

IWH-Signalansatz: Das gegenwärtige Finanzkrisenpotential in ausgewählten Ländern Mittel- und Osteuropas und der Türkei

Seit einigen Monaten ist auf den internationalen Finanzmärkten eine größere Unsicherheit der Anleger zu beobachten, die sowohl in einer höheren Volatilität als auch in einem Verfall der Kurse an den wichtigen Aktienmärkten³² zum Ausdruck kam. Die Ursachen liegen insbesondere in einem spekulativen Anstieg der Rohölpreise, in Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Atomprogramm Irans und wahrscheinlich in Unsicherheiten über die künftige Richtung der Politik der großen Zentralbanken. Auch einige wichtige Aktienindizes mittel- und osteuropäischer Länder (Warschau, Budapest) folgten dem allgemeinen Abwärtstrend, während Staatstitel relativ konstant blieben. Über mögliche Portfoliokorrekturen internationaler Anleger können auch umfangreiche Kapitalabflüsse in den mittel- und osteuropäischen Ländern ausgelöst werden. Die skizzierten Entwicklungen könnten dazu führen, daß es für die mittel- und osteuropäischen Länder ein erhöhtes Potential für eine Finanzkrise gibt. Dadurch könnte auch die Übernahme des Euro verzögert werden. Ob dies tatsächlich der Fall ist, kann mit dem IWH-Signalansatz (siehe Kasten) überprüft werden. Ein Gesamtindikator mißt Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Risikopotentials. Ein steigendes Risiko zeigt damit auch eine steigende Anfälligkeit gegenüber externen Schocks an. Der aktuelle Test³³ umfaßt Daten für ausgewählte mittel- und osteuropäische Länder sowie für die Türkei vom Oktober 2004 bis zum März 2006 und signalisiert für die meisten betrachteten Länder, daß für die kommende 18-Monate-Periode der Ausbruch einer gesamtwirtschaftlichen Finanzkrise wenig wahrscheinlich ist. Beobachtbare Anstiege des Indikators fielen allenfalls leicht aus. In einigen Fällen ergab sich sogar eine Reduzierung des Risikos. Dies gilt jedoch nicht für die Türkei, für die der Signalansatz ein deutlich erhöhtes Risiko auf Basis der Daten bis März 2006 feststellte, was sich Anfang Mai bereits in Währungsturbulenzen niederschlug.

³² Vgl. auch European Forecasting Network (EFN), EFN Summer, http://www.efn.uni-bocconi.it/EFN2006_summer.pdf report 2006.

³³ Der vorige Test umfaßte Daten vom Januar 2004 bis Juni 2005.

Neue EU-Länder: Im Spannungsverhältnis von hohem Wirtschaftswachstum und kurzfristigen Kapitalzuflüssen

Die aktuelle Berechnung des Gesamtindikators erfolgte vor dem Hintergrund eines hohen und stabilen Wirtschaftswachstums in der Region der neuen EU-Länder seit 2003 und damit auch seit ihrem Beitritt zur EU im Jahre 2004.³⁴ Diese Länder bilden seit Mitte der 90er Jahre eine Region der Weltwirtschaft mit sehr hohen Wachstumsraten; lediglich China kann auf eine lange Periode höherer Raten zurückblicken. Ein hohes Wirtschaftswachstum ist generell ein wichtiger Schutz vor dem Ausbruch einer Finanzkrise, da es die Renditerwartungen internationaler Anleger positiv beeinflusst. Im Gesamtindikator schlägt sich das Wirtschaftswachstum in den Einzelindikatoren der Industrieproduktion und der Exporte nieder. Insofern, und anders als im Falle Chinas, war das hohe Wachstum mit ständig sich verstärkenden Nettokapitalzuflüssen verbunden. Aber gerade diese stellen die Wirtschaftspolitik vor die Herausforderung, die Zuflüsse in produktive Verwendungen zu lenken und ihre potentiell auch negativen Einflüsse auf die Stabilität von Wechselkurs, Preisen sowie Bankensystem zu neutralisieren. Allein im Jahr 2005 nahmen die Nettokapitalzuflüsse um gut 35% gegenüber 2004 zu (siehe Abbildung 1 sowie Abbildungen 14 bis 17 im Anhang), wodurch der nominale und reale Aufwertungsdruck auf die Wechselkurse anhielt.

Unter den Kapitalzuflüssen zeigten die „anderen Investitionen“ den stärksten Zuwachs. Hier handelt es sich hauptsächlich um Kredite an den Unternehmens- und Bankensektor, die die Bruttoauslandsverschuldung eines Landes erhöhen. Ist das Bankensystem nicht in der Lage, diese Zuflüsse so zu managen, daß eine optimale Risiko-

³⁴ Vgl. GLIGOROV, V. et al.: Broader based growth, resilient to global uncertainties. WIIW research reports, No 328, July 2006. – European Bank for Reconstruction and Development (EBRD): Transition Report update 2006, May 2006. – EUROSTAT: Structural Indicators, online: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1133_47800773_1133_47803568&_dad=portal&_schema=PORTAL vom 24. Juli 2006.

Kasten:
Der IWH-Signalansatz

Der IWH-Signalansatz zur Bewertung und Analyse des Risikos einer Finanzkrise wurde für die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas entwickelt und regelmäßig durchgeführt.^a Seit einiger Zeit wird auch die Türkei dem Test auf makroökonomische Finanzstabilität unterzogen. Der Signalansatz gehört zu jenen Frühwarnmodellen, die der Wirtschaftspolitik nicht nur Hinweise auf die Ursachen des gestiegenen Krisenpotentials geben, sondern darüber hinaus mit einer 18-monatigen Vorlaufzeit eine gewisse Reaktionszeit für Anpassungsmaßnahmen eröffnen.^b Basis des Modells sind 14 bis 15 gesamtwirtschaftliche Indikatoren, die unmittelbar auf Modelle für Wechselkurskrisen zurückgehen und auf ihre empirische Güte für die Erklärung von Finanzkrisen getestet wurden. Eine Finanzkrise ist dabei das gleichzeitige Auftreten einer Wechselkurs- und einer Bankenkrise, wobei eine Wechselkurskrise eine Bankenkrise und umgekehrt auslösen kann. Es werden jedoch nicht die Indikatoren mit ihrer statistisch erfaßten Größe betrachtet, sondern ihre Abweichung von einem geschätzten Schwellenwert. Der Schwellenwert wird mit entsprechenden quantitativen Methoden ermittelt. Schwellenwerte sind länderspezifisch. Nicht ein Haushaltsdefizit an sich ist ausschlaggebend, sondern seine Abweichung vom Schwellenwert des einzelnen Landes. In einer Weiterentwicklung wurden diese Einzelindikatoren mit Hilfe von empirischen Tests gewichtet und zu einem Gesamtindikator zusammengefaßt.^c Da die Schwellenwerte in jedem Land unterschiedliche Gewichte besitzen, weichen die Skalen der Gesamtindikatoren der Länder teilweise beträchtlich ab, so daß ihre Niveaus nicht miteinander vergleichbar sind. Für einen Überblick über die Liste der Einzelindikatoren sowie weitere Literaturhinweise vgl. <http://www.iwh-halle.de/d/abteil/fors/aktuelles/signal/signal.htm?lang=d>

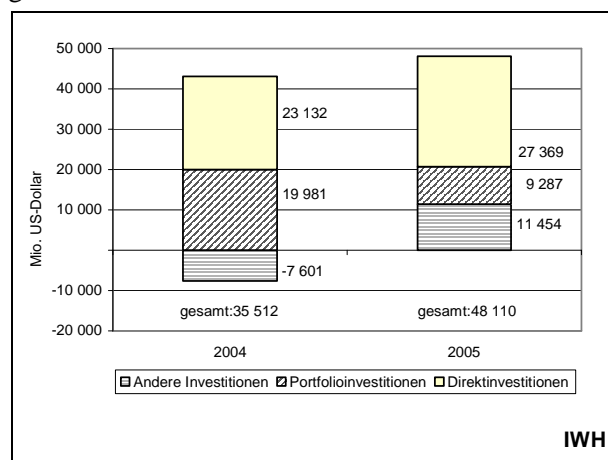
^a Vgl. unter anderem Gabrisch, H.; Kämpfe, M.: Erste Beitrittseffekte in den neuen Mitgliedsländern vorwiegend im monetären Bereich – Probleme für Polen, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 4/2005, S. 94-104. – ^b Erstmals wurde der Signalansatz von Kaminsky, Lizondo und Reinhart nach dem Ausbruch der Asienkrisen entwickelt und angewendet. Vgl. Kaminsky, G. L.; Lizondo S.; Reinhart C. M.: Leading Indicators of Currency Crises. IMF Working Paper Nr. 79/1997. Washington D.C. – ^c Vgl. Brüggemann, A.; Linne, T.: Weiterentwicklung und Anwendung eines Frühwarnindikatorensystems zur Betrachtung und Bewertung von Finanzkrisen in EU-Beitrittskandidatenländern und ausgewählten Staaten Mittel- und Osteuropas. IWH-Sonderheft 4/2001.

struktur des Kreditportfolios erreicht wird, erhöht sich das Risiko für eine plötzliche Umkehr der Finanzströme, insbesondere bei den ausländischen Kreditzuflüssen.

In dieser Spannungslage – hohes Wirtschaftswachstum auf der einen und hohe kurzfristige bzw. kurzfristig bewegbare Kapitalströme auf der anderen Seite – zeigte die aktuelle Berechnung des Gesamtindikators für keines der Länder ein wesentlich höheres Risiko für den Ausbruch einer Finanzkrise (Banken- und Wechselkurskrise) in den nächsten 18 Monaten. Vielmehr trat sogar eine Entspannung für die Slowakische Republik und Slowenien ein, für die der vorige Test vom September 2005 noch eine Risikoverschärfung signalisiert hatte. Generell gilt, daß sowohl die langfristigen Kreditzinsen als auch die Einlagenzinsen rückläufig waren, auch wenn sich nicht in allen Fällen der *Zinsspread* (das Verhältnis von langfristigem Kreditzins zu Einlagenzins) im Bankensektor vermindert hat. Gleichwohl signalisieren beispielsweise rückläufige Einlagenzinsen, daß die Zentralbanken keinerlei Gefahren für den Wechselkurs erwarten. Sinkende langfristige Kreditzinsen lassen auf

eine ausreichende Liquidität schließen, die auch aus ausländischen Devisenzuflüssen resultierte. Wenn der *spread* nicht sinkt, kann dies auf mangelnden Wettbewerb im Bankensektor zurückgeführt werden; wenn er sogar steigt, kann dies Risikoprobleme im Bankensektor signalisieren.

Abbildung 1:
Nettokapitalzuflüsse der acht neuen EU-Länder insgesamt und nach Arten



Quelle: IWH auf Basis: IMF, International Financial Statistics, Washington D.C. 2005.

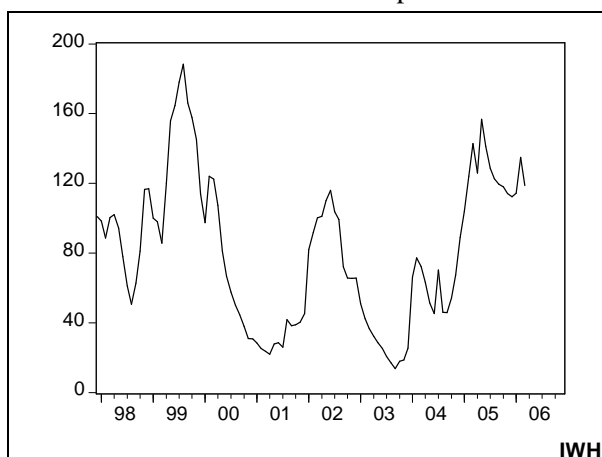
Für die einzelnen Länder ergibt sich folgendes Bild:

Slowakische Republik:

Sinkendes Risikopotential trotz realer Aufwertung

In der *Slowakischen Republik* nahm zwar die Zahl der Indikatoren mit einem schlechten Signal zu, aber deren Gewicht fiel geringer aus als das jener Indikatoren, die eine Verbesserung signalisierten. Zu den letzteren gehören das Verhältnis Kreditzins/Einlagenzins und die Exporte (in Euro). Während ein rückläufiger *Zinsspread* auf eine Entspannung im Bankensektor vor allem hinsichtlich der Bedeutung notleidender Kredite hinweist, signalisiert die Verbesserung des Exportindikators sinkende Probleme aus einer möglichen Überbewertung der Währung. Die Nationalbank der Slowakei hatte nach dem Beitritt zur EU mit starken kurzfristigen Kapitalzuflüssen zu kämpfen und setzte Zinssenkungen, Devisenmarktinterventionen und Offenmarktoperationen (Repo-Tender) ein, um die Einflüsse auf das Preisniveau zu sterilisieren und eine reale Aufwertung der Krone zu bremsen.³⁵ Während der Nettozufluß an Portfolioinvestitionen gestoppt werden konnte und sich im Jahresverlauf 2005 umkehrte, nahmen Kapitalzuflüsse, vor allem Kredite an den Bankensektor und Direktinvestitionen, weiter zu (Abbildungen 14-17). Bei insgesamt höheren Nettokapitalzuflüssen hielt der Aufwertungsdruck bis zum Beitritt zum Wechselkursmechanismus II (WKM II) im November 2005 an. Unmittelbar nach

Abbildung 2:
Gesamtindikator Slowakische Republik



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

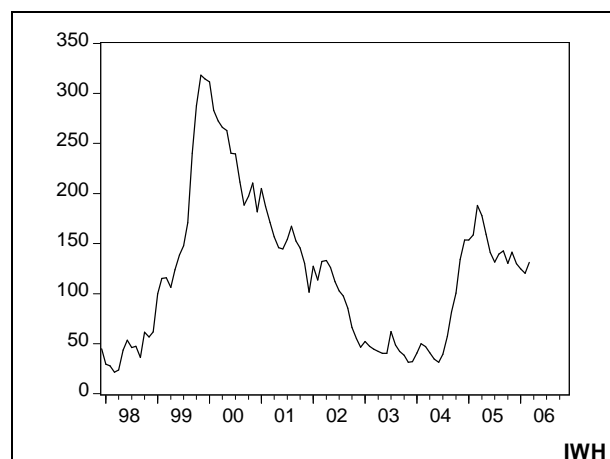
³⁵ Vgl. GABRISCH, H.; KÄMPFE, M. : Erste Beitritts effekte in den neuen Mitgliedsländern vorwiegend im monetären Bereich – Probleme für Polen, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel* 4/2005, S. 94-104.

dem Beitritt beendete die Nationalbank ihre Deviseninterventionen und signalisierte damit, daß sie einer weiteren Stärkung der Krone nicht entgegenstehen werde.³⁶ Offensichtlich besteht kein Überbewertungsproblem, denn steigende Exporte sind seitdem mit einer realen Aufwertung der Krone kompatibel. Regierung und Nationalbank streben eine Übernahme des Euro zum 1. Januar 2009 ohne Übergangsperiode an.³⁷

Slowenien: Sicherer Euro-Hafen in Sicht

Auch für *Slowenien* signalisiert der Gesamtindikator eine Entspannung. Das Land ist insofern von allgemeinem Interesse, als es per 1. Januar 2007 als erstes der neuen Mitgliedsländer den Euro offiziell übernimmt, nachdem es im Juni 2004 dem WKM II beigetreten war und die notwendige Testphase auf Konvergenz absolviert haben wird. Der Anstieg des Risikoindikators unmittelbar nach dem Beitritt zur EU konnte mit einem höheren Kreditrisiko des Bankensektors nach einem Anstieg der Auslandsverschuldung erklärt werden. Damit verbunden war eine zunehmende Diskrepanz zwischen kurzfristiger Auslandsverschuldung und langfristiger Inlandskreditvergabe. Gerade bei diesen beiden Indikatoren trat nunmehr eine erhebliche Entspannung ein. Das Risiko einer Finanzkrise war

Abbildung 3:
Gesamtindikator Slowenien



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

³⁶ IMF – Staff Report for the 2005 Article IV consultation vom März 2006.

³⁷ Vgl. NATIONAL BANK OF SLOVAKIA: National Bank for Introducing the Euro, BIATEC Vol. XIV, 4/2006, S. 25 ff. <http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM>, gelesen am 24. 7. 06.

Tabelle:
Konvergenzstand Slowenien und Litauen 2005

	Inflationsrate der letzten 12 Monate*	Langfristiger Zinssatz der letzten 12 Monate*	Saldo des konsolidierten Haushalts in % des BIP	Öffentliche Verschuldung in % des BIP
Euro-Zone	2,3	3,4*	-2,4	70,8
Konvergenzkriterium	2,6	5,9	-3,0	60,0
Slowenien	2,3	3,8	-1,8	29,1
Litauen	3,1	3,7	-0,5	18,7

* Durchschnitt der vergangenen 12 Monate einschließlich März 2006.

Quelle: Europäische Zentralbank, Konvergenzbericht Mai 2006.

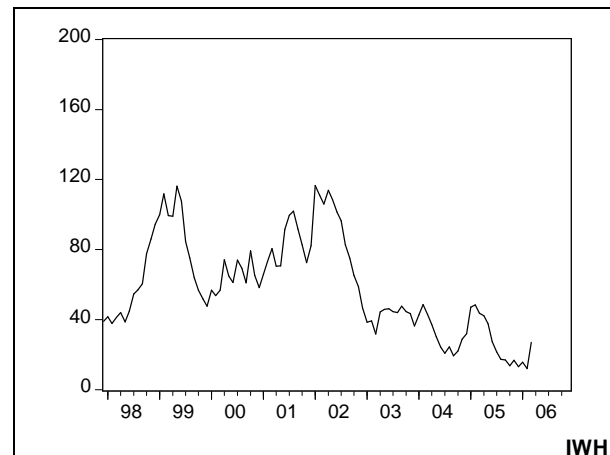
in Slowenien vor allem im geringen Wettbewerb des Bankensektors zu sehen; hier gibt es auch weiterhin Reformbedarf. In der Vergangenheit hatte auch die starke Euroisierung den Zinsmechanismus eingeschränkt. Diese institutionelle Barriere dürfte mit der Übernahme des Euro fallen, die Zinspolitik wird auf die EZB übergehen. Insgesamt signalisiert das makroökonomische Umfeld Sloweniens keine größeren Risiken für die kurze Umstellungsphase Anfang 2007. Zwar haben die Nettokapitalzuflüsse erheblich zugenommen, und diese Zunahme stammt wie bisher vorwiegend aus Krediten an den Bankensektor. Andererseits konnte auch nach Beitritt zum WKM der reale Wechselkurs konstant gehalten werden. Dies läßt auf eine recht erfolgreiche Sterilisierungspolitik der Nationalbank schließen. In der Tat fiel die Inflationsrate bis einschließlich März 2006 niedriger als der entsprechende Konvergenzmaßstab aus (vgl. Tabelle).

Baltische Länder: Inflation und Immobilienboom bremsen Euro-Übernahme

Für die drei *Baltischen Länder* gilt, daß ihr Finanzkrisenrisiko seit Jahren sehr gering ist, was im wesentlichen mit dem speziellen Wechselkursarrangement eines Currency Boards (Estland und Litauen) bzw. eines Quasi-Currency Boards (Lettland) verbunden ist. Auch der neue Test signalisiert weiterhin Stabilität der makroökonomischen Situation. Gleichwohl ist keines dieser Länder das erste, welches den Euro übernehmen darf, obwohl in der Vorphase der EU-Mitgliedschaft vielfach damit gerechnet wurde. Sie sind Mitglied im WKM II und unterliegen daher noch längere Zeit einem Test auf Konvergenz von Inflationsraten und langfristigen Zinssätzen sowie fiskalischer Stabilität. In der Tat zeichnet sich bei monetären Indikatoren eine leichte Verschlechterung ab (in Estland kommt

eine schlechtere Situation des öffentlichen Haushalts hinzu). Mit Ausnahme Estlands stiegen die Nettokapitalzuflüsse erheblich, wobei der Zuwachs vor allem bei Krediten und anderen Investitionen als Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen erfolgte (Estland ist bei Direktinvestitionen eine Ausnahme). Damit stieg die Auslandsverschuldung des Banken- und Unternehmenssektors. In den Baltischen Ländern zeichnete sich auch ein kreditfinanzierter Immobilienboom ab, der die Risiken im Bankensektor vergrößert und im wesentlichen durch ausländische Kreditzuflüsse genährt wurde.

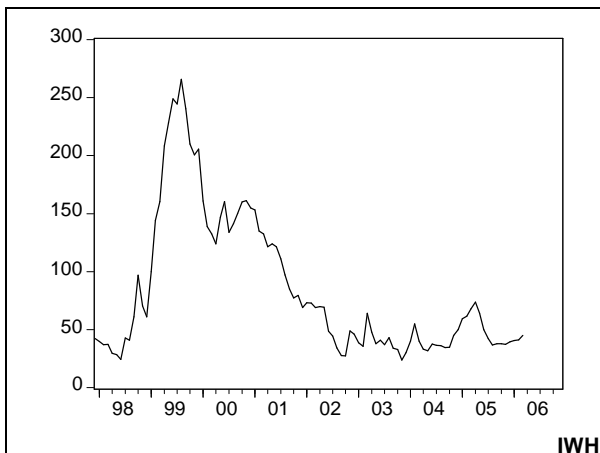
Abbildung 4:
Gesamtindikator Estland



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

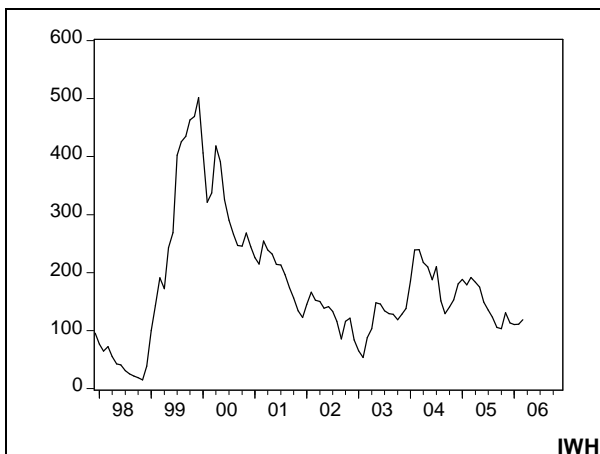
Damit sind zwei Wirkungen verbunden. Zum einen verschlechtert sich die Leistungsbilanz, und zum anderen ergeben sich Gefahren für die Preisstabilisierung. Litauen galt nach Slowenien als zweites Kandidatenland für die Übernahme des Euro. Der Konvergenzbericht der EZB vom März 2006 wies jedoch darauf hin, daß das Leistungsbilanzdefizit deutlich gestiegen sei, und auch die Inflationsrate lag oberhalb des Referenzwertes, während die an-

Abbildung 5:
Gesamtindikator Lettland



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

Abbildung 6:
Gesamtindikator Litauen



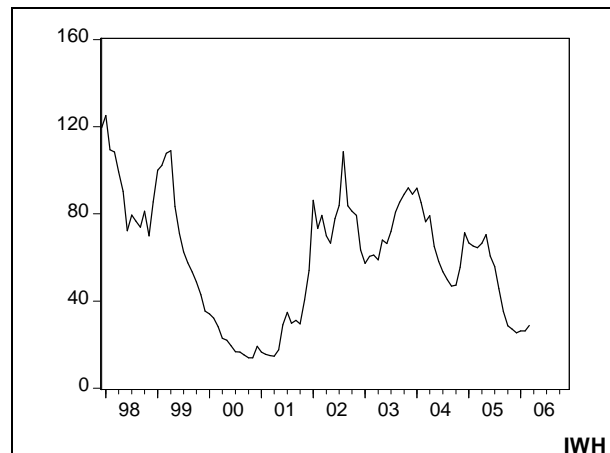
Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

deren Konvergenzkriterien erfüllt wurden (vgl. Tabelle).³⁸ Vor allem die Verschlechterung der Handelsbilanzen Lettlands und Litauens lassen ein Wettbewerbsproblem aufgrund der realen Aufwertung der Landeswährungen vermuten. Insgesamt jedoch gibt der Risikoindikator keinen aktuellen Anlaß zur Besorgnis für die baltischen Länder.

Tschechische Republik: Starker Anstieg der Direktinvestitionszuflüsse und sinkendes Risikopotential

Für die *Tschechische Republik* signalisiert der Testdurchlauf ebenfalls ein rückläufiges Finanzkrisenrisiko (Abbildung 7). Dieses war nach dem Beitritt zur EU zunächst noch leicht angestiegen, haupt-

Abbildung 7:
Gesamtindikator Tschechische Republik



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

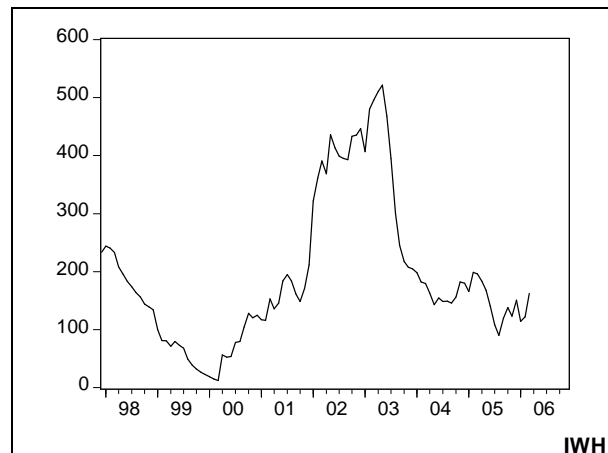
sächlich mit Blick auf zunehmende Portfoliozuflüsse, die einen Aufwertungsdruck ausübten. Die Zuflüsse dürften im Zusammenhang mit dem damalig hohen Finanzierungsbedarf der Regierung gestanden haben. Diese Situation hat sich jedoch entspannt. Es fällt auf, daß die Tschechische Republik 2005 einen sehr starken Anstieg der Nettozuflüsse von Direktinvestitionen verzeichnete, während Portfolioinvestitionen und andere Investitionen (Kredite) rückläufig waren. Die weitere nominale und reale Aufwertung (bis Februar 2006) könnte insofern kein Wettbewerbsproblem generieren, da Direktinvestitionen langfristig erfolgen und Produktivitätssteigerungen erwarten lassen; darüber hinaus verringert die Aufwertung den Inflationsdruck. Der neue Risikotest des IWH signalisiert einen starken Rückgang des Indikators M2/Reserven. Dies verweist auf einen Anstieg der Devisenreserven durch Käufe der eigenen Währung durch Inländer und gilt generell als Zeichen wachsenden Vertrauens in die Stabilität der Krone. Die Inflationsrate bewegte sich zuletzt auf einem Niveau unterhalb des Konvergenzkriteriums, ebenso das Defizit im konsolidierten Staatshaushalt. Die Tschechische Republik gehört dem WKM II noch nicht an und verfolgt ein *Managed Float*, was der Nationalbank einen ausreichenden Spielraum bei hohen Kapitalzuflüssen für relativ niedrige, d. h. wachstumsfördernde Zinssätze verschafft. Zu erwarten ist die Übernahme des Euro etwa 2010 und ein entsprechender Beitritt zwei bis drei Jahre vorher.

³⁸ EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Konvergenzbericht Mai 2006.

Ungarn: Das Problem von Zielkonflikten in der Wirtschaftspolitik

Für Ungarn signalisiert der Risikotest eine leichte Verschlechterung der Lage (Abbildung 8). Ungarn hatte im Mai 2001 ein WKM II ähnliches Wechselkursarrangement eingeführt, allerdings ohne damit in den Genuß der Vorteile einer offiziellen Mitgliedschaft (höhere Reputation durch Unterstützung seitens der EZB) zu kommen. Seitdem traten immer wieder Zielkonflikte zwischen Nationalbank und Regierung auf, die generell Auslöser von unruhigen Wechselkursentwicklungen sein können. Bereits im Jahr 2003 kam es zu Zinserhöhungen und Devisenmarktinterventionen seitens der Nationalbank und zu einer konterkarierenden Abwertung des Forint durch die Regierung, da nach Einführung des $\pm 15\%$ Wechselkursbandes der Wechselkurs ständig in die Nähe der unteren Bandgrenze rutschte. Diese Konflikte setzten sich trotz Senkung der Leitzinsen im Jahre 2004 fort und kulminierten Ende 2004 in der Erweiterung des geldpolitischen Rates der Nationalbank um vier von der Regierung bestimmte Mitglieder.³⁹ Dies alles erfolgte vor dem Hintergrund eines besonders starken Nettokapitalzuflusses, wobei die Direktinvestitionen und Kredite an den Banken- und Unternehmenssektor zunahmen, während die Portfolioinvestitionen zurückgingen. Somit zeichnet sich die ungarische Situation einerseits durch eine stärkere Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits durch langfristige Direktinvestitionen, andererseits durch eine starke Zunahme der Auslandsverschuldung des privaten Sektors aus, die wiederum die inländische Kreditexpansion antreibt. Problematisch ist dabei, wie in Polen, der hohe Anteil von Fremdwährungskrediten an den privaten Sektor. Daß die von Zielkonflikten gekennzeichnete Wirtschaftspolitik nicht zu ärgeren Währungsturbulenzen führte, ist im wesentlichen der stabilen gesamtwirtschaftlichen und politischen Lage zu verdanken. Der Aufwertungsdruck auf den Forint schwächte sich seit Mitte 2004 ab; zuletzt wertete der Forint sogar ab. Der erneute Anstieg der Nettokapitalzuflüsse im Jahre 2005 ging auf vermehrte Direktinvestitionszuflüsse, aber vor allem auf Kredite und andere Investitio-

Abbildung 8:
Gesamtindikator Ungarn



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

nen zurück. Die steigende Verschuldung des Bankensektors kam nun in einem erhöhten *Zinsspread* des Bankensektors zum Ausdruck, der gleichzeitig die Grundlage für den erneuten Anstieg des Risikoindicators legte. Die Ungarische Nationalbank sieht auch in Aktionen der Regierung die Ursache für größere Inflationsgefahren. Eine noch größere Gefahr für ihr Inflationsziel sieht sie allerdings in der wachsenden Unruhe der internationalen Finanzmärkte. Um einen plötzlichen Abfluß kurzfristigen Kapitals zu verhindern, erhöhte sie als Reaktion im Juli 2006 zum erstenmal seit drei Jahren wieder ihren Leitzins, und zwar von 6% auf 6,25%.⁴⁰ Die Regierung sieht als Termin für die Übernahme des Euro den 1. Januar 2010 vor. Ein Termin für den Eintritt in den WKM II ist jedoch offen.

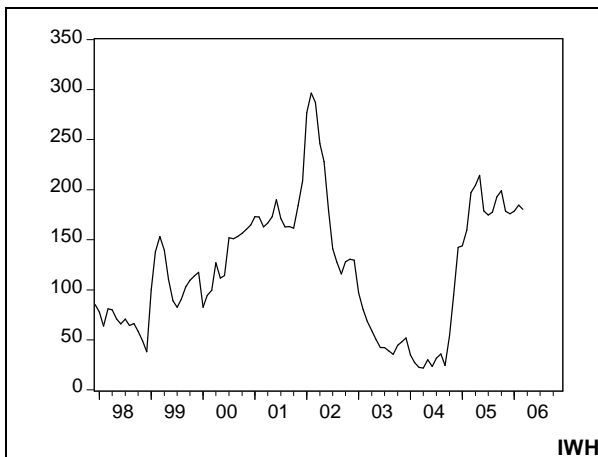
Polen: Verschlechterung der monetären Indikatoren

Der Gesamtindikator signalisiert für Polen keine wesentliche Veränderung der Risikoposition (Abbildung 9) gegenüber dem letzten Test vom September 2005. Allerdings bewegte sich der Indikator nach wie vor auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Bei Konstanz des Gesamtindicators zeichnete sich eine Änderung in der Indikatorstruktur ab. Während die realwirtschaftlichen Einzelindikatoren eher eine Verbesserung meldeten, wobei der Außenhandel und der Staatshaushalt 2005 ein geringeres Defizit, gemessen am BIP, als 2004

³⁹ Vgl. MAGYAR NEMZETI BANK: Minutes of the Monetary Council meeting of 24 Januar 2004. <http://www.mnb.hu>

⁴⁰ NATIONALBANK UNGARNS: Statement by the Monetary Council (22. Mai 2006), <http://english.mnb.hu/Engine.aspx>, 25. Juli 2006.

Abbildung 9:
Gesamtindikator Polen



Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

aufwiesen und auch die Inflationsrate zurückging, waren die monetären Indikatoren von einer Verschlechterung geprägt. Insbesondere zeichneten sich Probleme im Bankensektor ab. Zwar wurden die Zinssenkungen seitens der Nationalbank seit Jahresbeginn 2005 über die Einlagenzinsen an die Depositahalter weitergegeben, aber der langfristige Kreditzinssatz sank langsamer. Gleichwohl stieg die inländische Kreditvergabe. Insofern wurden die offensichtlich gestiegenen Risiken durch das Aufleuchten des Indikators „Zinsspread“ gespiegelt. Es ist hierbei zu berücksichtigen, daß im Beobachtungszeitraum die Kreditvergabe des Bankensektors erheblich zunahm, vorwiegend die Vergabe an private Haushalte.⁴¹ Seit Jahren ist der hohe Anteil von Fremdwährungskrediten an private Haushalte (Hypothekenkredite) auch typisch für die polnische Situation. Der Beitrag ausländischer Direktinvestitionen zur Deckung des Leistungsbilanzdefizits nahm 2005 erheblich ab. Der nominale und reale Kurs des Zloty (das Wechselkursregime bewegt sich zwischen einem *free* und einem *managed float*) schwächte sich zuletzt ab, was möglicherweise mit den Unsicherheiten über den Kurs der Regierung hinsichtlich ihrer Europa-Politik allgemein, gegenüber ausländischen Investoren im speziellen und ebenso hinsichtlich der Haushaltskonsolidierung zusammenhängt.⁴²

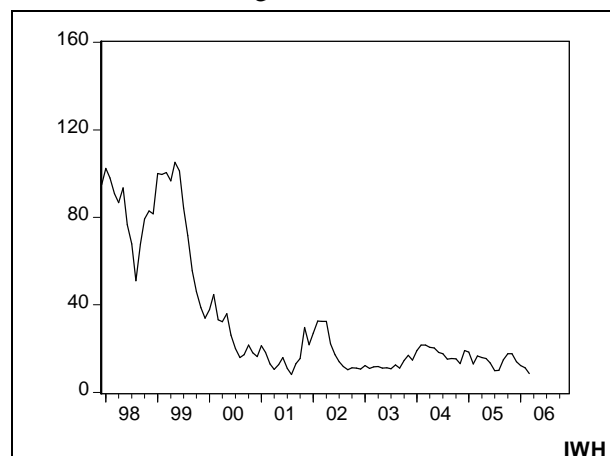
⁴¹ NATIONALBANK OF POLAND: Inflation Report April 2006. Warsaw, insbesondere Seiten 49-57.

⁴² Im Juli folgte jedoch wieder eine Aufwertung auf das März-niveau.

Bulgarien: Große Robustheit der Volkswirtschaft

Für *Bulgarien* als unmittelbarer EU-Beitrittskandidat (neben Rumänien) gilt das bekannte Bild eines unverändert niedrigen Risikos (Abbildung 10). Dieses Bild herrscht faktisch seit Einführung des Currency Boards im Juli 1997 vor. Verglichen mit dem letzten Test ergab sich sogar noch eine sehr starke Reduzierung des Wertes des Gesamtindikators. Die Ursache dafür ist in der nur sehr verhaltenen Expansion inländischen Kredits zu sehen. Ausschlaggebend dafür war der Anstieg des Überschusses im konsolidierten öffentlichen Haushalt aufgrund einer – erfolgreichen – Politik der Reduzierung der öffentlichen Verschuldung. Auch die Auslandsverschuldung konnte seit dem Jahr 2000 um mehr als 20 Prozentpunkte auf 64% im vergangenen Jahr reduziert werden. Da im Currency Board die inländische Kreditexpansion im wesentlichen vom Devisenzufluß bestimmt wird, machte sich hier die Stagnation der Nettokapitalzuflüsse 2005 gegenüber 2004 bemerkbar (die Zuflüsse nahmen nur um 90 Mio. US-Dollar zu). Das nach wie vor hohe Leistungsbilanzdefizit (März 2006: ca. 14% des BIP) in Verbindung mit der ständigen realen Aufwertung der Währung wird im großen und ganzen durch Direktinvestitionszuflüsse gedeckt.

Abbildung 10:
Gesamtindikator Bulgarien



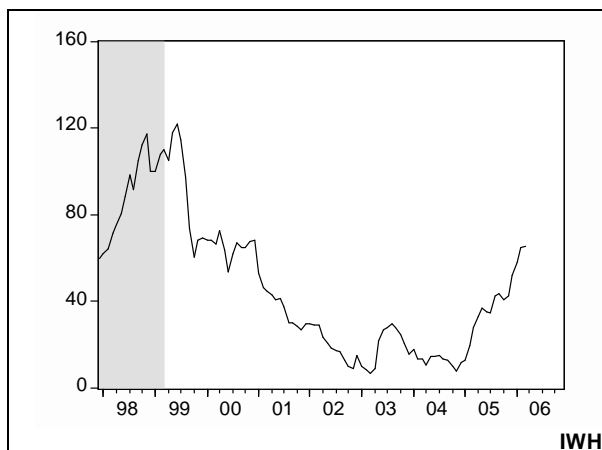
Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

Rumänien: Starke Kreditexpansion verschlechtert den Gesamtindikator

Seit Mitte 2004 verschlechtert sich wieder der Krisenindikator für *Rumänien* (Abbildung 11). Zwar erreichte der Anstieg und der Wert noch nicht jene

Ausmaße, die vor der Währungskrise 1998 zu beobachten waren, aber der Trend ist Anlaß für Überlegungen, wo wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf besteht. Auch hier waren offenbar Unsicherheiten im Bankensektor ursächlich für die Entwicklung, die sich in einem Anstieg des *Zinsspread* bemerkbar machten. Dahinter stand eine starke Kreditexpansion bei einem relativ geringen Bestand an Krediten des Bankensektors. Die Nettokapitalzuflüsse nahmen im vergangenen Jahr um knapp 20% gegenüber 2004 zu. Während die Direktinvestitionszuflüsse stagnierten, expandierten die ausländischen Kredite an den Banken- und Unternehmenssektor. Rumänien ist – verglichen mit anderen mittel- und osteuropäischen Ländern – eher ein *latecomer*, was die Kreditexpansion bei geringem Bestand betrifft. Die Erfahrungen dieser Länder bestehen aus einer wachsenden Belastung durch einen noch immer relativ unterentwickelten Bankensektor. Eine schnelle Kreditexpansion bricht sich seine Pfade dann über den weniger regulierten und deshalb schneller expandierenden Nicht-Banken-Finanzsektor und über die Wertpapiermärkte. Erfahrungsgemäß werden dann Kreditgeber und Schuldner zunehmend gegenüber Zins- und Wechselkursrisiken anfällig. Der Anstieg des *Zinsspreads* im aktuellen Falle Rumäniens könnte als Reaktion des Bankensektors auf diese sich abzeichnende Lage interpretiert werden, denn der Bankensektor sammelt offenbar möglichst hohe Reserven für notleidende Kredite. Auffallend war auch, daß sich die Nettoabflüsse bei Portfolioinvestitionen 2005 in Nettozuflüsse wandelten. Da das Defizit im kon-

Abbildung 11:
Gesamtindikator Rumänien



Markierter Bereich: Periode der letzten Finanzkrise.

Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

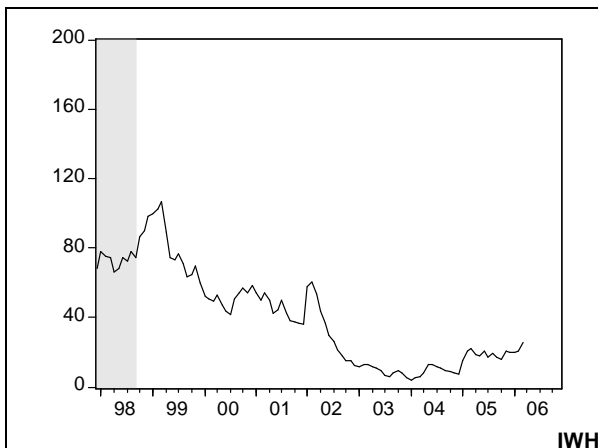
solidierten Staatshaushalt mit 0,8% des BIP relativ konstant blieb, verweisen die Portfoliozuflüsse auf entsprechende Unternehmensfinanzierungen (Aktien und Obligationen) hin. Ein hohes Wirtschaftswachstum seit Beginn des Jahres 2006 (fast 7% im ersten Quartal) war mit einer relativ hohen Inflationsrate, steigendem Leistungsbilanzdefizit (9% des BIP) und einer weiteren realen Aufwertung des Wechselkurses verbunden.

Rußland: Entspannte Lage durch Öleinnahmen

Rußland, das im Spätsommer 1998 eine schwere Finanzkrise erlebte, hatte damals mit angemessenen Mitteln reagiert, so daß auch heute das Risikopotential eher gering ist (Abbildung 12). Zu den Maßnahmen gehörte der Übergang von einem unflexiblen Wechselkurs zu einem *Managed Float* und eine Restrukturierung des Bankensektors, in deren Folge die Zahl der Geschäftsbanken deutlich abnahm. Die nachfolgende Belebung der Wirtschaft fand ihren Ursprung auch im steigenden Weltmarktpreis für Rohöl. Die Einnahmen daraus trugen zu einer deutlichen Entspannung der Verschuldungssituation bei, die noch Ende der 90er Jahre Anlaß zu erheblicher Sorge war. Auch gegenwärtig erzielt der konsolidierte öffentliche Haushalt Rekordüberschüsse. Ende Mai 2006 erreichten die Devisenreserven einen Stand von ca. 200 Mrd. US-Dollar, und die Regierung verhandelt mit dem Pariser Club über eine vorzeitige Rückzahlung von Krediten. Devisenreserven und Forderungen an das Ausland übersteigen mittlerweile deutlich die Bruttoauslandsverschuldung Rußlands.⁴³ Der Anstieg der Währungsreserven spülte zusätzliches Geld in den Wirtschaftskreislauf, und dies verhinderte, daß die Inflationsrate unter 10% fiel. Die Abwertung des Rubel folgte mehr oder weniger der Inflationsrate, so daß die höheren Öleinnahmen bisher keine reale Aufwertung des Rubel bewirkten. Der leichte Anstieg des Gesamtindicators dürfte mit der Abschwächung der Industrieproduktion bzw. des BIP-Wachstums zu erklären sein. Gleichwohl ist der Risikoindikator weit

⁴³ Die Nettoverpflichtungen der BIS-Berichtsbanken gegenüber allen Sektoren Rußlands betragen Ende 2005 73 Mrd. US-Dollar. Vgl. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, BIS Quarterly Review, June 2006, S. A42. Die Bruttoauslandsverschuldung betrug 215 Mrd. US-Dollar, vgl. GLIGOROV, V. et al., a. a. O.

Abbildung 12:
Gesamtindikator Rußland



Markierter Bereich: Periode der letzten Finanzkrise.

Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

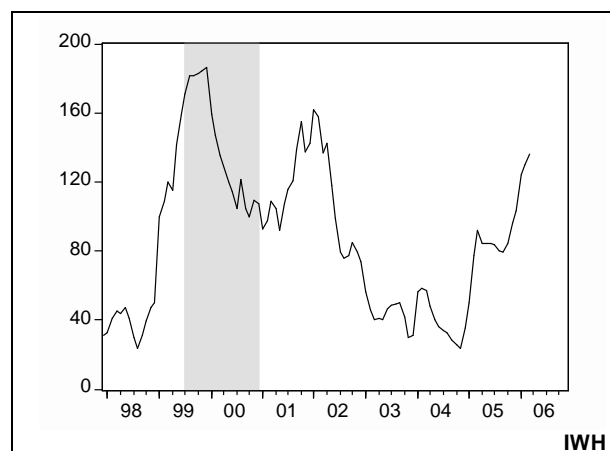
von den Niveaus entfernt, die er unmittelbar vor der Krise erreicht hatte.

Türkei: Inmitten von Turbulenzen

Einen deutlichen Anstieg zeigt der Risikoindikator für die *Türkei* (Abbildung 13). Die Währungsreform vom 1. Januar 2005 (abgeschlossen Ende 2005) brachte keine Entspannung; sie beschränkte sich im wesentlichen auf einen Währungsschnitt. Die Neue Türkische Lira gehört seitdem zu den Währungen mit einem *Managed Float*. Das Finanzkrisenrisiko ging und geht weiterhin vor allem von dem hohen *Zinsspread* aus, welches auf Probleme im Bankensektor verweist, und von einer deutlichen Abschwächung des Exportwachstums. Dadurch vergrößerte sich Anfang 2006 das Leistungsbilanzdefizit erheblich – verglichen mit dem entsprechenden Zeitraum von 2005. Die Probleme im Bankensektor sah die türkische Zentralbank vor allem vor dem Hintergrund weltweiter Portfolio-Umschichtungen, die zu einem Kapitalabfluß führten. Das Bemühen der Zentralbank, die Volatilität des Wechselkurses, die aus erheblichen Aktivitätsschwankungen im Finanzsektor resultierte, möglichst gering zu halten, hatte offensichtlich bei einer Jahresinflationsrate von mehr als 8% (oberhalb des Inflationsziels) zu einer deutlichen realen Aufwertung der Lira geführt. Die Folge zunehmender Unsicherheit der Anleger war dann eine nominale Abwertung der Lira um 20% (was bereits der technischen Definition einer Wechselkurskrise entspricht). Die Zentralbank reagierte mit einer dra-

stischen Anhebung ihres Zinssatzes sowie mit Interventionen auf dem Devisenmarkt. Eine weitere Anhebung des Zinssatzes erfolgte Anfang Juli 2006.⁴⁴ Absehbar sind weitere restriktive Interventionen der Zentralbank, um den Ausbruch einer erneuten Währungskrise zu verhindern. Käme es dadurch zu einem Konflikt mit der Regierung, die vor allem an hohem Wirtschaftswachstum und geringer Arbeitslosigkeit interessiert ist, wäre der Boden für eine Währungskrise infolge Inkonsistenzen in der Wirtschaftspolitik bereitet.

Abbildung 13:
Gesamtindikator Türkei



Markierter Bereich: Periode der letzten Finanzkrise.

Quellen: WIIW – Datenbank; Berechnungen des IWH.

Ausblick

Die Zeiten größerer Risiken für den Ausbruch von Finanzkrisen sind zumindest in den neuen EU-Ländern vorbei. Bis Anfang des gegenwärtigen Jahrzehnts waren erhöhte Risiken aus nicht optimalen Währungsarrangements (vor allem feste Wechselkurse) und aus transformationsbedingten Schwächen des Finanzsystem stammend zu beobachten. Seitdem gab es keine größeren Währungsturbulenzen mehr. Die Wechselkursarrangements scheinen optimal zu sein, die Finanzsysteme der Länder robust, und einige Länder sind durch ihren Beitritt zur EU und zum Wechselkursmechanismus (WKM II) zusätzlich geschützt. Trotz einer zunehmenden Instabilität auf den internationalen Finanzmärkten zeigt der Test mit IWH-Signalansatz

⁴⁴ Vgl. Announcement of the Central Bank of the Republic for Turkey vom 7. Juni 2006 sowie vom 28. Juni 2006: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/index.html>

kein gestiegenes Risikopotential für die nächsten 18 Monate, selbst bei weiteren Kurskorrekturen, die auch Staatstitel einschließen könnten. Slowenien, welches in dieser Zeit der Euro-Zone beitreten wird, verschafft sich damit eine zusätzlich Absicherung. Lediglich im Falle Rumäniens sind die Einzelindikatoren, und hier insbesondere die Ausweitung der Bankenkredite, verstärkt von der Wirtschaftspolitik zu beobachten.

Die letzte Finanzkrise in Nachbarschaft der EU gab es 2000, und zwar in der Türkei. Der Signalan-

satz zeigt einen erheblichen Anstieg des Krisenpotentials für die bevorstehenden 18 Monate. Hier zeichnet sich deutlich wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf ab. Offenbar läßt sich mit Maßnahmen der Zentralbank zur Stabilisierung des Wechselkurses allein keine Verminderung des Risikos erreichen.

Hubert.Gabrisch@iwh-halle.de
Simone.Loesel@iwh-halle.de

Anhang

Abbildung 14:
Nettokapitalzuflüsse gesamt nach neuen EU-Ländern

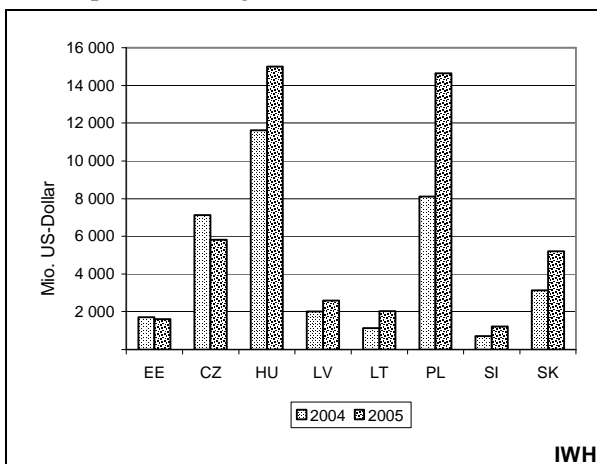


Abbildung 15:
Nettodirektinvestitionen nach neuen EU-Ländern

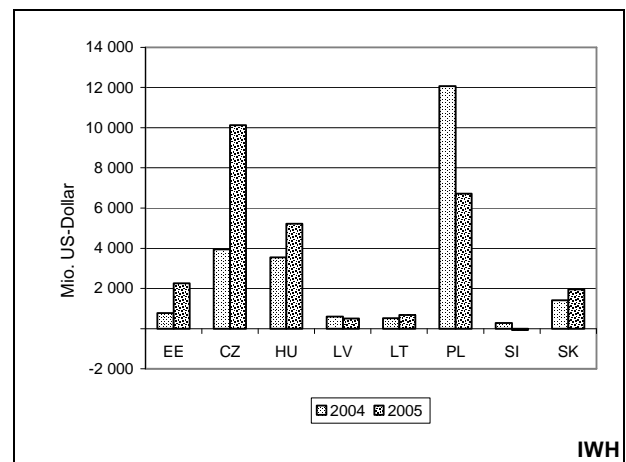


Abbildung 16:
Nettoportfolioinvestitionen nach neuen EU-Ländern

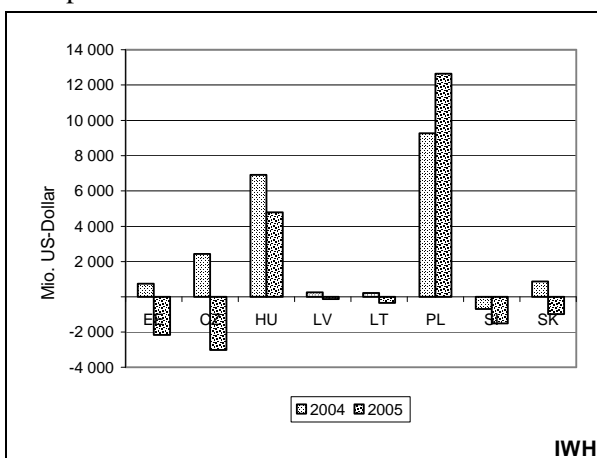
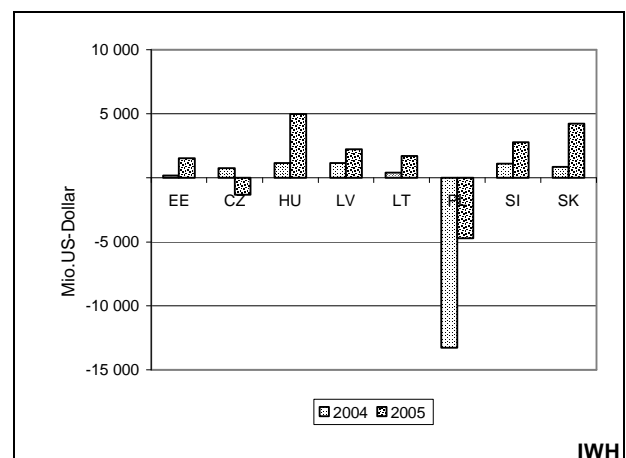


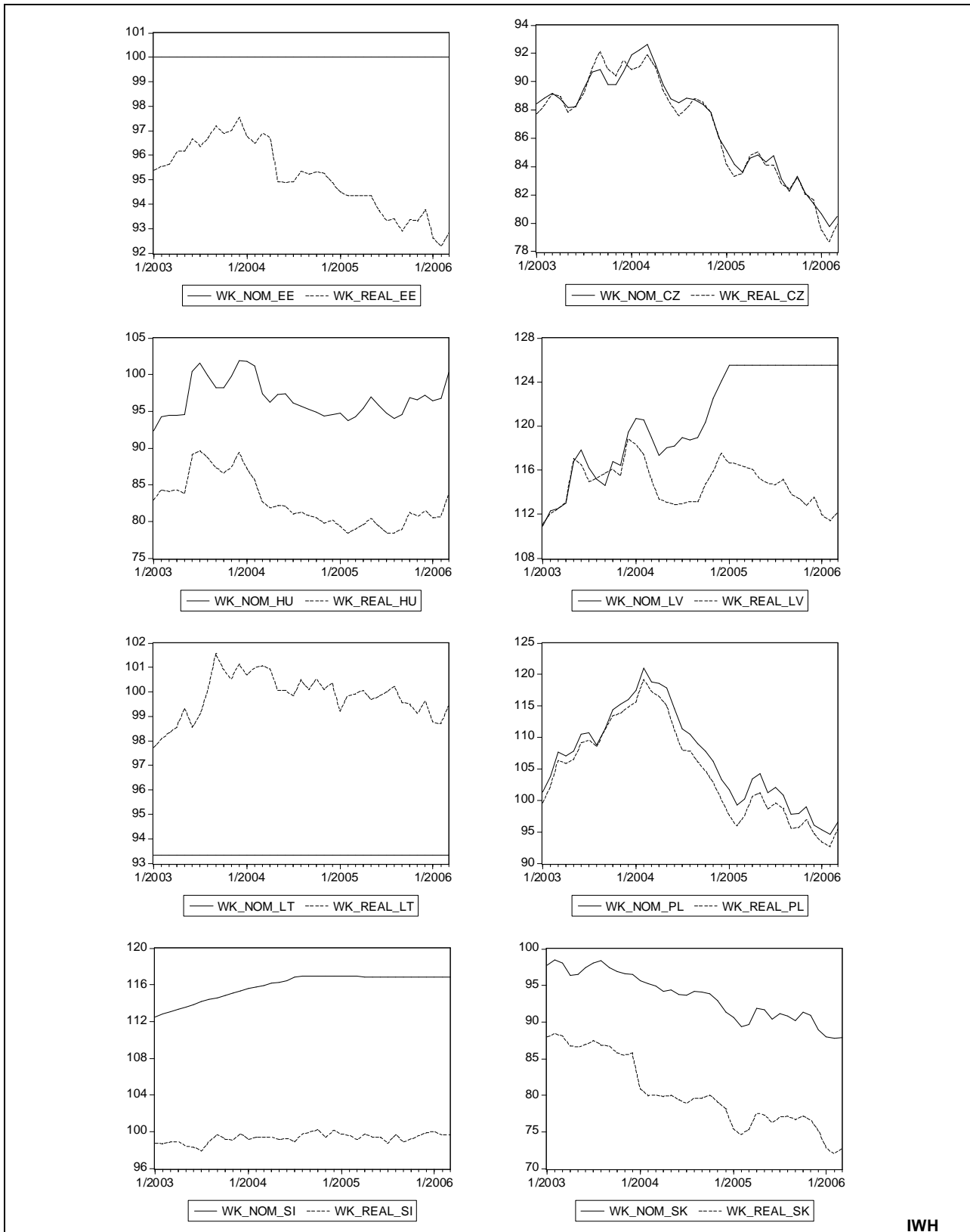
Abbildung 17:
Andere Nettoinvestitionen nach neuen EU-Ländern



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

Quelle: IWH auf Basis: IMF, International Financial Statistics, Washington D.C. 2005.

Abbildung 18:
 Nominaler und realer Wechselkurs der neuen EU-Länder gegenüber dem Euro
 - Januar 2003 bis März 2006, Durchschnitt 2000 = 100 -



IWH

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

Quelle: Berechnungen des IWH.