrediten an Privathaushalte und Unternehmen führen. Außerdem besteht die Gefahr des Rückfalls in ökonomischen Nationalismus, bei dem Länder über wettbewerbliche Abwertungen sich auf Kosten anderer Länder zu retten versuchen. Eine andere Alternative wäre eine Art von „Notaufnahme“ in den Euroraum. Die Notaufnahme könnte zwar die Auswirkungen einer Abwertung verhindern, würde aber nicht das Pro-

²² Großbritannien verließ den Goldstandard bereits 1931, die Vereinigten Staaten erst 1933. Vgl. BERNANKE, B., a. a. O.

²³ Bei einer Inflationsrate von nur noch 1,9% in Polen im Januar 2009 und einem Rediskontsatz von 4,5% im März zeichnet sich ein Realzins von 3% ab.

²⁴ Vgl. Staatsanleihen – Spanien droht zu straucheln. Welt online vom 14.01.2009.

²⁵ Der IWF schätzt die Überbewertung der Estnischen Krone auf 20% ein; eine Freigabe würde erfahrungsgemäß zu einem Überschießen der Abwertung führen.

blem lösen, wie die Länder ihren Liquiditätsmangel überwinden sollen. Langfristig wäre es aus Sicht der Währungsunion mehr als problematisch, die Zahl ihrer divergenten Mitglieder zu erhöhen.

Eine gangbare Exitstrategie kann im bestehenden Wechselkursmechanismus II gefunden werden. In diesem sind die baltischen Länder bisher mit ihrem Fixkurssystem Mitglied. Allerdings müsste der WKM II einer Reform unterzogen werden. Bisher war er als Vorstufe und Testphase für den Beitritt zum Euro konzipiert, und die Mitglieder waren den Rigiditäten der Konvergenzkriterien unterworfen. Dieses Konzept sollte daher, erstens, ausgesetzt werden. Zweitens: Offiziell testet der WKM II auf Wechselkursstabilität innerhalb eines Bands von $\pm 15\%$ Abweichung von der fixierten Parität. Tatsächlich hat die EU-Kommission das Prüfkriterium auf $\pm 2\%$ für neue Mitglieder verschärft.²⁶ Erweitert man das Band wieder auf die ursprüngliche Breite, ergibt sich auch für die baltischen Länder die Möglichkeit, im Rahmen ihrer Mitgliedschaft ihr *currency board* sinnvoll aufzugeben. Für Bulgarien, das dem WKM II noch nicht angehört, böte sich dann die Option an, diesem sofort beizutreten. Drittens, und dies ist eine entscheidende Bedingung für den Erfolg dieser Option, müsste nicht nur wie bisher die Europäische Zentralbank (EZB) Unterstützung für die Stabilisierung des Kurses anbieten, sondern auch die Gesamtheit der europäischen Regierungen, etwa in Form eines Stabilisierungs- und Solidaritätsfonds, mit dem die Wechselkurse in den erweiterten Bandbreiten gehalten werden. Unter diesen Umständen könnte der Beitritt zu einem reformierten WKM II auch eine Option für die Float-Länder Polen, Tschechien, Ungarn und Rumänien darstellen.

Ein Stabilisierungs- und Solidaritätsfonds für die EU

Konstatiert man nur sehr schwache oder gar keine Abwehrkräfte in den neuen Ländern, so ist ein EU-Hilfsprogramm für die neuen Mitgliedsländer notwendig. Die Europäische Union wäre von einem „Staatsbankrott“ in einem oder in mehreren Län-

dern erheblich betroffen. Es fiel nicht nur weitere Nachfrage aus, vielmehr würde das gesamte politische Projekt der europäischen Einigung einer Revision unterzogen werden. In Kombination mit einem reformierten WKM II könnte das Hilfsprogramm Stabilität nach innen und außen signalisieren.

Die sich gegenwärtig in der Diskussion befindlichen Eurobonds wären ein Schritt in diese Richtung.

Rückwirkungen verändern die Institutionen der EU

Möglicherweise waren sich einige Regierungen bewusst, dass die Vergabe der Mittel und ihre Kontrolle die Schaffung neuer Institutionen voraussetzt, die in der Union bisher nicht erwünscht waren. Allerdings hat die Finanzkrise die institutionellen Defizite der EU offengelegt, die zu einem nicht abgestimmten Verhalten der Regierungen führen. Für die Vergabe der Mittel des Stabilisierungs- und Solidaritätsfonds müsste ein Rat die Zuständigkeit erhalten, der gleichzeitig auch Kontrollfunktionen ausüben würde. Faktisch käme dies dem Einstieg in eine europäische Wirtschaftsregierung, wie auch immer sie genannt werden mag, gleich. Auch auf lange Sicht scheint dies ein vernünftiger Akt zu sein, der das größte institutionelle Defizit der EU beseitigt: das Ungleichgewicht zwischen einer Zentralbank und 27 Regierungen, die zu leicht den Versuchungen eines „Wettbewerbs der Nationen“ erliegen.

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

²⁶ Vgl. die Rede von Pedro Solbes, EU-Kommissar für Wirtschaft und Finanzen (EcFin), am 20. Mai 2003, wonach die EU-Beitrittsländer einen strikteren Stabilitätstest bestehen müssen als die ursprünglichen EWU-Mitgliedsländer. Reuters News vom 20. Mai 2003.