

Hishow, Ognian

**Research Report**

## Die Finanzsysteme der neuen EU-Mitgliedstaaten im Zeichen der weltweiten Krise

SWP-Studie, No. S 22/2009

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Hishow, Ognian (2009) : Die Finanzsysteme der neuen EU-Mitgliedstaaten im Zeichen der weltweiten Krise, SWP-Studie, No. S 22/2009, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/252717>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## **SWP-Studie**

Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale  
Politik und Sicherheit

*Ognian N. Hishov*

# **Die Finanzsysteme der neuen EU-Mitgliedstaaten im Zeichen der welt- weiten Krise**

S 22  
September 2009  
Berlin

**Alle Rechte vorbehalten.**

Abdruck oder vergleichbare  
Verwendung von Arbeiten  
der Stiftung Wissenschaft  
und Politik ist auch in Aus-  
zügen nur mit vorheriger  
schriftlicher Genehmigung  
gestattet.

Die Studie gibt ausschließ-  
lich die persönliche Auf-  
fassung des Autors wieder

© Stiftung Wissenschaft und  
Politik, 2009

**SWP**

Stiftung Wissenschaft und  
Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und  
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
[www.swp-berlin.org](http://www.swp-berlin.org)  
[swp@swp-berlin.org](mailto:swp@swp-berlin.org)

ISSN 1611-6372

# Inhalt

- 5 **Problemstellung und Empfehlungen**
- 7 **Die Finanzsysteme der NMS und ihr Integrationsstand**
- 8 Der Bankensektor der NMS in quantitativer und qualitativer Betrachtung
- 10 Der Wertpapiersektor: Handel mit Aktien und Schuldscheinen
- 12 Funktionstüchtigkeit der Finanzsysteme der NMS
- 14 Rückwirkungen auf die Altmitglieder
- 15 Zusammenfassung
- 17 **Finanzsektorintegration, Finanzkrise und Krisenmanagement**
- 18 Krisenarten und Schwellenwerte
- 21 Verbesserte Regulierung, aber wie?
- 24 Jenseits von Regulierung und Aufsicht: Bankenstabilisierung wichtig
- 26 **Fazit und Empfehlungen: Hilfe zur Selbsthilfe**
- 26 Eigenes Krisenmanagement der NMS
- 28 Was kann die EU leisten?
- 28 *Hilfe in der Not*
- 29 *Krisenanfälligkeit verringern*
- 29 *Komparative Wettbewerbsvorteile nicht behindern*
- 30 *Ausgabenprogramme in den NMS wenig effektiv*
- 31 *Überwachung und Regulierung im EU-weiten Kontext*
- 32 **Anhang**
- 32 Frühwarnindikatoren zur Krisenprävention
- 32 Abkürzungen

*Dr. Ognian N. Hishov ist wissenschaftlicher Mitarbeiter der  
Forschungsgruppe EU-Integration*

## Die Finanzsysteme der neuen EU-Mitgliedstaaten im Zeichen der weltweiten Krise

Effiziente Finanzmärkte sind eine Voraussetzung für den wirtschaftlichen Aufholprozess der neuen EU-Mitgliedstaaten (NMS), da sie in diesen kapitalarmen Ökonomien für eine rasche und kostenminimale Kapitalbereitstellung sorgen. Gutfunktionierende Finanzsysteme in den NMS sind aber auch für die EU und die europäische Integration insgesamt von Bedeutung – sie erweitern mittel- und längerfristig die Anlagemöglichkeiten für Investoren, begünstigen das Wachstum im Finanzsektor und unterstützen damit die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Nicht zuletzt fördern sie den ökonomischen Integrationsprozess in der erweiterten EU, weil sie die Umsetzung der »Grundfreiheiten im Binnenmarkt«, darunter die freie Kapitalbewegung, überhaupt erst ermöglichen.

Im Zuge der wirtschaftlichen Transformation der zehn mittel- und osteuropäischen NMS wurden deren Finanzsysteme modernisiert bzw. neu gestaltet. Strukturell und funktional weisen sie nunmehr typische Merkmale marktwirtschaftlich basierter Finanzsysteme auf. Fast 20 Jahre nach der politischen Wende und angesichts der Weltwirtschaftskrise kreist die finanz- und wirtschaftspolitische Diskussion in der erweiterten EU um drei prinzipielle Fragen:

- ▶ Wie weit ist der Prozess der West-Ost-Finanzsektorintegration in der EU gediehen?
- ▶ Hat der Integrationsprozess die gegenwärtige Finanz- und Wirtschaftskrise in den neuen Mitgliedstaaten verschärft?
- ▶ Welche Rolle kann und muss die EU bei Krisenprävention und Krisenmanagement spielen?

*West-Ost-Finanzsektorintegration:* Analysiert man die einzelnen Segmente des Finanzsektors der neuen Mitgliedstaaten, so wird deutlich, dass sie sich dem Standard der Altmitglieder annähern und diese Entwicklung von gemeinsamen EU-weiten Faktoren geprägt ist. Der Finanzsektor der NMS hat an Funktionstüchtigkeit gewonnen; dies bringt Vorteile für ihren Wachstums- und Aufholprozess. Allerdings bilden die NMS keine homogene Gruppe. Mit Hilfe eines Punktesystems lässt sich zeigen, dass einige von ihnen (Estland, die Slowakei und die Tschechische Republik) hinsichtlich der Qualität ihres Finanzsektors vorn liegen, während andere (Polen, Rumänien, Bulgarien) zurückbleiben. Dabei haben sich die Neumitglieder West-

europa zum Maßstab für den angestrebten Standard ihrer Finanzmärkte gemacht. Dies sollte überdacht werden, denn erstens ist auch in den alten Mitgliedstaaten die Finanzsektorintegration unzureichend (sogar im Euroraum), und zweitens sind hier gerade in den letzten Monaten Regulierungs- und Aufsichtslücken zum Vorschein gekommen. Zu überlegen ist, ob entwicklungsbedingte und NMS-spezifische Lösungen angestrebt werden sollten, auch wenn sie etwaigen Partikularinteressen der Altmitglieder zuwiderlaufen.

*Integrationsprozess und Finanzkrise:* Die NMS sind zum größten Teil unverschuldet Opfer der gegenwärtigen Krise geworden, obwohl ein höheres Maß an wirtschaftspolitischer Vorsicht die Auswirkungen in einigen Ländern, etwa Lettland, hätte abmildern können. Tatsache ist, dass die NMS zu Unrecht als »Defizitwirtschaften« betrachtet werden. Die EU-27 besteht aus reifen Volkswirtschaften und solchen Mitgliedern, die einen Aufholprozess durchlaufen. Daraus ergibt sich folgerichtig eine Unterscheidung zwischen kapitalimportierenden und kapitalexportierenden Ländern, die das schnellere Wachstum in den NMS überhaupt erst möglich macht. Die Spielräume der neuen Mitglieder, die »richtigen« wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu ergreifen, sind daher aus makroökonomischen Gründen eingeschränkt.

Allerdings hat sich die Wirtschaftspolitik weder in den neuen noch in den alten Mitgliedstaaten ernsthaft um Frühwarnindikatoren gekümmert. Stattdessen vertraute man darauf, dass die Finanzmärkte sich selbst korrigieren würden. Es herrschte ein allgemeiner Optimismus, der dazu beitrug, dass Länderratings sowie Ratings von Banken und anderen Akteuren überbewertet wurden. Warnsignale kamen erst, als die Krise schon ausgebrochen war. Dabei könnte ein vergleichsweise einfaches, jedoch in sich geschlossenes Frühwarnsystem, das von Aufsichtsbehörden und Zentralbanken betrieben würde, eine bessere Alarmfunktion erfüllen als eine Vielzahl von Einzelindikatoren, die auf verschiedene Akteure verstreut sind, oder manches anspruchsvolle, aber praxisferne mathematische Finanzmodell.

*Krisenprävention und Krisenmanagement der EU:* Die kleinen Volkswirtschaften der NMS können nicht aus eigener Kraft zum Wachstum zurückkehren. Das wurde von der EU insofern anerkannt, als sie die Option genutzt hat, Anleihen zu begeben, um Nicht-Euroraum-Mitgliedern in einer Zahlungsbilanzkrise nach Art. 119 des EU-Vertrages zu helfen. Lettland und Ungarn haben aus dem EU-Hilfsfonds insgesamt be-

reits rund 10 Milliarden Euro bezogen. Dieser Fonds und die Bereitschaft der EZB, die Zentralbanken der NMS zu unterstützen, machen es überflüssig, für die Beitrittsländer – wie vorgeschlagen wurde – einen neuen Marshallplan zu entwickeln. Allerdings muss aus dem EU-Hilfsfonds auch in Zukunft gelegentlich Finanzhilfe bereitgestellt werden – um Banken zur stabilisieren, Einlagen zu besichern oder Wechselkurse zu verteidigen.

Auch die makroökonomischen Ungleichgewichte in der EU können nur dann überwunden werden, wenn die großen Länder in konzertierter Weise mitwirken. Unkonventionelle Lösungen dürfen dabei, wie die Krise lehrt, kein Tabu sein:

- ▶ Würden Rat, Kommission und Europäische Zentralbank einer sofortigen Einführung des Euro in den Ländern mit Wechselkursbindung (Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen) zustimmen, könnte eine volkswirtschaftlich kostspielige Währungskrise – die durchaus noch möglich ist – abgewendet werden.
- ▶ Alternativ dazu könnte das Maastricht-Inflationskriterium zeitweilig oder permanent aufgehoben werden; die im Vergleich zu den Altmitgliedern höhere Inflationsrate in den NMS hat wenig mit falscher Wirtschaftspolitik zu tun.
- ▶ Um die neuen Mitgliedstaaten beim Abbau ihrer Leistungsbilanzdefizite zu unterstützen, könnte die EU die derzeit strenge Dienstleistungsrichtlinie lockern. Dies würde dazu beitragen, dass die NMS ihre (Dienstleistungs-) Exporte steigern.

Eine vom früheren IWF-Exekutivdirektor Jacques de Larosière geleitete Expertengruppe hat vorgeschlagen, eine einheitliche und EU-weite Finanzaufsicht aufzustellen, um landesspezifische Regulierungsunterschiede und -lücken zu beseitigen. Angesichts der hohen Abhängigkeit der NMS-Banken vom Bankensektor der alten Mitgliedstaaten erscheint eine solche Aufsichtsstruktur sinnvoll, denn sie würde einem potentiellen »Regulierungsnationalismus« (*national bias*) auf Kosten der NMS vorbeugen. Eine EU-weite Regulierung dürfte auch deshalb vorteilhaft sein, weil die Politik in den neuen Mitgliedstaaten nicht in der Lage ist, sich dem Wunsch der Bevölkerung nach stärkerem Wachstum und damit laxen Kreditkonditionen zu entziehen. Hier gibt es kaum einen Unterschied zum politischen Handeln in den alten Mitgliedstaaten.

# Die Finanzsysteme der NMS und ihr Integrationsstand

Die Finanzsektorintegration in der EU geht ursprünglich auf die Verwirklichung des Binnenmarktes zurück; weitere Impulse kamen durch die neu geschaffene Wirtschafts- und Währungsunion (WWU bzw. Euroraum). Dabei gilt, dass Finanzmärkte integriert sind, wenn Anlagen mit einem gegebenen Risikofaktor ohne Marktzutrittsbarrieren getätigt werden können. Etwaige Extrarisikoprämien verschwinden dann, und Umfang wie Richtung der Kapitalströme hängen ausschließlich von den Fundamentaldaten der beteiligten Volkswirtschaften ab.

Anders als die seit jeher marktwirtschaftlich organisierten Ökonomien der alten EU-15 sowie Maltas und Zyperns sind die neuen Mitgliedsländer aus Mittel- und Osteuropa ehemalige Planwirtschaften. Ihre Finanzsektoren haben eine Transformation durchlaufen und sind dabei, sich umfassend in das EU-weite Finanzsystem zu integrieren. Dabei können die zehn NMS – Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, die Slowakische Republik, Slowenien, die Tschechische Republik und Ungarn – nach verschiedenen Kriterien untergliedert werden. Für die Zwecke einer finanzwirtschaftlichen Betrachtung lassen sie sich nach Wechselkurspolitischen Aspekten in drei Subgruppen einteilen:

- ▶ die Slowakei und Slowenien, die bereits Mitglied des Euroraums (WWU) sind
- ▶ Bulgarien, Estland, Lettland und Litauen (die sogenannten BELL-Länder), die durch feste Wechselkurse mit dem Euroraum verbunden sind
- ▶ Polen, Rumänien, die Tschechische Republik und Ungarn, die ein flexibles Wechselkursregime unterhalten

Aus dieser wechselkurspolitischen Heterogenität der NMS ergeben sich unterschiedliche finanz- und wirtschaftspolitische Anforderungen – sowohl an die nationalen Institutionen als auch an die EU als Ganzes.

Die NMS mussten im Zuge der Implementierung des *Acquis communautaire* den Finanzsektor ausbauen und modernisieren, damit er stärker zu Wachstum und Beschäftigung beiträgt. Die Finanzmärkte sollten differenzierter und vielseitiger werden, um als Mediatoren zwischen Sparern und Investoren den unterschiedlichen Motiven für Finanztransaktionen

gerecht werden zu können. Mittlerweile können sich die privaten Haushalte in den NMS zwischen konkurrierenden Sparmodellen mit unterschiedlicher Verzinsung entscheiden. Die dortigen Unternehmen sind bemüht, Fremdmittel für Betriebsinvestitionen nicht mehr allein von Banken zu beziehen. Und die Banken selbst haben ihr Dienstleistungsangebot – gegen Provision oder verschiedene Zinsmargen – ausgebaut. Anlagegesellschaften und -fonds etablieren sich zunehmend als dynamische Akteure in den NMS und machen dem traditionellen Bankkredit Konkurrenz.

Die Integration der ost- und südosteuropäischen Länder in die Wirtschaft der EU-15 hat ihre Finanzstruktur folglich signifikant verändert. Dabei ist der Finanzsektor der ehemaligen Planwirtschaften schneller gewachsen als der klassische Gütersektor. Der Anteil des führenden Sektors – der Industrie – am Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist heute nicht viel größer als der Anteil des Sektors für Finanzdienstleistungen. Damit liegen die NMS im EU-weiten Trend. Die Übernahme des gemeinsamen Regelwerks für die Finanzindustrie und die Implementierung des Gemeinschaftsrechts im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen<sup>1</sup> haben den Finanzsektor der neuen Mitgliedsländer rechtlich und institutionell jenem der Altmitglieder angeglichen. Das erleichtert die Intra-EU-Kapitalbewegungen, die für die NMS von vitaler Bedeutung sind. Da sie im Güterhandel mit den Altmitgliedern spürbare Defizite aufweisen, sind sie auf Kapitalzufluss angewiesen, um die Nettoimporte finanzieren zu können. Die alten Mitgliedsländer wiederum beziehen in steigendem Maße Kapitaleinkommen aus den NMS, das der inzwischen große Bestand an Direktinvestitionen dort abwirft.

Auch die globale Wirtschaftskrise hat zwei wichtige integrationspolitische Fakten offengelegt. Zum einen sind die Finanzmärkte in der erweiterten EU so stark miteinander verflochten, dass die von einem individuellen Markt ausgehenden Schockwellen schnell auf die europäischen Partner überschwappen können. Zum

<sup>1</sup> Der *Financial Services Action Plan* der EU-Kommission wurde 1999 ins Leben gerufen, um einen harmonisierten Markt für Bankwesen, Investment, Versicherungen, Derivate und Rohstoffe zu schaffen. Vgl. <[www.financial-services-action-plan.com](http://www.financial-services-action-plan.com)>.



anderen sind die Finanzmärkte an sich neutral: Sie können sowohl wachstumsfördernde als auch wachstumshemmende asymmetrische Schocks übertragen. Dabei werden die einzelnen Volkswirtschaften jeweils an ihrer schwächsten Stelle getroffen. Einige Länder erleben eine Bankenkrise, andere geraten in Zahlungsbilanzschwierigkeiten, und bei dritten wiederum schrumpft die Wirtschaft, weil der Exportsektor einbricht. Um das Schlimmste zu verhindern, gilt es in jedem Einzelfall präventiv richtig bzw. therapeutisch schnell zu handeln.

Da die neuen ost- und südosteuropäischen Mitglieder relativ kleine Volkswirtschaften sind – ihr kombinierter Anteil am BIP der EU-27 beträgt lediglich 7 Prozent –, lässt sich erwarten, dass auch ihr Finanzsektor vergleichsweise unbedeutend ist. Ein quantitativer Vergleich zwischen den Bankensektoren der neuen und einiger alten Mitgliedstaaten bestätigt dies. Selbst bei kleinen westeuropäischen Marktwirtschaften wie Österreich oder Dänemark weisen die Indikatoren der jeweiligen Bankensektoren um ein Vielfaches (nämlich das 3- bis 30-fache) höhere Werte auf als bei den einzelnen Neumitgliedern.<sup>2</sup> Aber auch in qualitativer Hinsicht besteht noch Nachholbedarf – auch im Bankensektor, dem derzeit am meisten entwickelten Segment des NMS-Finanzsystems.

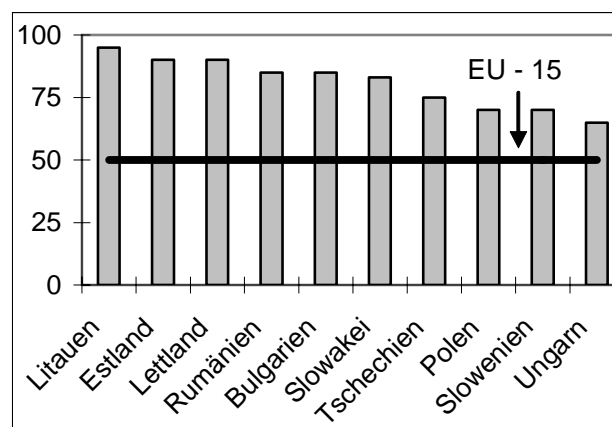
### Der Bankensektor der NMS in quantitativer und qualitativer Betrachtung

Der Bankensektor ist in den neuen Mitgliedstaaten der wichtigste Finanzvermittler (Intermediator). Das hat historische Gründe, da in den früheren Planwirtschaften keine Aktienbörsen und kaum andere Wertpapiermärkte zugelassen waren. Kapitalbereitstellung durch Banken ist in den meisten NMS – mehr noch als bei den südeuropäischen Staaten der EU-15 – eine Hauptform der Finanzintermediation, besonders im Fall der kleineren Neumitglieder. Mitte der 2000er Jahre dominierte in den NMS die Bankfinanzierung gegenüber anderen Formen der Mittelbereitstellung mit teilweise großem Abstand (siehe Graphik 1).

Betrachtet man die Bankindustrie der Region, fallen zwei Besonderheiten auf. Einerseits ist der Bankensektor der NMS in Relation zum jeweiligen nationalen BIP kleiner als im EU-15-Durchschnitt, und die Struk-

<sup>2</sup> Eurostat, Zugriff unter <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-BW-07-001-24/EN/KS-BW-07-001-24-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-BW-07-001-24/EN/KS-BW-07-001-24-EN.PDF)>.

**Graphik 1**  
**Anteil der Bankaktiva an allen Finanzaktiva nach Ländern (in Prozent)**



Quelle: EU Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 1/2006, Convergence Report, Dezember 2006, Charts 2.9a–9.9a (teilweise Schätzung)

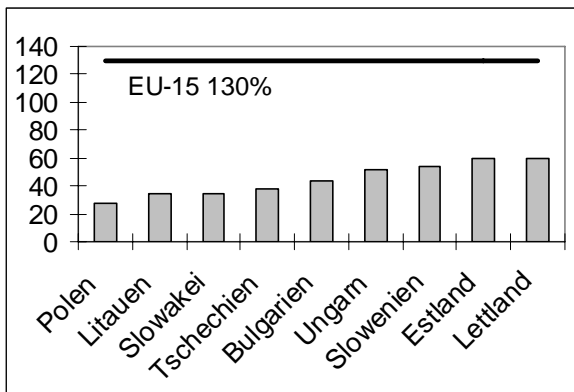
turen der Bankdienstleistungen unterscheidet sich von der westeuropäischen. Mitte dieses Jahrzehnts erreichte der Anteil der ausstehenden Kredite am BIP der einzelnen Länder lediglich ein Drittel des westeuropäischen Niveaus; in Polen war dieser Anteil besonders klein, während Estland und Lettland etwas höhere Werte aufwiesen (siehe Graphik 2).

Andererseits ist die Kreditvergabe in unterschiedlichem Maße wachstumswirksam geworden. Studien zufolge haben Kredite an den Haushaltssektor nur eine unbedeutende Wachstumsdynamik entfaltet.<sup>3</sup> Dies lässt sich damit erklären, dass Immobilienkredite nicht unbedingt einen Bau- und damit Investitionsboom ausgelöst, sondern nur eine Umverteilung des bestehenden Wohnraums bewirkt haben. Zugleich ist durch Konsumentenkredite in den offenen osteuropäischen Volkswirtschaften oftmals der Import und nicht die Binnennachfrage angekurbelt worden.

Dagegen war die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor durchaus wachstumsfördernd, weil das geliehene Kapital meist zur Finanzierung von Investitionen eingesetzt wurde. Zu beachten ist jedoch, dass in Polen, Tschechien und Ungarn die börsenbasierte Finanzierung schneller expandiert

<sup>3</sup> Gerhard Fink/Peter Haiss/Goran Vukšić, *Importance of Financial Sectors for Growth in Accession Countries*, Paper for presentation at the Conference on European Economic Integration 2005 (CEEI), organized by ECB, OeNB and CFS, Vienna, November 2005, Europe Institute, University of Economics and Business Administration Vienna, S. 3, <[www.wu-wien.ac.at/europainstitut/forschung/vuksic.pdf](http://www.wu-wien.ac.at/europainstitut/forschung/vuksic.pdf)>.

**Graphik 2**  
**Ausstehende Kredite in Prozent des BIP,**  
**Vorkrisenniveau 2005**



Quelle: Marion Mühlberger, *Osteuropa: Makroökonomischer Ausblick, Finanzsektor und Konvergenz*, Frankfurt a.M.: Deutsche Bank Research, 28.6.2006, S. 21, <[www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000202155.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000202155.pdf)>; EU Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 1/2006, Convergence Report, Dezember 2006, Charts 2.9a–9.9a

als die bankbasierte.<sup>4</sup> Damit liegen diese Märkte im angelsächsischen Trend. Auch in den anderen NMS dürfte die Bankfinanzierung allmählich an Bedeutung verlieren.<sup>5</sup> Allerdings ist zu erwarten, dass dies mit unterschiedlichem Tempo geschieht, denn der osteuropäische Finanzraum ist noch sehr uneinheitlich und spiegelt in etwa die Heterogenität der nationalen Wirtschaftsniveaus (z.B. ausgedrückt als BIP je Einwohner) wider.

Bei den Eigentumsstrukturen fällt auf, dass der Bankensektor von ausländischen, insbesondere westeuropäischen Muttergesellschaften dominiert wird. In Estland und Tschechien sind praktisch alle Aktiva des Sektors in fremder Hand. Mit nur rund 40 Prozent gilt der ausländische Anteil in Lettland dagegen als gering; dabei ist er noch immer um 50 Prozent höher als der EU-15-Durchschnitt. Der Mittelwert der NMS lag Mitte der 2000er Jahre bei knapp 70 Prozent (siehe Graphik 3, S. 10).

Es ist nicht eindeutig, welche Kosten-Nutzen-Bilanz sich daraus ergibt, dass die NMS-Bankensysteme weitgehend in westeuropäische Hände übertragen wurden.

<sup>4</sup> EU Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 1/2006, Convergence Report, Dezember 2006, Charts 2.9a–9.9a.

<sup>5</sup> Lucas Papademos (Vice President of the ECB), *Financial Structures, Credit Growth and House Prices in the New EU Member States: Policy Challenges on the Road to the Euro*, Speech at the Conference held by Latvijas Banka, Riga, 19.9.2005, <[www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050919\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050919_1.en.html)>.

Auf der Nutzenseite stehen Faktoren wie Modernisierung, Erwerb von Know-how und Anhebung der betriebswirtschaftlichen Standards bei den Instituten. Auf der Kostenseite zu verzeichnen sind Nachteile wie der räumlich entfernte Sitz der Unternehmensleitung, die untergeordnete Stellung der jeweiligen Bank in der betrieblichen Struktur (als bloße Filiale bzw. Tochter), die damit verbundenen nachrangigen Refinanzierungsprioritäten der Konzernmutter und der schwache Einfluss der Behörden des Gastlandes auf die Politik des Instituts. Während Letzteres in guten Zeiten eher als Vorteil gelten kann, ändert sich das in Krisensituationen, weil dann die nötige Abstimmung zwischen den betriebswirtschaftlichen Entscheidungen der Bank und den volkswirtschaftlichen Belangen der Politik erschwert ist.

Dieses Problem verringert sich allerdings mit fortschreitender Integration, denn für die Konzernzentralen steigt dadurch der Druck, sich mit den geldpolitischen Behörden der Gastländer abzustimmen. Dafür sorgt der wachsende geschäftliche Stellenwert der »Neuen«. Noch bis vor kurzem galt den NMS nur eine geringe Priorität, weil sie bei der Kreditvergabe westeuropäischer Banken keine große Rolle spielten. Zu Beginn dieses Jahrzehnts betrug der Anteil der internationalen Kredite, der in diese Länder ging, bei österreichischen Banken etwa 15 Prozent, bei italienischen 9 Prozent, bei schwedischen und finnischen 5 bis 6 Prozent und bei deutschen ganze 2,7 Prozent.<sup>6</sup> Nur wenige Jahre später stiegen die Werte dramatisch an (vgl. Tabelle 1, S. 14). Damit wuchs die gegenseitige Abhängigkeit. Aufgrund des hohen Auslandsanteils und der dominierenden Rolle von Banken als Finanzvermittlern war die jeweilige Zins-, Kredit-, Provisions- und Refinanzierungspolitik der Muttergesellschaften für die neuen Mitgliedsländer schon immer von direkter volkswirtschaftlicher Bedeutung. Inzwischen gilt das auch umgekehrt, insbesondere für die kleineren Altmitglieder – deren Finanzsektor ist nun stark von der wirtschaftlichen Lage der NMS abhängig.

Wegen der gegebenen Eigentumsstruktur können Faktoren eine Rolle spielen, die jenseits einer konsequenten nationalen Stabilitätspolitik der Neumitglieder angesiedelt sind. Vermögenspreisblasen (*Asset Price Bubbles*) im Ausland können Banken dort in Schwierigkeiten bringen. Angeschlagene Banken in Übersee wiederum drohen über die bestehenden Zahlungsver-

<sup>6</sup> Ulrich Volz, *European Financial Integration and the Financing of Local Businesses in the New Member States*, London: EBRD, Oktober 2004 (EBRD Working Paper 89), S. 17.

flechtungen die Muttergesellschaft der NMS-Kreditinstitute mit in die Krise zu ziehen. Relevant ist dabei der hohe Anteil westeuropäischer Banken an den Bankaktiva in den neuen Mitgliedstaaten. Daher war es wichtig zu verhindern, dass angeschlagene Konzernmütter Gewinne der (gesunden) Banken in den NMS zur Rekapitalisierung notleidender westeuropäischer Filialen abführen oder Refinanzierung nur zögerlich bereitstellen. Das kann in Ländern mit geringer nationaler Ersparnis wie Bulgarien oder den baltischen Staaten zum Problem werden. Da hier nicht genügend nationale Geldeinlagen existieren, sind die Banken auf externe Mittelbereitstellung angewiesen.

Der EU-Bankkreditmarkt weist zwei wesentliche Segmente auf, deren Ost-West-Integration unterschiedlich weit gediehen ist:

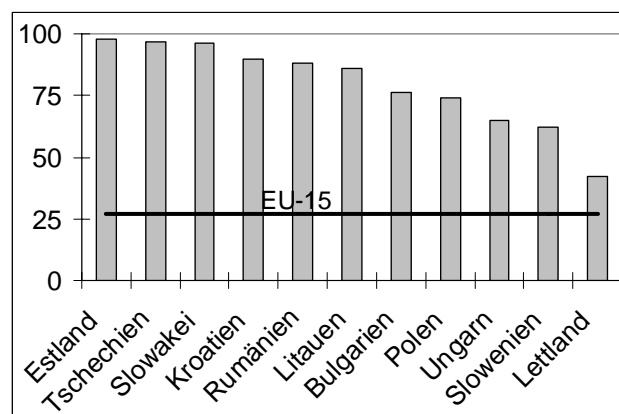
- ▶ Vergleichsweise wenig integriert ist das *Privatkundengeschäft (retail banking)* im Bankensektor. Dies zeigt sich an divergierenden Realzinssätzen bei vergleichbaren Produkten wie Hypotheken und Konsumentenkrediten. Teilweise spiegeln sich darin nationale Besonderheiten wie Verbraucherpräferenzen wider. Eine wichtigere Ursache ist jedoch mangelnder Wettbewerb aufgrund diverser Marktzutrittsbarrieren wie Verbraucherschutzbestimmungen, Vorgaben bei Zwangsversteigerungen, Steuervorteilen etc. Als ein besonderes Nebenprodukt der Integration hat in vielen NMS die Kreditaufnahme in Euro stark zugenommen; vor allem Immobilienkäufer versuchen auf diese Weise, die höheren Zinsen für Kredite in der nationalen Währung zu umgehen.
- ▶ Der Markt für kurz-, mittel- und langfristigen *Unternehmenskredit*, der sich in den neuen Mitgliedsländern rasch entwickelt hat, ist stärker mit dem entsprechenden westeuropäischen Markt verflochten. Untersuchungen weisen nach, dass die EU-weiten Faktoren nun stärker als binnenwirtschaftliche Elemente die Zinsniveaus und ihre Varianz in den neuen Ländern bestimmen; damit ist der Qualitätsrückstand gegenüber den westeuropäischen Märkten praktisch beseitigt.

Auch hat sich in der erweiterten EU vor allem dank der Währungsunion ein einheitlicher *Geldmarkt* herausgebildet, auf dem sich die Banken kurzfristig Liquidität beschaffen. Im Laufe dieses Jahrzehnts gingen die Zinsmargen für Kurzfriskredit an Banken in den NMS spürbar zurück.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Auf dem Interbankenmarkt, zum Beispiel im Vergleich zum europäischen Tageszins EONIA (*Euro Over-Night Index*

Graphik 3

Aktiva des Bankensektors in ausländischem Besitz (in Prozent aller Aktiva), Vorkrisenniveau 2005



Quelle: Mühlberger, Osteuropa; EU Commission, *European Economy* [jeweils wie bei Graphik 2, S. 9]

## Der Wertpapiersektor: Handel mit Aktien und Schuldscheinen

Bekanntlich beschaffen sich Investoren Kapital nicht nur bei heimischen und ausländischen Banken (im eigenen Land oder im Ausland), sondern seit langem auch auf Wertpapiermärkten. Unter ihnen sind die Aktienbörsen und die Börsen für Unternehmensschuldscheine am bedeutendsten.

*Aktienbörsen (Stock Exchanges)* sind spezialisierte Märkte für Unternehmensanteile. Hier besorgen sich Firmen Kapital, wenn sie keine Bankkredite aufnehmen wollen oder können. Die Börsenfinanzierung hat in der EU-15 während der letzten 20 Jahre im Zuge der Liberalisierung der grenzüberschreitenden Kapitalbewegung (die zu den »Grundfreiheiten im Binnenmarkt« gehört) spürbar an Bedeutung gewonnen und die Bankfinanzierung volumenmäßig eingeholt. In den alten EU-Mitgliedstaaten haben vor allem die großen Unternehmen das Wachstum dieser Märkte genutzt. Dass die Aktienbörsen an Gewicht zugenommen haben, ist – neben der quantitativen Expansion – auch dem Umstand zu verdanken, dass die Palette der Finanzinstrumente um neue Produkte erweitert

(Average). Kleinere Spreads in den NMS zum Eonia bedeuten eine engere Marktverflechtung. Markus Baltzer/Lorenzo Cappiello/Roberto A. De Santis/Simone Manganelli, *Measuring Financial Integration in New EU Member States*, Frankfurt a.M.: ECB, März 2008 (ECB Occasional Paper Series Nr. 81), S. 13f, <[www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp81.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp81.pdf)>.

wurde. Eine wichtige Rolle spielt zudem der technologische Wandel auf dem Sektor, insbesondere die Ausbreitung elektronischer Handelsformen wie Internet Brokerage.

In den NMS wurden Finanzplätze neu oder wieder eröffnet, nachdem die Staatsbetriebe privatisiert worden waren. Mit einem besonderen Verfahren, der Voucherprivatisierung, hatten insbesondere die damalige Tschechoslowakei, Rumänien, Bulgarien und Litauen – erfolglos – versucht, das Volkseigentum auf die Bürger zu verteilen. Heute existieren in den Hauptstädten aller neuen EU-Staaten registrierte Aktienbörsen, die eine breite Palette von Finanzinstrumenten und -dienstleistungen anbieten. Die kleinen Börsen der baltischen Republiken bilden zusammen mit den Börsen der skandinavischen EU-Mitglieder die Nordische OMX-Börse.

Während des letzten Wirtschaftszyklus war der Aktienmarkt in den NMS volatil als in den alten Mitgliedsländern und im Euroraum. An den Börsen in Budapest und Warschau ist der Index zunächst um etwa 400 Prozent gestiegen und 2007/2008 wieder um die Hälfte gefallen. In Prag wiederum waren die Ausschläge seit der jüngsten Finanzkrise etwas geringer. Der Index der bulgarischen Aktienbörse SFB dagegen ist um vier Fünftel zurückgegangen.<sup>8</sup> Alles in allem kann die Indexvolatilität als Indiz für ausreichende Transparenz und Funktionstüchtigkeit der einzelnen Aktienbörsen interpretiert werden.

Der Frage, ob die neugeschaffenen Aktienmärkte der NMS wachstumswirksam geworden sind, gehen verschiedene Studien nach. Weil während der 1990er Jahre in vielen dieser Länder Aktienbörsen durch Regierungsbeschluss entstanden und zahlreiche Unternehmen verpflichtet wurden, sich registrieren zu lassen, ist die Anzahl der gelisteten, aber nicht gehandelten Firmen groß. Die kapitalarmen osteuropäischen Volkswirtschaften sind schlicht nicht in der Lage, ausreichend Liquidität für so viele Teilnehmer bereitzustellen. Das erklärt den bislang geringen Beitrag der Börsenfinanzierung zum Wirtschaftswachstum in den NMS.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Eurostat, *Aktienkursindizes neubasiert*, <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=de&pcode=tec00037>>; *Bulgaria: 2008 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Bulgaria*, Washington, D.C.: IMF, 1996, S. 23 (IMF Country Report Nr. 09/96), <[www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0996.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0996.pdf)>.

<sup>9</sup> Fink u.a., *Importance of Financial Sectors* [wie Fn. 3], S. 3.

Die großen, international agierenden Unternehmen der Region sind auch an den wichtigen Aktienbörsen in den Industrieländern gelistet und haben Zugang zu den liquiden internationalen Kapitalmärkten. Dagegen müssen die Aktienbörsen in den NMS lokale, folglich weniger transparente und produktive Unternehmen finanzieren, was sich restriktiv auf die Mittelbereitstellung auswirkt. Unter diesen Voraussetzungen haben die osteuropäischen Aktienbörsen durchaus Wachstumspotential; die Börsenkaptalisierung – der Wert der gehandelten Unternehmen als Anteil am BIP – erreicht bei den »Neuen« lediglich ein Drittel des westeuropäischen Niveaus. Ob das Wachstumspotential ausgeschöpft werden kann, hängt vom jeweiligen Aufholprozess ab. Beispielsweise beläuft sich die Börsenkaptalisierung in Griechenland, einem Land, das nie zentralwirtschaftlich organisiert war, noch immer lediglich auf 20 Prozent des BIP, und die Kaptalisierung der gelisteten Firmen beträgt im Durchschnitt nur 107 Millionen Euro.<sup>10</sup> Allerdings werden die 230 gelisteten Unternehmen auch real gehandelt, während in den NMS noch immer zahlreiche Firmen lediglich passiv geführt werden.

Aufgrund solcher struktureller Besonderheiten existieren in den neuen und alten Mitgliedstaaten zu viele nationale Aktienbörsen, die zersplittert und wenig integriert sind. Im Ergebnis bleiben jedoch die wichtigsten osteuropäischen Aktienmärkte risikobehafteter als die meisten Börsen in der EU-15.<sup>11</sup> Die baltischen und skandinavischen Börsen haben sich, wie bereits erwähnt, zusammengeschlossen, um eine Zersplitterung und Isolierung ihrer Aktivitäten zu vermeiden. Zugleich spielen Faktoren, die in den 1990er Jahre wichtig waren – etwa stärkere Wechselkursausschläge –, mittlerweile keine so große Rolle mehr. Es ist daher realistisch anzunehmen, dass sich der Segmentierungsprozess unter den osteuropäischen Börsen abschwächen wird.

<sup>10</sup> John Bonin/Paul Wachtel, *Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade*, Helsinki: Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT), 2002 (BOFIT Discussion Papers 9/2002), S. 25, <[www.bof.fi/NR/rdonlyres/8532430A-7CA6-467D-991C-5AF368F49220/0/dp0902.pdf](http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/8532430A-7CA6-467D-991C-5AF368F49220/0/dp0902.pdf)>.

<sup>11</sup> Elena Fedorova/Mika Vaihekoski, *Global and Local Sources of Risk in Eastern European Emerging Stock Markets*, Helsinki: BOFIT, 29.12.2008 (BOFIT Discussion Papers 27/2008), S. 17, <[www.bof.fi/NR/rdonlyres/D9F57E55-030C-4E54-9F8A-FB5690D3D862/0/dp2708.pdf](http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/D9F57E55-030C-4E54-9F8A-FB5690D3D862/0/dp2708.pdf)>.

Es überrascht auch nicht, dass in den NMS die Quote der nicht börsengehandelten Unternehmensanteile in Privatbesitz hoch ist. Die EZB schätzte ihn Mitte der 2000er Jahre auf ca. 80 Prozent des gesamten Unternehmenskapitals. Insbesondere kleine Familienunternehmen vertrauen auf privates Kapital, weil ihnen die Banken oftmals die Finanzierung verweigern und sie nicht an regionalen und nationalen Aktienbörsen gelistet werden können. In Krisenzeiten ist das ein Vorteil, weil diese Firmen nicht hochverzinsten Kredite nachfragen oder einen Verfall ihrer Aktienkurse erleben müssen.

Der Markt für *Unternehmensschuldsscheine* (Obligationen) ist in den NMS noch weniger entwickelt als der Aktienmarkt. Eine Ursache war bisher der Mangel an institutionellen Investoren wie Rentenfonds und kapitalstarke Versicherungsunternehmen, aber auch eine allgemeine Skepsis gegenüber Anlagen in Unternehmensschuldsscheinen. Dem Statistischen Amt der Europäischen Gemeinschaften (Eurostat) zufolge haben Pensionsfonds lediglich in Tschechien und Ungarn ein gewisses Investitionsvolumen erreicht, nicht aber in Polen und den restlichen NMS. Noch bis Ende der 1990er Jahre waren die Märkte für Unternehmenskapital (*equity markets*) der neuen und alten Mitgliedstaaten wenig integriert; die Hauptform der industriellen Kapitalallokation aus der EU-15 waren ausländische Direktinvestitionen.

Mit dem Abschluss des Transformationsprozesses wurden osteuropäische Unternehmen für Investoren aus den alten Mitgliedstaaten und Übersee jedoch interessanter. Im Ergebnis haben sich die Gewinnspreads bei Unternehmensschuldsscheinen (*corporate bonds*), unter Berücksichtigung der jeweiligen individuellen Risikofaktoren, angeglichen. So werden die Gewinnraten von Unternehmensschuldsscheinen in den NMS zunehmend durch EU-weite und globale Faktoren bestimmt – wie europäische Nachfrageschocks, Wachstumsschwankungen der Weltwirtschaft oder Finanzinnovationen. Lokale Faktoren wie Unternehmensstrategie, Gewinnaussichten oder Marktposition treten dagegen zurück. Die auf diese Weise erfasste Intensität von Übertragungseffekten (*spill-overs*) belegt, dass die Integration der Märkte für Unternehmenskapital insbesondere seit dem EU-Beitritt der ost- und südosteuropäischen Staaten an Tiefe und Breite gewonnen hat. Dasselbe gilt für die Integration in den globalen Kapitalmarkt.<sup>12</sup> Zugleich

<sup>12</sup> Baltzer/Cappiello/De Santis/Manganelli, *Measuring Financial Integration* [wie Fn. 7], S. 27ff.

lässt sich beobachten, dass der Anteil der NMS am investierten Unternehmenskapital westeuropäischer Anleger in den letzten Jahren stetig gestiegen ist. Die neuen EU-Mitglieder erreichen gegenwärtig ähnliche Anteile am gesamten Unternehmenskapital-Portfolio westeuropäischer Investoren wie andere Wachstumsregionen mit größerer Bevölkerung (wie die GUS zusätzlich der Türkei oder Afrika und Nahost).<sup>13</sup>

Der gleiche Trend ist bei der Integration der *Märkte für öffentliche Schuld* zu beobachten. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise genossen die NMS verbesserte Kreditratings und daher billigen Kredit. Dies entsprach dem Trend, der auch die alten Mitglieder während ihrer Vorbereitung zum Euroraum-Beitritt Ende der 1990er Jahre erfasst hatte, als die Zinssätze für Schuldsscheine der öffentlichen Hand mit dem Wert der stabilen Länder konvergierten und sich spürbar verringerten. Der Anteil der von den NMS begebenen öffentlichen Schuldsscheine in westeuropäischem Besitz hat sich in den 2000er Jahren verdoppelt; er entspricht dem wirtschaftlichen Gewicht der »Neuen« und ihrem allgemein niedrigen Schuldenstand (mit Ausnahme Ungarns).<sup>14</sup>

## Funktionstüchtigkeit der Finanzsysteme der NMS

International integrierte Finanzmärkte erfüllen in modernen Volkswirtschaften die Funktion, über Ländergrenzen hinweg zwischen Sparern und Investoren zu vermitteln. Die meisten einschlägigen Studien kommen zu dem Ergebnis, dass eine internationale Finanzsektorintegration von Vorteil sei. Für die NMS stellt sich daher die Frage, welche Qualität die jeweiligen nationalen Finanzmärkte bereits erreicht haben und welche Defizite noch existieren.

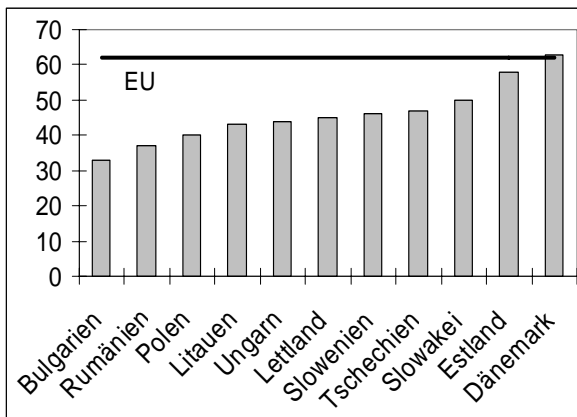
Das Weltwirtschaftsforum (WEF) hat auf Grundlage eines Bündels von Anforderungen eine Kriterienpalette entwickelt, die es erlaubt, die Funktionstüchtigkeit der einzelnen Finanzsysteme nach Punkten zu bewerten. Das WEF-Schema macht deutlich, dass die Qualität der NMS-Finanzmärkte allmählich mit jener der 33 untersuchten Partner in den westlichen Ländern konvergiert, das erreichte Niveau aber noch steigerungsfähig ist (siehe Graphik 4). Für Vergleichs-

<sup>13</sup> Vgl. ebd., S. 48, Tabelle 5 (westeuropäische Anleger beziehen sich auf die Länder des Euroraums).

<sup>14</sup> Vgl. ausführlich dazu ebd., S. 28, Abschnitt 4 sowie Tabelle 3.

zwecke wurde neben den neuen EU-Mitgliedstaaten Dänemark als das Land mit dem EU-weit diversifiziertesten Finanzsystem herangezogen; als Maßstab dient der erreichte Qualitätsstand in den alten Mitgliedsländern.

**Graphik 4**  
**Grad der Funktionsstüchtigkeit von Finanzmärkten in den NMS und der EU\* 2008-09, Punkte\*\***



\* ungewogener Durchschnitt Deutschland-Frankreich  
 \*\* maximale Punktzahl: 70

Quelle: World Economic Forum, *Global Competitiveness Report 2008-09*, Data Tables, S. 449ff, <[www.weforum.org/documents/GCR0809/index.html](http://www.weforum.org/documents/GCR0809/index.html)>

Zweierlei fällt auf. Erstens bestehen innerhalb der Gruppe der NMS noch erhebliche Unterschiede, die in etwa mit dem Grad der jeweiligen Wirtschaftsentwicklung korrelieren. Zweitens erlauben die Punktwerte weder Rückschlüsse auf die künftige Krisenresistenz einzelner Finanzmärkte noch nachträgliche Erklärungen für vergangene Krisenepisoden. Dass Lettland besser abschneidet als etwa Polen, Dänemark wiederum besser als die EU insgesamt, sagt zunächst einmal nichts über die Finanzschocks aus, zu denen es in dem baltischen und dem skandinavischen Land kürzlich gekommen ist.

Es lässt sich wohl nicht eindeutig feststellen, dass entwickelte Finanzmärkte weniger verwundbar gegenüber Schocks sind, auch bei den neuen EU-Mitgliedern nicht. Im Gegenteil, ausgereifte Finanzmärkte können sogar krisenanfälliger sein, wie die jüngsten Erfahrungen zeigen. Da Investitionen mit Unsicherheiten und Risiken verbunden sind, sollen die Finanzmärkte mit Hilfe spezieller Finanzinstrumente dazu beitragen, die Gefahren zu verringern. Die Bedeutung solcher Instrumente – Derivate, gebündelte/verbriefte Wertpapiere u.a.m. – war in den letzten Jahren stark gestiegen.

Mit der globalen Finanzkrise wurde jedoch klar, dass gerade die Bündelung von hochgradig riskanten Wertpapieren Finanzmarktschocks mitauslösen kann.

In den NMS sind die Marktsegmente für solche Instrumente relativ unterentwickelt, und selbst dort, wo es sie gibt, können die Krisensymptome unterschiedlich ausfallen. Beispielsweise wuchsen die Märkte für Finanzderivate in Ungarn und Tschechien parallel, und die begebenen Derivate erreichten kurz vor der Krise das große Volumen von jeweils über 3 Milliarden Dollar<sup>15</sup> – doch Ungarn wurde von der Finanzkrise empfindlicher getroffen. In den restlichen NMS sind diese Märkte nur wenig ausgeprägt, was aber beispielsweise die baltischen Länder nicht vor schweren Krisenfolgen bewahrt hat.

Für die jeweilige Anfälligkeit ist also weniger der Entwicklungsstand eines Finanzsektors entscheidend. Die meisten Neumitglieder leiden eher unter einer *Kombination aus Markt- und Regulierungsversagen*. Wegen ihres sehr niedrigen Ausgangsniveaus haben die Kreditmärkte der NMS in den letzten Jahren deutlich höhere Wachstumsraten erlebt als jene der alten Mitgliedsländer. Mitte dieses Jahrzehnts expandierte in fast allen NMS die Kreditvergabe insbesondere an private Haushalte; in Lettland und Estland betrug die Zunahme pro Jahr rund 75 Prozent, bei den restlichen Neumitgliedern waren es 30 bis 40 Prozent. Solche Steigerungsraten sind auf Dauer nicht haltbar; eine Korrektur war zu erwarten.

Allerdings haben die Märkte keine entsprechenden Signale – etwa über eine Kreditverteuerung – ausgesandt. Auch die Finanzmarktregulierung hielt sich zurück. Dabei fiel auf, dass die vergebenen Kredite vor allem mit Hypotheken besichert und folglich von geringer Qualität waren. Wegen ihrer Volatilität wirken solche Kredite destabilisierend auf die Wirtschaft. Aus der Vergangenheit ist bekannt, dass die Korrektur sehr plötzlich in Form einer Immobilien- und Kreditkrise erfolgt, ohne dass es dazu globaler Finanzturbulenzen bedarf. Fallende Immobilienpreise und eine Kreditklemme sind wahrscheinlich. Ferner kann es zu einer Wechselkurskrise kommen – der Grund dafür ist, dass in allen NMS (mit Ausnahme Tschechiens) die Haushaltskredite zu mehr als der Hälfte in Euro, Schweizer Franken, Dollar und sogar Yen gezeichnet sind. Welche Gefahren das mit sich bringt, zeigen exemplarisch

<sup>15</sup> IMF, *International Financial Statistics/Country Tables*, laufende Jahrgänge, International Investment Position, unter <[www.imfstatistics.org/imf](http://www.imfstatistics.org/imf)>.

die Zahlungsbilanzkrisen in Lettland und Ungarn (sowie Dänemark).

Darüber hinaus ergeben sich Probleme aus der *Produktivitätswirkung der Kreditvergabe*. Ähnlich wie der Haushaltssektor hat der Unternehmenssektor seine Kreditnachfrage massiv ausgeweitet, wenn auch mit geringeren Wachstumsraten als bei den Haushaltskrediten. Schwierigkeiten mit Unternehmenskredit entstehen dann, wenn er in den Dienstleistungssektor fließt, da dieser relativ unproduktiv ist. In den NMS war der Dienstleistungssektor zunächst unterentwickelt, doch im Zuge der marktwirtschaftlichen Transformation expandierte er rasch. Da aber die Produktivitätssteigerungen in diesem Sektor weit hinter den Kreditzuwachsen blieben, stieg der Schuldendienst, und die Krisenanfälligkeit der Unternehmen nahm zu. Diese Entwicklung war in den kleinen dienstleistungsbasierten Ökonomien der baltischen Länder und Bulgariens stärker ausgeprägt als in den mittelosteuropäischen NMS mit ihrem besser entwickelten Industriesektor. In den erstgenannten Ländern sind die Lohnstückkosten stärker gestiegen, mit entsprechenden Negativfolgen für ihre Wettbewerbsfähigkeit und die Stabilität ihrer fixierten Wechselkurse. Eine Erklärung dafür liegt in den strukturellen Unterschieden zwischen den Ländern. In den kleinen baltischen Ökonomien existiert kaum ein nennenswerter verarbeitender Sektor, und die dazugehörigen Unternehmen sind meist von geringer Größe. Eine Kreditbereitstellung an viele kleine und mittlere Unternehmen (KMU) ist für Banken aber mit höheren Kosten verbunden als die Kreditvergabe in einem Strukturmix aus kleinen und großen Firmen. Dies erschwert Industrieunternehmen in neuen Mitgliedstaaten wie Estland den Zugang zu Kredit.

### Rückwirkungen auf die Altmitglieder

Die NMS waren seit der politischen Wende nicht nur eine bevorzugte Adresse für ausländische Direktinvestitionen und den Erwerb von öffentlichen und privaten Wertpapieren. In der Region hat sich auch der Bankensektor der alten Länder engagiert, um sein Portfolio auszubauen. Das ging so weit, dass die Banken einiger kleinerer Länder wie Österreich und Belgien heute fast ausschließlich oder zum größten Teil von ihren Transaktionen in den neuen Mitgliedstaaten leben. Ähnlich verhält es sich mit den Niederlanden und der Schweiz (vgl. Tabelle 1).

**Tabelle 1**  
**Forderungen von Banken westeuropäischer Länder in den NMS, in Prozent des BIP, Stand 2008**

Land	Prozent
Österreich	80
Belgien	35
Schweden	25
Niederlande	20
Schweiz	20
Italien	15
Frankreich	12
Großbritannien	10
Deutschland	8

Quelle: IMF, *Global Financial Stability Report, Market Update*, 28.1.2009, <[www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2009/01/pdf/0109.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2009/01/pdf/0109.pdf)>

Diese Abhängigkeit des Bankensektors einiger westeuropäischer Länder vom Geschäft in den NMS ist – als Folge der EU-Integration – ein neues Phänomen. Dabei stellt sich die Frage nach möglichen Konsequenzen. Es wird vielfach spekuliert, dass die wirtschaftliche Lage der kleinen westeuropäischen Staaten an die Zahlungsfähigkeit des osteuropäischen Privatsektors gekoppelt sein könnte (die Verschuldung des öffentlichen Sektors der NMS in Auslandswährung ist, mit Ausnahme Ungarns, wohl unproblematisch). Demnach würde im Extremfall etwa der österreichische Bankensektor ohne öffentliche Rekapitalisierungshilfe zusammenbrechen, wenn auch nur ein Zehntel der in die NMS vergebenen Kredite (ca. 20 bis 25 Milliarden Euro) abgeschrieben werden müsste. Aber auch viel geringere Anteile, so das Szenario, würden den Steuerzahler schwer belasten und die bisher geschätzten Kosten der Krise (3 bis 4 Prozent des österreichischen BIP) bei weitem übertreffen. Die Schuldenquote würde je nach Krisenausmaß auf bis zu 73 Prozent des BIP (von geschätzten 62 Prozent 2009) ansteigen. Sollte der Anteil der faulen Kredite zunehmen, wird Ähnliches für Belgien und selbst große EU-Mitglieder wie Italien erwartet, denn diese Länder haben wegen ihres hohen Schuldenstandes nur einen engen fiskalischen Spielraum.<sup>16</sup>

Doch der Pessimismus, der solchen Prognosen zugrunde liegt, scheint übertrieben zu sein. Dass der

<sup>16</sup> Frank Øland Hansen, *Euro Area: Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe*, Kopenhagen: Danske Bank, 24.2.2009 (Investment Research, General Markets), S. 3, <[http://danske.research.danskebank.com/link/EuroexposuretoCEE230209/\\$file/Euro\\_exposure\\_to\\_CEE\\_230209.pdf](http://danske.research.danskebank.com/link/EuroexposuretoCEE230209/$file/Euro_exposure_to_CEE_230209.pdf)>.

worst case eintritt, ist wenig wahrscheinlich, da der Großteil der Kredite – über drei Viertel – als langfristiges Kapital in Form von ausländischen Direktinvestitionen vergeben worden ist. Beim Rest handelt es sich um Kredite an Banken, die tatsächlich problematisch werden könnten. Allerdings ist dabei die Lage von Land zu Land unterschiedlich. In Tschechien, der Slowakei und Polen sind Banken- und Währungskrisen weniger wahrscheinlich. Gerade in diese Länder aber ist ein Großteil der Anleihen österreichischer und belgischer Kreditinstitute geflossen, was die Gefahr, dass sie in Konkurs gehen werden, eher gering erscheinen lässt (vgl. Tabelle 2, S. 16).

## Zusammenfassung

Im Vergleich zu den 1990er Jahren ist die Finanzsektorintegration zwischen den beiden Teilräumen der EU deutlich vorangeschritten. Die hohen und anhaltenden ausländischen Direktinvestitionen in den NMS, die Neuordnung des dortigen Bankensystems und die Zinskonvergenz gegenüber der EU-15 belegen dies. Zugleich kann die erreichte Annäherung zwischen den Finanzsystemen der EU-Teilregionen nicht kaschieren, dass die NMS hinsichtlich Quantität und Qualität ihrer Finanzsektoren noch im Rückstand sind. So weisen selbst kleine Altmitglieder wie Österreich oder Dänemark ein vielfach größeres Geschäftsvolumen etwa bei ihren Kreditinstituten auf als selbst die ökonomischen Schwergewichte in Osteuropa – Polen, Tschechien oder Ungarn. Noch verfügen die Finanzmärkte der NMS nicht über die Tiefe und Liquidität ihrer Partner im Westen. Das macht sie abhängig von Kapitalzufuhr aus den alten Mitgliedstaaten und wirkt bremsend auf die Bereitstellung von Kredit vor allem an kleine und mittlere Unternehmen. Verschärft wird die Situation durch eine weitere West-Ost-Asymmetrie: Die Finanzsysteme der NMS sind nicht so diversifiziert wie ihre westlichen Pendanten. Es dominiert der Bankensektor, während der Kapitalmarktsektor noch starkes Wachstumspotential besitzt.

Bei der Bewertung der europäischen West-Ost-Finanzsektorintegration hat die Tatsache, dass der Bankensektor der NMS fast ausschließlich in westeuropäischer Hand ist, daher zentrale Bedeutung. In diesem Zusammenhang sind zwei – einander nicht ausschließende – Hypothesen zu prüfen:

- ▶ Die *Large-Bank Barriers Hypothesis* argumentiert, dass in Ländern mit hohem Bankkonzentrationsgrad (gemessen als Marktanteil der fünf größten Institute)

die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) restriktiver ist.

- ▶ Die *Foreign-Owned-Bank Barriers Hypothesis* besagt, dass in Ländern mit ausländischer Bankdominanz Portfolio-Investitionen aufgrund ihrer höheren Flexibilität eine größere Rolle spielen.<sup>17</sup> Portfolio-Investitionen sind volatil als Direktinvestitionen und wirken prozyklisch.

Beide Hypothesen treffen auf die NMS zu. Vor diesem Hintergrund kann vermutet werden, dass die Nachteile der Finanzsektorintegration zumindest nicht unerheblich sind. Einige Studien bezweifeln das zwar; sie argumentieren, dass die Präsenz der großen Auslandsbanken die heimischen Institute zwingt, neue Marktnischen zu erschließen, was die Finanzierung der KMU verbessere.<sup>18</sup> Gleichzeitig aber belegen statistische Untersuchungen zu kleinen und mittleren Unternehmen in den NMS, dass der eingeschränkte Kreditzugang ein Haupthindernis für ihre weitere Geschäftsexpansion darstellt. Dagegen haben es Großunternehmen leichter, an Bankfinanzierung heranzukommen.<sup>19</sup> Das dürfte Konsequenzen für den Erholungsprozess auf dem Arbeitsmarkt haben. Die KMU bilden nämlich das Rückgrat jeder Marktwirtschaft und leisten den größten Beitrag zur Beschäftigung.

<sup>17</sup> Volz, *European Financial Integration* [wie Fn. 6], S. 2.

<sup>18</sup> Pierre Richard Agénor, »Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts«, in: *The World Economy*, 26 (2003) 8, S. 1089–1118 (1109f).

<sup>19</sup> Volz, *European Financial Integration* [wie Fn. 6], S. 2, Auswertung auf Basis von 2427 kleinen und mittleren Unternehmen. Die hohe Marktkonzentration im Bankensektor der NMS begünstigt monopolistische Gewinne und ist daher suboptimal. Vgl. Olena Havrylchuk/Emilia Jurzyk, *Inherited or Earned? Performance of Foreign Banks in Central and Eastern Europe*, Paris: Centre de recherche français dans le domaine de l'économie internationale (CEPII), September 2008 (CEPII Working Paper 18/2008), S. 12, <[www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2008/wp2008-16.pdf](http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2008/wp2008-16.pdf)>.



**Tabelle 2**

**Forderungen von Banken in westlichen Ländern gegenüber Kunden in Mittel- und Osteuropa, in Milliarden Dollar, 3. Quartal 2008**

Gläubigerland	Schuldnerland											
	Bulgarien	Tschechien	Ungarn	Polen	Rumänien	Slowakei	Estland	Lettland	Litauen	Russland	Ukraine	Summe NMS
Österreich	5,5	61,0	36,8	16,8	43,7	32,1	0,3	0,5	0,27	22,3	14,3	233,57
Belgien	1,9	50,0	17,8	24,3	1,2	12,2	0,1	0,02	0,08	10,7	0,8	119,1
Deutschland	2,8	12,2	35,7	53,2	4,1	3,8	1,0	5,0	3,5	49,3	4,7	175,3
Frankreich	3,4	31,5	10,6	22,4	16,5	5,8	0,1	0,3	0,4	31,1	10,1	132,2
Großbritannien	0,12	5,0	3,5	-	1,4	1,7	0,05	0,2	0,04	12,3	0,8	25,11
Italien	7,8	15,14	27,0	50,3	13,4	22,2	0,4	1,3	0,6	27,0	4,8	169,94
Niederlande	0,7	7,3	6,1	42,0	10,7	5,4	0,01	0,01	0,13	22,6	3,6	98,55
Schweden	0,03	0,15	0,3	8,2	0,15	0,5	30,0	23,0	27,4	10,5	5,7	105,93
Schweiz	6,6	0,6	0,9	9,0	8,1	0,07	0,04	0,04	0,075	16,6	6,7	48,725
USA	0,33	3,4	3,1	12,1	1,3	1,6	0,03	0,07	0,02	13,1	1,45	36,5
Japan	0,13	1,28	2,7	6,2	0,08	0,12	0	0,12	0	12,2	0,7	23,53
Summe	29,31	187,57	144,5	244,5	100,63	85,49	32,03	30,56	32,515	227,7	53,65	1168,4
davon Kredite an Haushalte und Unternehmen	10,5	26,1	48,7	63,5	25,5	12,1	3,1	5,1	7,5	97,4	11,6	311,0

Quelle: Bank for International Settlements (BIS), Monetary and Economic Department, *Detailed tables on provisional locational and consolidated banking statistics at end-September 2008*, Tabelle 9B, S. A70f, <[www.bis.org/statistics/provbstats.pdf#page=36](http://www.bis.org/statistics/provbstats.pdf#page=36)>.

# Finanzsektorintegration, Finanzkrise und Krisenmanagement

Die EU-Finanzsektorintegration ist kostenrelevant: Je höher der Integrationsgrad der Finanzmärkte in der Union, desto geringer die Kosten der Kapitalbereitstellung – mit positiven Effekten auf die Nachfrage von Unternehmen und Haushalten und damit auf das Wachstum. Wenn die Kapitalmärkte in den NMS nur zu hohen Kosten funktionierten, hätte dies eine bremsende Wirkung auf ausländische Direktinvestitionen, Portfoliokredite und andere Formen der Interaktion zwischen Sparen und Investieren. Die ungehinderte Kapitalmobilität ist nicht zufällig ein Kernstück der »Grundfreiheiten im Binnenmarkt« – des Fundaments der europäischen Integration. Diese Sichtweise wird durch empirische Befunde gestützt. Neuere Modellrechnungen belegen, dass die Finanzintegration über einen langen Zeitraum (zwischen 1960 und 2000) für eine große Gruppe von Entwicklungs- und Transformationsländern deutlich höhere Wohlfahrtseffekte hatte als bislang geschätzt. Im Autarkiezustand wären diese positiven Impulse nicht zu generieren gewesen. Besonders der private Konsum ist belebt worden. Ferner lassen sich – als Nebenprodukt der Finanzintegration – signifikante Produktivitätsgewinne nachweisen.<sup>20</sup>

Die *langfristigen* Vorteile einer Finanzsektorintegration zwischen den alten und neuen Mitgliedstaaten beruhen auf Gegenseitigkeit. Die »Neuen« erfahren einen spürbaren Nutzen in Form von erweiterter Kapitalverfügbarkeit, Know-how-Import, Produktdiversifizierung und einem großen Absatzmarkt für ihre eigenen Finanzdienstleistungen. Aber auch der Westen profitiert von der Öffnung, vor allem durch die Erschließung neuer Märkte für die Produkte seiner Finanzindustrie. Zugleich existieren zwischen stark verflochtenen Märkten zahlreiche Kanäle, über die sich asymmetrische Schocks *kurzfristig* grenzüberschreitend ausbreiten können. Modellrechnungen weisen nach, dass das BIP-Wachstum von Volkswirtschaften mit stark integrierten Finanzmärkten volatil ist. Erklären lässt sich das damit, dass integrierte

Finanzmärkte den Haushalten helfen, ihren Konsum zu stabilisieren, da sie Einkommen (Zinsen, Dividenden) aus einer Vielzahl von Anlagen beziehen. Die Unternehmen erleben eine mehr oder weniger konstante Konsumnachfrage und sind bestrebt, ihre Gewinne zu erhöhen, indem sie ständig nach neuen Investitionsmöglichkeiten suchen. Das erhöht die Schwankungen der Investitionsnachfrage und damit auch jene des BIP. Umgekehrt reagieren weniger integrierte Ökonomien – wie derzeit die meisten NMS – auf externe Schocks mit stärkeren Schwankungen beim Privatverbrauch als vollintegrierte Wirtschaften.<sup>21</sup>

Aus wirtschaftspolitischer Sicht ist angesichts der zunehmenden Verflechtung der NMS-Finanzsysteme mit jenen der EU-15 (und darüber hinaus des europäischen mit dem globalen Finanzsektor) die Frage nach der *kurz- und mittelfristigen* Kosten-Nutzen-Bilanz von Bedeutung. Tatsache ist, dass die fortschreitende Finanzintegration zwischen den alten und neuen Mitgliedsländern ihren Tribut fordert. Das Erfolgsmodell der NMS, das auf vertiefter Arbeitsteilung innerhalb von EU und Weltwirtschaft, auf Liberalisierung der Güter- und Kapitalmärkte und auf Wettbewerbsvorteilen durch sektorale Spezialisierung beruht, erweist sich in Krisenzeiten als anfällig. Das beginnt bereits im realen Sektor. Die meisten der neuen Mitgliedstaaten haben Exportvolumina von drei Vierteln ihres BIP, mit Ausnahme Polens (ca. 40 Prozent) und Rumäniens (ca. 30 Prozent). Vorteilhaft ist ein so starker Export während eines Aufschwungs, doch in Krisenzeiten wird er zum Problem. Dann treffen schrumpfende Exportnachfrage und reduzierte externe Finanzierung die kleinen osteuropäischen Volkswirtschaften schwerer als große und geschlossene Ökonomien.

Dabei ist zu beachten, dass die hitzige Debatte über die Ursachen der gegenwärtigen weltweiten Finanzkrise und die möglichen Reaktionen der EU außenwirtschaftliche Faktoren stark ins Blickfeld gerückt hat. Finanzkrisen brechen aber auch in geschlossenen

<sup>20</sup> Indrit Hoxha/Sebnem Kalemli-Ozcan/Dietrich Vollrath, *How Big Are the Gains from International Financial Integration?*, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER), Januar 2009 (NBER Working Paper Nr. 14636), S. 1.

<sup>21</sup> Vgl. Martin D. D. Evans/Viktoria V. Hnatkovska, *International Financial Integration and the Real Economy*, Washington, D.C.: IMF, 2007 (IMF Staff Papers, Vol. 54, Nr. 2), <[www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2007/02/pdf/evans.pdf](http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2007/02/pdf/evans.pdf)>.

Volkswirtschaften aus – wenn zum Beispiel Banken in konjunkturell guten Zeiten leichtfertig Kredite ohne ausreichende Besicherung vergeben und dies in schlechten Zeiten zum Bankenkollaps führt. In den 1990er Jahren erlebte etwa Bulgarien eine Banken- und Währungskrise; sie bewirkte, dass eine feste Wechselkursbindung (*Currency Board Arrangement*) eingerichtet wurde.

Komplizierter ist die Situation in offenen Volkswirtschaften – und das sind praktisch alle EU-Neumitglieder. In vielen NMS beschaffen sich Banken Refinanzierung auf den internationalen Kapitalmärkten; daher sind sie anfällig für plötzliche Schocks jenseits der eigenen Landesgrenzen. Die Anfang November 2008 in Konkurs gegangene lettische Parex-Bank etwa hatte Verbindlichkeiten in Dollar und Euro akkumuliert, die nach Ausbruch der Krise nicht refinanziert werden konnten. Daraufhin begannen Bankkunden Einlagen abzuziehen, und das Institut musste schließen.

Wechselkursschwankungen sind ein anderer Faktor, der auf eine kommende Krise hinweist. Eine Abwertung der nationalen Währung kann die Zahlungsfähigkeit von Unternehmen, Haushalten und Banken beeinträchtigen und sogar einen Zahlungsstillstand auslösen. Die private Kreditaufnahme in Ungarn und den baltischen Staaten (sowie in Bulgarien bei Unternehmenskredit) erfolgt fast ausschließlich in Euro; die Abwertung des Forint 2008 war denn auch eine Ursache für die dramatische Zahlungskrise in Ungarn.

Die Kreditstruktur spielt insofern eine Rolle, als sie eine Diversifizierung der Verbindlichkeiten ermöglicht, was krisenmildernd sein kann. Noch bis zum Sommer 2008 forderte die OECD beispielsweise, den Hypothekenmarkt in den neuen Mitgliedstaaten auszubauen. Zu diesem Zweck sollten die Möglichkeiten der Finanzinstitute, Hypothekenfinanzierung bereitzustellen, erweitert werden. Vorgeschlagen wurde eine breitere Palette langfristiger Kreditinstrumente (gekoppelt an eine angemessene Überwachung).<sup>22</sup> Aus gegenwärtiger Sicht relativiert sich diese Forderung jedoch. Angesichts der Krise kann nämlich argumentiert werden, dass die langsamere Diversifizierung von Finanzierungsinstrumenten – zum Beispiel im Immobiliensektor – von Vorteil war und die Krisenkosten gesenkt hat.

<sup>22</sup> OECD, *Economic Survey of Poland 2008: Bridging the Housing Gap*, <[www.oecd.org/document/60/0,3343,en\\_2649\\_34327\\_40789756\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/60/0,3343,en_2649_34327_40789756_1_1_1_1,00.html)>.

## Krisenarten und Schwellenwerte

Zu den zentralen Auslösern der Finanzkrise in den NMS (definiert als plötzliche Umkehr privater Kapitalströme oder als Zahlungsunfähigkeit/Insolvenz von Staaten) zählen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte wie Handelsdefizite sowie faule Kreditportfolios, die nicht mehr über Kapitalimport bzw. frischen Kredit gedeckt werden können. Die Fremdwährungsreserven der meisten NMS sind im Verhältnis zu Leistungsbilanzdefizit und Kurzfristschuld zu gering, weil beispielsweise der Anteil der kurzfristigen Fremdwährungsschuld des Haushalts- und Unternehmenssektors rasch gestiegen ist. Die vermehrte Nachfrage nach harter Währung zieht Verschiebungen des realen Wechselkurses – also eine Abwertung – nach sich. Sind die Wechselkurse fixiert, werden die Devisenreserven dezimiert, oder es muss Nothilfe durch externe Akteure (EU, EZB, IWF, EBRD) bereitgestellt werden. Dabei sind die Krisenerfahrungen der Altmitglieder insofern lehrreich für die NMS, als ein klares Muster für »richtiges« oder »falsches« finanzpolitisches Verhalten schwerlich zu erkennen ist.

Während Deutschland ungeachtet seiner beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüsse von der Krise schwer getroffen wurde, verzeichnet Spanien hohe Leistungsbilanzdefizite, aber nur eine geringe Verschuldung. Dennoch konnte das Land die ausufernde Arbeitslosigkeit mit Ausgabenprogrammen bisher nicht in den Griff bekommen. Italiens Staatsschuld ist mit rund 100 Prozent des BIP erdrückend, doch die Arbeitslosenrate hält sich in Grenzen. Belgien ist das zweite westeuropäische Land mit einer hohen Schuldenquote (rund 80 Prozent des BIP), aber es wies noch bis 2007 Leistungsbilanzüberschüsse auf. Sie halfen nicht: Belgien erlitt recht früh eine Bankenkrise, und seine überaus offene Wirtschaft – mit einer Exportquote von mehr als 70 Prozent – ist längst von der weltweiten Rezession erfasst worden. Dänemark, der nordische Musterschüler der EU, musste von der Europäischen Zentralbank gerettet werden, weil die Banken des Landes ihre in Euro akkumulierte Schuld nicht refinanzieren konnten. Die Kapitalmärkte ließen sich von Dänemarks exzellenten makroökonomischen Eckdaten nicht beeindrucken und reagierten zögerlich, als die dänischen Geldinstitute Devisen zum geltenden Wechselkurs nachfragten. Das ganze Bankensystem geriet in Bedrängnis, insbesondere die bei Euroanleihen stark engagierte Roskilde Bank, der der Kredit verweigert wurde.

In den verschiedenen Volkswirtschaften der EU – darunter auch in den NMS – gibt es also durchaus verwirrende Ursache-Wirkung-Muster. Um diesem Problem beizukommen, können Indikatorengruppen definiert werden, die einen Hinweis auf mögliche Gefährdungen durch problematische Finanzmarktentwicklungen bzw. Akkumulierung von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten geben (siehe Anhang, S. 32). Diese Indikatoren beruhen auf Ergebnissen wissenschaftlicher Studien zur Krisenvorhersage und der Literatur über Frühwarnsysteme. Sie stehen in Verbindung mit kritischen Schwellen, deren Überschreitung die Krisenwahrscheinlichkeit drastisch erhöht. Die kritischen Schwellen lassen sich ökonomisch ermitteln, wobei eine große Anzahl von Beobachtungen und Objekten (das heißt Ländern) herangezogen wird. Diese Werte können nur einen Hinweis auf mögliche krisenhafte Entwicklungen geben, die Krise aber nicht mit Sicherheit vorherzusagen.<sup>23</sup> Die Überprüfung erfolgt in Form eines Frage-Antwort-Algorithmus, der im Folgenden zur Vereinfachung deskriptiv dargestellt wird.

Zunächst lässt sich kontrollieren, ob eine *Insolvenzkrise des Staates* statistisch wahrscheinlich ist. Als Testgröße für die Prognose, dass ein Staatsbankrott ausgeschlossen ist, können verschiedene Indikatoren herangezogen werden, zum Beispiel die laufenden Haushaltssalden.<sup>24</sup> Diesem Kriterium zufolge ist ein Staatsbankrott in den meisten NMS nicht zu erwarten. Er kann mit hoher statistischer Wahrscheinlichkeit nur dann eintreten, wenn das Haushaltsdefizit 6 Prozent des BIP überschreitet. Das ist bis 2008 in keinem neuen Mitgliedstaat der Fall gewesen, nicht einmal in Ungarn, dessen Haushaltsdefizit maximal 3,4 Prozent betrug.

Zur Absicherung wird nun geprüft, ob die bereits akkumulierte Schuld in den Ländern zum Problem werden kann. Eine Insolvenzkrise ist statistisch wahrscheinlich bei einem Verschuldungsstand von mehr

als 100 Prozent des BIP. Die Vorkrisenschuldenstände der meisten NMS lagen zwischen 12,3 Prozent (Lettland) und 43,7 Prozent (Polen). Lediglich Ungarn ist nach diesem Indikator etwas stärker gefährdet, da seine Schuldenquote bei 65,4 Prozent lag.<sup>25</sup> Tatsächlich aber hat Ungarn 2008 Zahlungsunfähigkeit gemeldet; zur Klärung der Ursachen sollte der Außensektor des Landes analysiert werden.

Die naheliegende Vermutung ist, dass die Budgeteinnahmen Budapests nicht ausreichen, um die fälligen Zahlungen an das Ausland zu leisten. Hier gilt für das Verhältnis zwischen Auslandsschuld und Haushaltseinnahmen ein Schwellenwert von rund 200 Prozent; alle NMS lagen Ende 2008 darunter, auch Ungarn (ca. 100 Prozent). Daher kann die Möglichkeit einer Insolvenzkrise formal ausgeschlossen werden. Allerdings weist die gegenwärtige Krise in den NMS die bereits erwähnte Besonderheit auf, dass sich öffentliche und private Auslandsverschuldung gegenläufig entwickelt haben – mit einer schnellen Zunahme der Schuld von Banken, Unternehmen und Haushalten in Euro, Dollar, Yen und Schweizer Franken. Zugleich garantiert der Staat weitgehend die Einlagen der Privaten und damit die Schuld des Bankensystems, da eine Bankenkrise vermieden werden soll. Deshalb ist die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätskrise oder einer Wechselkurskrise in den Ländern zu analysieren. Eine Nationalisierung der Privatschuld bedeutet eine effektiv hohe staatliche Schuldenquote; dies hat Konsequenzen für die Liquidität der NMS und bringt die Gefahr einer Wechselkurskrise mit sich.

Eine *Liquiditätskrise des Staates* liegt vor, wenn kurzfristig die Zahlungsfähigkeit beeinträchtigt ist. Erster Prüfikator ist das Verhältnis der kurzfristigen Auslandsschuld zu den Devisereserven; der Schwellenwert liegt bei 130 Prozent. Nach diesem Kriterium gelten Lettland (573 Prozent), Estland (400 Prozent) und Ungarn (rund 200 Prozent) als gefährdet; alle anderen Länder liegen unterhalb des kritischen Wertes. Zur Absicherung wird das Verhältnis zwischen Auslandsschuld und BIP überprüft (Schwellenwert 50 Prozent). Erneut liegen Lettland (140 Prozent), Estland (109 Prozent), Ungarn (105 Prozent) und nun auch Bulgarien (105 Prozent) deutlich darüber, was eine Krise in diesen Ländern wahrscheinlicher werden lässt (vgl. Tabelle 3, S. 20).

<sup>23</sup> Zu der Methodik, den kritischen Schwellen und den statischen Mengen vgl. Marcos Chamon/Paolo Manasse/Alessandro Prati, *Can We Predict the Next Capital Account Crisis?*, Washington, D.C.: IMF, 2007 (IMF Staff Papers, Vol. 54, Nr. 2), <[www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2007/02/pdf/chamon.pdf](http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2007/02/pdf/chamon.pdf)>; Paolo Manasse/Nouriel Roubini, *Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises*, Washington, D.C.: IMF, 2005 (IMF Working Paper, WP/05/42), <[www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0542.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0542.pdf)>.

<sup>24</sup> Alternativ dazu sind Zinsspreads auf öffentliche Schuldverschreibungen ein möglicher Indikator; allerdings ist er weniger zuverlässig als die fundamentale Kennziffer Haushaltssaldo.

<sup>25</sup> Wenn nicht anders angegeben: EU Commission, DG EcfIn, *Statistical Annex of European Economy*, Herbst 2008, Tabellen 90–103, <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13326\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13326_en.pdf)>.

**Tabelle 3**  
**Auslandsverschuldung in NMS mit nationaler Währung**  
**nach Eigentumsform (in Prozent des BIP), 2007**

	öffentlich	privat	gesamt
Lettland	5	135	140
Estland	1	108	109
Bulgarien	10	95	105
Ungarn	32	70	102
Litauen	13	55	68
Rumänien	5	45	50
Polen	23	35	58
Tschechien	7	35	42

Quelle: Janis Hübner/Daria Orlova/Mauro Toldo, *Mittel- und Osteuropa in Bedrängnis: Steigende Gefahr von Schulden- und Währungskrisen*, Deka Bank, 23.2.2009 (Macro Research, Emerging Markets Insight), <[www.dekabank.de/globaldownload/de/economics/emerging\\_markets\\_insight/09-02-23-EMI-Laenderbonitaeten.pdf](http://www.dekabank.de/globaldownload/de/economics/emerging_markets_insight/09-02-23-EMI-Laenderbonitaeten.pdf)>

Schließlich werden die Refinanzierungskonditionen auf dem Markt für öffentliche Schuldverschreibungen und dem Interbankenmarkt untersucht. Die Überlegung dabei ist, dass funktionierende Finanzmärkte auf die Erwartung einer Zahlungsunfähigkeit mit Aufschlägen bei den Kreditzinsen von Staaten und Banken reagieren. Weil die öffentliche Auslandsschuld in den meisten neuen Mitgliedstaaten relativ niedrig ist – Ungarn ist erneut Spitzenreiter mit rund 40 Prozent seines BIP –, waren noch bis 2007 die Zinsspreads bei Staatstiteln in den NMS gering. Auf den Märkten gab es kaum Befürchtungen, dass es zum Staatsbankrott im Bereich der Auslandsschuld kommen könnte.

Allerdings entfällt der Löwenanteil der Fremdwährungsschuld der NMS (mit Ausnahme der Eurozonen-Mitglieder Slowakei und Slowenien) auf den Privatsektor, insbesondere den Bankensektor. Und weil die einheimischen Banken den überwiegenden Teil der Schuld halten, gelten sie auch als besonders gefährdet. In der Tat war die Zinsdifferenz zu Deutschland bei den kurzfristigen Zinsen, die Banken in den NMS Ende 2008 für Refinanzierungen entrichten mussten, spürbar heterogen. Lag sie etwa zwischen Frankreich und Deutschland bei null, so erreichte die Differenz zwischen Lettland und Deutschland 440 Basispunkte (BP). In Ungarn lag sie um 360 BP, in Rumänien um 290 BP über dem deutschen Niveau. Auch dieser Wert kann als Hinweis auf die problematische Lage insbesondere in Ungarn und Lettland interpretiert werden. Zum Vergleich: In Tschechien lagen die kurzfristigen Zinsen unterhalb des deutschen Niveaus, und bei den beiden neuen Mitgliedern des Eurogebiets, Slowenien

und der Slowakei, betrug die Differenz zu Deutschland null.

Eine Liquiditätskrise ist in der Regel mit einer Wechselkurskrise verbunden. Als nächster Schritt sind daher die diesbezüglichen Indikatoren und Schwellenwerte heranzuziehen. Wechselkurskrisen gehen umfassende Leistungsbilanzdefizite voraus, die eine nominale Abwertung der Währung erzwingen, wenn eine Finanzierung über Kapitalimport zum bestehenden Wechselkurs nicht mehr möglich ist. Der statistisch ermittelte kritische Wert für Schwellenländer liegt bei einem Leistungsbilanzsaldo von minus 4,3 Prozent des BIP. Das ist weniger als bei Industrieländern, da Schwellenländer allgemein als weniger kreditwürdig gelten. Folge ist, dass Industrieländer bei gleicher Schuldenquote leichter, das heißt zu geringeren Zinssätzen, an Kapital herankommen als Entwicklungs- und Schwellenländer.

Die Leistungsbilanzsalden der BELL-Länder (Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen) sind seit Jahren besonders negativ und erreichen bis zu einem Fünftel, ja sogar Viertel des jeweiligen BIP. In der ersten Hälfte der 2000er Jahre konnten diese Defizite relativ leicht finanziert werden – entweder durch ausländische Direktinvestitionen (ADI) oder über Portfolioanlagen oder in einer Kombination aus beidem. Dass es kein großes Problem war, die Negativsalden der Leistungsbilanz zu decken, zeigt zum einen die Statistik der Devisenreserven; diese wurden ausgebaut. Zum anderen erweist es sich an den nominalen (effektiven) Wechselkursen der Länder ohne Wechselkursbindung (Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn), die bis 2008 im Aufwertungstrend waren. Die fixierten Wechselkurse der BELL-Länder mussten nicht durch Einsatz der Devisenreserven verteidigt werden; allerdings werteten sie, genauso wie in den restlichen NMS, real auf. Die damit verbundenen Wettbewerbsnachteile dürfte zur Verschlechterung der Leistungsbilanz beigetragen haben.

Diese Verschlechterung muss aber nicht per se problematisch sein, solange ausreichend Kapital in Form von ausländischen Direktinvestitionen fließt. Das dient im Prinzip der Modernisierung des Kapitalstocks und fördert die Produktivität, das heißt die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft. Da die neuen Mitgliedstaaten nicht nur ADI importieren, sondern auch eigene ADI tätigen, kommt es auf die Nettoposition an – zu fragen ist, ob die Netto-ADI ausreichen, um den Kapitalbedarf zu decken. Das ist wichtig, weil im Falle einer Kapitallücke ADI nicht schnell abgezogen werden können, um die Kluft zu schließen. Der

diesbezügliche Indikator ist der Anteil der Netto-ADI am Leistungsbilanzdefizit. Als Faustregel gilt, dass die Leistungsbilanzdefizite mindestens zu 50 Prozent auf diese Weise gedeckt sein müssen, damit eine Währungs- und darüber hinaus eine Liquiditäts- und Insolvenzkrise vermieden werden kann. Das ist in vier NMS der Fall: der Tschechischen Republik, der Slowakei, Bulgarien und Polen. Bei den restlichen sechs Neumitgliedern liegt der Wert deutlich darunter, mit Ungarn und Slowenien als Schlusslichtern.

Auffallend ist erneut die Situation in Ungarn. Wie bei keinem anderen NMS haben sich hier in den letzten Jahren die Importe und Exporte von ADI angeglichen. Es stellt sich die Frage, warum ein Land, das sich im Aufholprozess befindet und einen vergleichsweise geringen Kapitalstock hat, einen umfassenden Kapitalexport betreibt. Eine erste Vermutung wäre, dass der nominale (effektive) Wechselkurs des Forint zugelegt hat, was den Erwerb von Unternehmen oder Anteilen daran im Ausland verbilligen würde. Allerdings ist die Aufwertung der ungarischen Währung zwischen 2006 und Ende 2008 (dem Vorkrisenstand) mit 6,7 Prozent nur moderat ausgefallen. Die Währungen der Slowakei, Tschechiens und Polens haben im selben Zeitraum viel stärker aufgewertet, ohne dass die ADI-Exporte dieser Länder signifikant angezogen hätten. Ohnehin liegen alle NMS bei diesem Indikator in der Vorkrisenperiode weit unter dem statistischen Schwellenwert.

Vermuten ließe sich auch, dass der massive Kapitalexport Ungarns auf die höhere Inflationsrate zurückzuführen ist, die eine reale Währungsaufwertung und damit tendenziell Wettbewerbsverluste zur Folge hat. Tatsächlich war die Inflation in Ungarn 2007 höher als in der EU-15; allerdings liegt der ungarische Wert im Mittelfeld der osteuropäischen Partnerländer. Und deren Kapitalexport hat sich dadurch eben nicht beschleunigt. Grund für die Situation in Ungarn ist eher der sprunghaft angestiegene Kapitalimport des Landes – davon mehr als die Hälfte ADI –, der im Gegenzug Kapitalexport verursacht hat. Der Kapitalzufluss nach Polen, Rumänien und Tschechien war in den 2000er Jahren weitaus geringer als der nach Ungarn. Das umfangreiche einströmende Kapital hat bewirkt, dass die Deckung der Leistungsbilanzdefizite mehr und mehr auf sogenanntes *Hot Money* umgestellt wurde, das leicht bewegt und bei Anzeichen von Unsicherheit schneller abgezogen werden kann. Dagegen stehen ungarische ADI in Zeiten steigenden Kapitalbedarfs nicht ohne weiteres zur Verfügung. Damit verdichten sich die Anzeichen für wachsende Schwierigkeiten in

Ungarn, Lettland und anderen Ländern, die zum Teil ja auch schon offen ausgebrochen sind.

Die beschriebene Methode ermöglicht einen relativ guten Überblick über die ansonsten sehr komplexen NMS-Finanzsektoren. Tabelle 4 (S. 22) enthält die wichtigsten Kennzahlen, die einen Großteil der Fälle abdecken. Die Indikatoren können in fallender Reihenfolge abgearbeitet werden, da sie als Schwerpunkte zur besseren Orientierung auf der Makroebene dienen.

Ermittelt werden die Werte anhand der Finanz- und Handelsstatistik, die in allen NMS mittlerweile verlässlich ist. Der Hinweis auf eine drohende Währungs- und Krisenkrise ist auch ein Warnsignal dafür, dass eine Schuldenkrise folgt, da beide mit einer hohen statistischen Wahrscheinlichkeit miteinander korrelieren. Ähnlich gute Ergebnisse liefern Modelle, die auf Veränderungen der Indikatoren abstellen, da der Volatilitätsgrad als solcher schon ein Frühwarnindikator für Krisen sein kann.<sup>26</sup> Die Tabelle kann um weitere Eckwerte erweitert werden, um die Suche nach Krisenverursachern zu verfeinern (vgl. Anhang, S. 32).

## Verbesserte Regulierung, aber wie?

Obwohl sich Krisen nicht gänzlich vermeiden lassen, sind sich die meisten Beobachter darin einig, dass die gegenwärtige Krise bei einem anderen Präventionsrahmen weniger schmerzhaft ausgefallen wäre. Daher ist es richtig, eine neue finanzpolitische Philosophie zu fordern, die stärker auf Koordinierung und Konservatismus setzt. Ersteres ist besser auf globaler Ebene als nur im Rahmen der EU zu erreichen. Insofern muss sich die EU bei den anderen weltwirtschaftlich wichtigen Akteuren für ein global koordiniertes Regulierungssystem einsetzen. Die großen Länder sollten die Schaffung von Aufsichtsgremien vereinbaren, die ihre für das Weltfinanzsystem relevanten Institute überwachen und so zu einer ständigen globalen Risikoanalyse beitragen. Im Sinne eines koordinierten

<sup>26</sup> Auf der Mikroebene ist der sogenannte statistische Konkursabstand (*distance to default*) bei Banken bzw. dem – sehr signifikanten – Bankensektor in den NMS ein guter Indikator für sich anbahnende Schwierigkeiten. Weil der Staat als Garant von Einlagen und Kreditgeber für bedrängte Geldinstitute mitberücksichtigt wird, kann ausgehend von einer Krise im Bankensektor eine systemische Krise antizipiert werden. Dann droht eine Bankenkrise zu einer Liquiditäts- oder Solvenzkrise auszuarten; dies kann – rein rechnerisch – etwa mit den österreichischen Banken und dem österreichischen Staat geschehen, wenn ein beträchtlicher Teil des osteuropäischen Kreditportfolios ausfällt.

**Tabelle 4**  
**Frühwarnindikatoren mit festen oder Mindestschwellenwerten**

	Indikator	Schwellenwert	NMS, die 2009 darüber liegen bzw. Kriterium erfüllen
1	Bruttoreserven in Prozent der fälligen Außenschuld und des Leistungsbilanzdefizits	81 Prozent	BELL-Länder, Rumänien, Polen
2	Leistungsbilanzdefizit in Prozent des BIP	2,9 Prozent	BELL-Länder, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Ungarn
3	Schwankung des realen Wechselkurses	+/-11,6 Prozent	Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn
4	Rigidität des nominalen Wechselkurses (Wechselkurspolitik)	feste Wechselkursbindung	BELL-Länder
5	summarische Auslandsschuld in Prozent des BIP	24 Prozent	BELL-Länder, Polen, Rumänien, Ungarn
6	Anteil der öffentlichen Fremdwährungsschuld an der öffentlichen Gesamtschuld	30 Prozent	Ungarn
7	kurzfristige Auslandsschuld in Prozent der Devisenreserven	41 Prozent	BELL-Länder, Rumänien, Ungarn
8	öffentliche Auslandsschuld in Prozent der Budgeteinnahmen	190 Prozent	kein Land
9	Wachstumsrate der Fremdwährungsverbindlichkeiten des Bankensektors, Prozent p.a.	> 10 Prozent	BELL-Länder, Polen, Rumänien, Ungarn
10	reales BIP-Wachstum, Prozent p.a.	3 Prozent	kein Land
11	Inflationsrate/Verbraucherpreisindex, Prozent p.a.	> 17,5 Prozent	kein Land
12	verschiedene externe und globale Indikatoren (z.B. Veränderung der Importnachfrage der Handelspartner)	> 6,4 Prozent	alle NMS

finanzpolitischen Vorgehens ist die Basel-II-Eigenkapitalanforderung für Banken flexibler zu gestalten. Die jetzigen Basel-II-Regeln wirken prozyklisch, weil sie in wirtschaftlich schweren Zeiten eine Kapitalaufstockung erforderlich machen, die sowohl teuer als auch kredit- und damit investitionshemmend ist.

Im Sinne eines konservativeren Ansatzes in finanzpolitischen Angelegenheiten fordern Ökonomen, darunter der Nobelpreisträger Edmund Phelps, das einlagenbasierte Bankwesen zu stärken. Das bedeutet zugleich eine Schwächung des Investmentbankings

und damit eine Trendumkehr im Finanzsektor. Ein positiver Stabilisierungseffekt entsteht deshalb, weil Einlageinstitute strenger beaufsichtigt werden als Finanzakteure, die beträchtliche Portfolios außerhalb ihrer Bilanz aufweisen dürfen und für Volatilität im System sorgen. Daher soll die Bankregulierung sicherstellen, dass problematische Aktiva nicht aus den Bilanzen entfernt werden. Dies ist allerdings leichter gesagt als getan, denn die Märkte sind erfahrungsgemäß kreativ und wissen Regulierungen zu umgehen. Aus diesem Grund soll die Regulierung bewirken,

dass Hypotheken nur von Banken mit Einlagegeschäft begeben werden dürfen. Allerdings sind Banken mit einem größeren Einlagegeschäft genauso von der Krise betroffen. Ferner werden Kundeneinlagen nur bis zu einer Grenze von 100 000 Euro garantiert, während institutionelle Anleger wie etwa private Rentenversicherer nicht darunter fallen. Zugleich kann und darf die Besicherungsgrenze nicht allzu sehr ausgeweitet werden, damit kein »Moral Hazard«-Problem entsteht.

Es ist folglich schwer, eine wachstumsneutrale Regulierungsgrenze zu ziehen. Während Kritiker der Finanzmärkte einen Mangel an Regulierung beklagen, lässt sich ebenso gut anführen, dass der Regulierungsdruck die Erfindung der dubiosen Verbriefungsinstrumente begünstigt hat, die dann die globale Finanzkrise ausgelöst haben. Weil beispielsweise bei Vergabe von risikobehafteten Krediten die Kapitalunterlegung steigen muss, damit die Basel-Eigenkapitalvorschriften erfüllt sind, haben die Märkte nach Ausweichlösungen gesucht. Dadurch wurden wiederum die Behörden auf den Plan gerufen, und es entwickelte sich ein Wechselspiel zwischen Regulierern und Regulierten.

Mit einer verbesserten Regulierung allein ist eine Wiederholung der gegenwärtigen Krise nicht zu vermeiden. Wie bereits erläutert, sind die NMS zum Teil Opfer ihres eigenen Transformationserfolges. Sie haben sich in das Wirtschaftssystem der EU integriert und sind daher anfällig für externe Schocks, die über zahlreiche neugeschaffene Transmissionsmechanismen weitergegeben werden. Zugleich ist die EU Bestandteil der Weltwirtschaft, und globale Ungleichgewichte haben ebenfalls Auswirkungen für die NMS. Zu den wichtigsten dieser Ungleichgewichte zählen die Leistungsbilanzdefizite einiger weltwirtschaftlicher Akteure – wie der USA – und entsprechende Überschüsse anderer Länder, hauptsächlich Chinas, Russlands und der energieexportierenden Staaten des Nahen Ostens. Makroökonomisch rühren die Ungleichgewichte aus den jeweiligen Differenzen zwischen Spar- und Investitionsquote. In den USA steht einer geringen Sparquote von 13 Prozent eine Investitionsquote von 19 Prozent gegenüber, während China eine sehr hohe Sparquote von 40 Prozent und eine Investitionsquote von rund 30 Prozent aufweist. Der Überschuss ist verfügbares Kapital, das in die Defizitwirtschaften der USA, Großbritanniens und anderer Länder fließt und für Konsum und Investitionen zur Verfügung steht.

Als kleineres Abbild der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben sich nach Euro-Einführung und EU-Osterweiterung ähnliche *innereuropäische Ungleich-*

*gewichte* herausgebildet und verfestigt. Dabei sind die NMS Nettokapitalimporteure, während einige westeuropäische Staaten mit Handelsüberschuss – wie Deutschland, die Niederlande, Finnland und Österreich – im großen Stil Kapital in den Beitrittsländern angelegt haben. Unter den Neumitgliedern wies bis vor der Krise lediglich die Tschechische Republik mit rund minus 2 Prozent des BIP relativ geringe Leistungsbilanzdefizite auf. Die Struktur der Kapitalimporte, mit denen der Bedarf der NMS gedeckt werden soll, hat sich in den letzten Jahren zu verschlechtern begonnen; die Anteile der ausländischen Direktinvestitionen gingen zurück, während die viel flexibleren Portfolio-Investitionen zunahm. Die Beispiele Ungarn und Lettland zeigen, wie schnell aufgrund unzureichender Finanzierung eine Krisensituation in vormals hochgelobten Volkswirtschaften entstehen kann.

Die innereuropäischen Makro-Ungleichgewichte können nur langfristig behoben werden, wobei die Überschussländer ihre Binnennachfrage stärken und die Defizitländer ihre Sparquote aufstocken müssen. Eine Triebfeder für die wachsenden Exportanteile in den Überschussländern waren geringe Inflationsraten und damit vergleichsweise hohe Realzinsen gegenüber einem einheitlichen Nominalzins im Euroraum. Auf Seiten der *Nettokapitalexporteure* könnten höhere Tarifabschlüsse zu einer entsprechenden Korrektur beitragen, denn sie würden (leicht) inflationär wirken. Zu erwarten wäre, dass die Belebung der Binnennachfrage durch sinkende Realzinsen auch die Exporte der NMS in diese Länder beflügeln würde. Das Ergebnis wäre, dass sich die Kapitaltransfers in die NMS verringern und damit die gegenwärtigen extremen Ungleichgewichte zurückgehen.

Auf Seiten der *Defizitländer* sollte darüber nachgedacht werden, die Maastricht-Stabilitätskriterien um eine »Obergrenze des Leistungsbilanzdefizits« zu erweitern. Hohe Leistungsbilanzdefizite sind in stärkerem Maße destabilisierend als andere Faktoren des Maastrichter Kriterienkatalogs. Das Kriterium des langfristigen Zinses etwa erscheint wenig hilfreich; schließlich ist die öffentliche Verschuldung der Neumitglieder noch immer gering, und sie verfügen nur über schmale Märkte für Schuldverschreibungen der Regierung.

Wenn Maßnahmen gegen die Makro-Ungleichgewichte unterbleiben, werden die Kapitalströme nach der Krise erneut anschwellen und wieder bevorzugt in die NMS gelenkt werden. Denn im internationalen Vergleich bleiben die Neumitglieder attraktiv.



Ihr noch immer geringer Kapitalstock bietet Potential für weitere Direktinvestitionen; zugleich senkt die Stabilität der EU und des Eurogebiets das Investitionsrisiko, während die offenen Märkte und die relativ geringe Regulierung ein dynamisches Wachstum begünstigen. Außerdem sind alle NMS gefestigte Demokratien; mit investorenfeindlichen politischen Wendungen, wie sie in anderen dynamischen Weltregionen nicht auszuschließen sind, muss hier kaum gerechnet werden. Die Gefahr tiefer Krisen bliebe also bestehen – mit allen Konsequenzen für die materielle Lage der Menschen in den neuen Mitgliedstaaten und die wirtschaftliche und politische Stabilität der erweiterten EU.

Die BELL-Länder haben keine nationale Geldpolitik mehr, während die anderen Neumitglieder (Slowenien und die Slowakei ausgenommen) bemüht sind, ihre Währungen zu stabilisieren, um dem Wechselkursmechanismus II bald beitreten zu können. Schließlich sind die »Neuen« vertraglich angehalten, den Euro so schnell wie möglich einzuführen. Daraus ergibt sich das Dilemma, dass in Zeiten rasch steigender Immobilienpreise und expandierender Kreditvergabe eine Straffung der Geldpolitik erforderlich wird. Dies ist zwar nicht Bestandteil des Mandats der nationalen Zentralbanken in den NMS. Dennoch spricht die Erfahrung vieler Länder mit Blasenbildung in den letzten Jahren dafür, den Immobilienmarkt aktiver zu regulieren.

### **Jenseits von Regulierung und Aufsicht: Bankenstabilisierung wichtig**

Da die gegenwärtige Krise ihren Ausgang vom Bankensektor der westlichen Länder genommen hat, wird in der öffentlichen Debatte über Banken und Bankier oft die Forderung laut, gescheiterten Instituten keine staatliche Hilfe zu gewähren. Es erscheint zunächst auch verständlich, dass Banken nach einer missglückten Geschäftspolitik mit Konsequenzen rechnen sollten, etwa durch Konkurs und ein Verschwinden vom Markt. Ansonsten drohe, so die Kritiker, ein Szenario nach dem Muster »Privatisierung der Gewinne, Sozialisierung der Verluste«. Zudem wird in der Regel auf das Schicksal nicht wettbewerbsfähiger Industrieunternehmen, auch großer Konzerne, verwiesen, die ebenfalls bankrottgehen und ihre Belegschaft in die Arbeitslosigkeit entlassen müssen.

Allerdings sind Banken in ihrer gesamtwirtschaftlichen Bedeutung mit Großbetrieben anderer Sektoren

nicht direkt vergleichbar. Der Konkurs einer Maschinenbaufirma kann regional oder sogar national einen ökonomischen Rückschlag bewirken, doch er hat nur relativ begrenzte Folgen für Wachstum, Beschäftigung und andere Sektoren der Wirtschaft. Zudem können die Nettoaktiva des Unternehmens den Gläubigern zugeführt werden, und die entstehende Marktlücke lässt sich relativ rasch durch andere Anbieter schließen, die auch Teile der entlassenen Belegschaft übernehmen.

Anders ist die Situation bei Bankenzusammenbrüchen. Dies geht auf den dualen Charakter der Volkswirtschaft zurück. Sie besteht aus einem monetären Sektor, dem Kreditinstitute wie Banken angehören, und einem realen Sektor, in dem produzierende und nichtfinanzielle Dienstleistungsunternehmen angesiedelt sind. Bankenpleiten bewirken eine Wirtschaftskrise, die umso heftiger ausfällt, je umfangreicher der vergebene Kredit (z.B. als BIP-Anteil) ist. Diesen Zusammenhang kennt man in der Wirtschaftstheorie recht gut,<sup>27</sup> und es ist auch empirisch evident, dass durch Steuerung der Geldmenge – etwa über die Zinspolitik der EZB – die Wirtschaft belebt oder abgebremst werden kann. Der Konkurs einer Großbank wirkt sich daher nicht nur auf die lokalen Arbeitsplätze oder das kurzfristige BIP-Wachstum aus. Da die Passiva verlorengehen, werden auch die Aktiva (der Kredit) aus der Bilanz des Bankensektors entfernt. Wegen der besagten Dualität von monetärem und realem Sektor kommt es in der Folge zu einer Kontraktion des BIP. So verwandelt sich die Finanzkrise in eine Krise der Gesamtwirtschaft – mit Konsequenzen für die Beschäftigung, die Einkommen der privaten Haushalte und die Budgeteinnahmen des Staates.

Obwohl die Banken als Verursacher der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise kritisiert werden (und sinnbildlich für eine riskante Geschäftspolitik auf Kosten anderer stehen), müssen sie aus der Schiefelage herausgeführt werden, damit sie wieder Kredit vergeben und Aktivitäten im realen Sektor – wie Investitionen und Käufe – finanzieren können. In den NMS ist das noch wichtiger, da diese Länder keine Zeit und wohl auch kein Geld haben, um eigene Bankindustrien aufzubauen, die über das Know-how und den Leistungsstandard ihrer westlichen Pendanten verfügen. Genau aus diesem Grund haben die NMS den Sektor ja privatisiert, indem sie ihn – meist nach anfänglichem

<sup>27</sup> Die sogenannte Cambridge-Gleichung gibt den Zusammenhang zwischen dem monetären und dem realen Sektor der Wirtschaft wieder.

Zögern – an westliche Investoren verkauft haben. Da die EU-Wirtschaft immer stärker verflochten ist, kann ein bewusst hingenommenes Bankversagen in den neuen Mitgliedstaaten hohe Kosten in den alten verursachen – vor allem in Österreich, Schweden und Italien (siehe Kapitel »Der Bankensektor der NMS in quantitativer und qualitativer Betrachtung«, S. 8, sowie Tabelle 1, S. 14).

## Fazit und Empfehlungen: Hilfe zur Selbsthilfe

Zunächst einmal ist festzustellen, dass die NMS als Gruppe besser denn ursprünglich erwartet mit der Krise fertig werden. Der Rückgang des BIP wird in diesen Ländern 2009/2010 (als gewogener Durchschnitt) nicht stärker ausfallen als in der EU-15. Das hat drei Gründe. Erstens waren ihre Staatsfinanzen recht gesund; mit Ausnahme Ungarns weist keiner der NMS hohe öffentliche Schuldenquoten auf. Die BELL-Länder hatten darüber hinaus vorsorglich recht umfassende Devisenreserven akkumuliert, die sie zur Verteidigung ihrer Wechselkurse einsetzen konnten. Zweitens sind die NMS anpassungsfähig. Vor allem die Arbeitsmärkte der baltischen Staaten sind flexibel; daher wird nach derzeitiger Vorhersage der tiefe Einbruch ihres BIP – um 10 bis 12 Prozent 2009 – im Jahr 2010 fast überwunden sein. Drittens haben die Hilfsleistungen von EU und EZB (und darüber hinaus von IWF, EBRD und EIB) Wirkung gezeigt, wo sie in Anspruch genommen wurden. Spekulative Attacken auf den lettischen Lat (oder die dänische Krone) sind ausgeblieben; ohne die Autorität der EZB wäre das kaum zu erreichen gewesen.

Welche Lehren sind zu ziehen, welche Schritte zu unternehmen, um den Neumitgliedern eine weitere schwere Krise zu ersparen? Ähnlich wie die globale Wirtschaftskrise ist die Krise in den NMS (bzw. in manchem alten EU-Mitgliedsland) auf drei Faktoren zurückzuführen:

- ▶ Überschussliquidität
- ▶ Mangel an Regulierung und Aufsicht
- ▶ falsche verbrauchspolitische Anreize

Die NMS können aus eigener Kraft zahlreiche Initiativen ergreifen, mit denen sich insbesondere der für sie wichtige Kapitalfluss stabilisieren lässt. Gleichzeitig sind sie auf die Hilfe der EU angewiesen, um mit der Krise fertig zu werden.

### Eigenes Krisenmanagement der NMS

Die NMS sind als Nettokapitalbezieher in besonderem Maße daran interessiert, Volatilitäten zu reduzieren. Um die Kapitalbereitstellung möglichst konstant zu halten, stehen ihnen verschiedene Instrumente zur Verfügung:

- ▶ Eine »Kriegskasse« (*war chest*) ermöglicht es, in Krisenzeiten reibungslos Ausgaben zu finanzieren und Forderungen zu begleichen. Insbesondere die BELL-Länder mit ihrem festen Wechselkurs haben in den letzten Jahren beträchtliche Devisenreserven akkumuliert, die ihnen kurz- bis mittelfristig helfen, ihre Währungen gegen Abwertungsspekulation zu verteidigen. Als zweite Verteidigungslinie ist externe Mittelbereitstellung – durch die EU, die EZB, verschiedene Entwicklungsbanken oder den IWF – wichtig. Denn der Einsatz von Devisenreserven hat nur eine temporäre Wirkung; dauert die Krise sehr lange, sind die Vorräte irgendwann erschöpft, und die Währung muss abwerten.
- ▶ Kapitalströme sollten administriert bzw. reguliert werden, um plötzliche Kapitalflucht zu erschweren. Lehrreich ist hier die Politik Chiles in den 1980er Jahren und Malaysias während der Asienkrise 1998. Chile verlangsamte den Kapitalexport durch Besteuerung und Regulierung, Malaysia setzte ihn zeitweilig sogar ganz aus. Während Letzteres innerhalb der EU wegen des *Acquis communautaire* und des Prinzips der »Grundfreiheiten im Binnenmarkt« – darunter fallen auch offene Kapitalmärkte – nicht möglich sein wird, bietet das Instrument der Regulierung Abhilfe. Insbesondere bei Portfolio-Investitionen können Anleger verpflichtet werden, eine Mindestreserve bei der nationalen Zentralbank zu hinterlegen (für einen Monat, ein Jahr etc.). Will der Spekulant die Anlage vorzeitig auflösen, darf nur der Betrag abzüglich der Reserve exportiert werden.
- ▶ Bei Beleihung aus dem Ausland sollten Kredite ausländischer Partnerbanken in der Inlandswährung denominiert sein. Dies hat den Vorteil, das Wechselkursrisiko umzukehren. Als positiver Nebeneffekt wird dadurch auch der – insbesondere für die BELL-Länder schädliche – »Carry Trade« eingeschränkt. Bei dieser Anlagestrategie beziehen Inlandsbanken Fremdwährungskredit und konvertieren den Betrag in Inlandswährung, um ihn zum höheren örtlichen Zinssatz an Inländer auszuleihen. Später tauschen sie den (zurückgezahlten und verzinsten) Betrag wieder um. Dieses Verfahren belastet die Kapitalbilanz des Landes, weil wegen des Zinsdienstes mehr Devisen nachgefragt werden. Um die Attrak-

tivität solcher Transaktionen zu mindern, kann die Regulierungsbehörde, etwa die jeweilige Nationalbank, sie mit einer Zinssteuer belegen. Derzeit verzeichnen Haushalte und Unternehmen in Ungarn und Polen eine massive Aufwertung ihrer in Fremdwährung notierten Verbindlichkeiten. Diese belaufen sich in Ungarn auf 18 Prozent, in Polen auf 8 Prozent des BIP.<sup>28</sup>

- ▶ Langfristige Kredite und ausländische Direktinvestitionen sind zu fördern, aber ADI mit niedrigem Produktivitätseffekt sollten möglichst vermieden werden. Sie liegen vor, wenn die Investitionen in den Dienstleistungssektor fließen, wie dies in den meisten NMS der Fall ist. Denkbar wäre, solche Anlagen von Steuervorteilen auszunehmen oder aber Investitionen im verarbeitenden Sektor besonders zu fördern (etwa nach dem estnischen Modell, bei dem reinvestierte Gewinne zu 100 Prozent körperschaftssteuerfrei sind).
- ▶ ADI von geringer Qualität, zum Beispiel im Immobiliensektor, sind zu vermeiden. Sie heizen Blasenbildungen an, wie am Vorabend der Krise in vielen NMS. In Ungarn, Polen, Rumänien und Bulgarien erreichten die Immobilienpreise damals internationale Spitzenniveaus. Auf der Makroebene sind die Zentralbanken für eine Beruhigung verantwortlich, was aber im Falle der NMS kaum möglich ist. Aus diesem Grund müssen gezielt Maßnahmen ergriffen werden, um den Investitionsboom abzukühlen. Die Behörden können niedrigere Beleihungsgrenzen bei Immobilienkrediten vorschreiben – in Spanien etwa, einem Land mit überhitztem Bausektor, aber ohne systemische Überinvestitionskrise, liegen die Beleihungsgrenzen mit nur wenigen Ausnahmen bei rund 60 Prozent des Immobilienwertes.<sup>29</sup> Bausparverträge als Kapitalanlage sollten ebenfalls eingeschränkt werden, da sie ihrem Charakter nach Billigkredite zur Förderung von Wohneigentum sind. Dies geht zwar auf gute Absichten der Politik zurück, hat aber in Krisenzeiten problematische Folgen für den Finanzsektor.
- ▶ Banken- und Immobilienmarktregulierung sollten Hand in Hand gehen. Nach Überwindung der Krise werden die NMS zu ihrem langfristigen Wachs-

<sup>28</sup> Raphael Auer/Simon Wehrmüller, »\$60 Billion and Counting: Carry Trade-related Losses and Their Effect on CDS Spreads in Central and Eastern Europe«, VOX. Research-based policy analysis and commentary from leading economists, 20.4.2009, <[www.voxeu.org/index.php?q=node/3467](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3467)>.

<sup>29</sup> OECD *Economic Survey Spain*, Vol. 2008/19, Supplement No. 1, Paris 2008, S. 34.

tumstrend zurückkehren, da sie nach wie vor höhere Grenzprodukte des Kapitals aufweisen und Investitionen in ihren Kapitalstock attraktiv sind. Das Wachstum wird in der Bevölkerung wieder Konsumansprüche wecken, die eine neuerliche Kreditexpansion – wie zuvor im Bau- und Immobiliensektor – zur Folge haben dürften. Die Bankenregulierung muss insbesondere jede weitere Kredit-euphorie dämpfen, damit sich die Struktur des inländischen Kreditvolumens (unter Beibehaltung der hohen Wachstumsraten) verbessern lässt und frühere Fehler nicht wiederholt werden. Hilfreich sind die Erfahrungen Spaniens. Dort konnten die Banken Verluste in der jetzigen Krise besser absorbieren, weil sie sich an straffere Provisionsregeln hielten und bei Krediten mit Ausfallrisiko höhere Reservesätze anwandten, als nominell vorgeschrieben war. Als Ergebnis sind Kapital und Reserven im Verhältnis zu Aktiva in Spanien höher als in den meisten anderen großen EU-Ländern.<sup>30</sup> Die Solvenzrate ist doppelt so hoch wie die von der Zentralbank verlangte; diese zusätzliche Provisionsbildung hat als Nebeneffekt wohl auch die prozyklische Kreditvergabe in den 2000er Jahren etwas gebremst.<sup>31</sup> Außerdem dürfen Wertpapiere, die – wie etwa Hypotheken – eine hohe Volatilität aufweisen, nur beschränkt zur Besicherung von Bankschuldscheinen dienen, mit denen Liquidität beschafft wird. Das macht die spanischen Banken vorsichtiger in ihrer Beleihungspraxis und senkt das Kredit-Kapital-Verhältnis (*Leverage*).<sup>32</sup> Diese Praxis ist auch den Banken in den NMS zu empfehlen. Beispielsweise würde bei einer 100 000 Euro teuren Immobilie und einer Beleihungsgrenze von 80 Prozent im Falle einer Halbierung des Immobilienwerts der Verlust 30 000 Euro betragen (als Differenz von 80 000 und 50 000 Euro), bei einer Beleihungsgrenze von 60 Prozent dagegen nur 10 000 Euro (als Differenz von 60 000 und 50 000 Euro).

<sup>30</sup> Neuere Studien zur Verwundbarkeit von Banken bezweifeln jedoch, dass dieser Indikator (Kapitaladäquanz) verlässlich genug ist. Als bessere Alternative gilt hier die Aktiva Rendite (*return on assets*). Vgl. Brenda González-Hermosillo, *New Methods Aim to Identify Systemic Financial Risks*, Washington, D.C.: IMF Monetary and Capital Markets Department, 21.4.2009, <[www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/res042109a.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/res042109a.htm)>.

<sup>31</sup> OECD *Economic Survey Spain* [wie Fn. 29], S. 35.

<sup>32</sup> Dieser Indikator gibt das Verhältnis »Verbindlichkeiten zu Kapital« wieder; er gilt als gut geeignet zur Abschätzung von aufkommenden Risiken bei Banken. Vgl. González-Hermosillo, *New Methods Aim to Identify* [wie Fn. 30].

## Was kann die EU leisten?

Eine globale Krise kann nur mit globalen Anstrengungen bekämpft werden. Um einer baldigen Wiederholung der Misere entgegenzuwirken, haben nationale Regierungen sowie multinationale und internationale Instanzen wie die EU, die G20, der IWF oder die OECD Vorschläge unterbreitet, wie Finanz- und Wirtschaftskrisen effizienter vorgebeugt werden kann. Die G20-Staaten haben auf einem Gipfel in Washington im November 2008 und bei einem zweiten Treffen in London Anfang April 2009 einen 47-Punkte-Plan zur Reform der globalen Finanzmarktarchitektur vereinbart. In der EU gestaltet sich die Erneuerung der Finanzüberwachung jedoch schwierig – vor allem, weil Großbritannien um die Stellung des Finanzplatzes London besorgt ist.

Da der EU keine direkten Eingriffe in die Finanzindustrie der Neumitglieder möglich sind, ist sie umso mehr auf Anreize und offene Koordinierung (*peer pressure*) angewiesen. Denkbar sind folgende Peer-Pressure-Maßnahmen:

- ▶ ein regelmäßig zu erstellender *Financial Stability Report* für den NMS-Finanzsektor (nach Vorbild der vom IWF und den meisten Zentralbanken publizierten Berichte)
- ▶ ein Kreditregister für Großunternehmen und Banken (wegen ihrer systemischen Bedeutung)
- ▶ Stresstests für NMS-Großbanken; sie dienen als Frühwarninstrument und prüfen die Gefahr eines Konkurses vor dem Hintergrund makroökonomischer Entwicklungen wie BIP-Wachstum, Arbeitslosenrate, Inflation, Zinssätze oder Immobilienpreise.

Benötigt wird ferner ein EU-weites Frühwarnsystem, das bei der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Kommission angesiedelt sein könnte. Es sollte dazu beitragen, die makroökonomischen und privaten Kosten von Krisen zu reduzieren. Bisher dienten oft Länderratings diesem Zweck. Die gegenwärtige Krise zeigt jedoch, dass sie kein guter Warnindikator sind. Zugleich lässt sich die Krise nur dann überwinden, wenn ein EU-weites Krisenmanagement stattfindet, das die Ursachen und nicht allein die Wirkung der Probleme behandelt.

Es wird aber nicht ausreichen, lediglich die Regulierung zu straffen. Ein zu hohes Maß an Regulierung birgt sogar die Gefahr, dass jede Risikobereitschaft unterdrückt wird.<sup>33</sup> Es kommt daher entscheidend auf

die Balance an. Sinnvoll ist eine schärfere Regulierung etwa bei Derivaten, nicht jedoch bei Exportkrediten. Der besondere Charakter des NMS-Bankensektors als einer große »Filiale« der westeuropäischen Bankindustrie macht eine grenzüberschreitende Überwachung und eine entsprechende Koordination zwischen den Finanzbehörden erforderlich, die es bislang – zumindest in institutionalisierter Form – kaum gab. Allerdings sollte man nicht erwarten, dass die Interessen der NMS von den Aufsichtsbehörden der Altmitglieder besser vertreten werden. Es bleibt Aufgabe der nationalen Überwachungseinrichtungen, für die Stabilität der jeweiligen Finanzsysteme zu sorgen, wie innerhalb der EU-15 das positive Beispiel des spanischen Bankensektors belegt. Schließlich müssen die vielfach bemängelten globalen und EU-internen Makro-Ungleichgewichte angegangen werden – eine Aufgabe, die die kleinen Ökonomien der NMS allein nicht bewältigen können.

Aus diesen Anforderungen ergibt sich ein Bündel von Maßnahmen, mit denen die EU den neuen Mitgliedern unter die Arme greifen kann, um auch in Krisenzeiten die europäische Wirtschaftsintegration zu fördern. Dabei wird man nicht nach dem Motto »One Size Fits All« verfahren können; angesichts der Heterogenität der NMS und ihrer Probleme bedarf es vielmehr differenzierter Lösungsansätze.

## Hilfe in der Not

Die derzeitige Wirtschaftskrise in den neuen Mitgliedstaaten ist unter anderem ein Ergebnis der Fortschritte, die sie bei der Um- und Neugestaltung ihrer Finanzsysteme gemacht haben. Diese funktionieren inzwischen gut, weshalb sie externe Schocks wie ein Transmissionsmechanismus rasch übertragen. In Krisenzeiten besteht die beste kurz- und mittelfristige Gegenmaßnahme deshalb darin, umgehend eine ausreichende Finanzhilfe bereitzustellen. Die EU kündigte am 18. Mai 2009 eine massive Aufstockung ihres Krisenfonds nach Artikel 119 EG-Vertrag auf nunmehr 50 Milliarden Euro an. Dies übte eine positive psychologische Wirkung auf die Finanzmärkte aus, denn es wurde klar, dass die EU spekulative Attacken auf die Währungen einzelner Mitglieder nicht hinnehmen würde. Von dem Krisenfonds hatte die Gemeinschaft erstmals 1993 Gebrauch gemacht, als einzelne

<sup>33</sup> »Wir brauchen Regeln, die Biss haben«. WTO-Generaldirektor Pascal Lamy warnt vor Gefahren für den Freihandel

und fordert eine neue Finanzordnung«, in: *Handelsblatt*, 11.11.2008, S. 6.

Regionen in Italien nach Erdbeben Wiederaufbauhilfe benötigten; im Herbst 2008 wurden Ungarn und Lettland rund 10 Milliarden Euro in Form von Zahlungsbilanzhilfen zur Verfügung gestellt.

Hilfe muss auch zur Stabilisierung der Wechselkurse der WWU-Nichtmitglieder geleistet werden. Abwertungen heizen die Inflation an und verschlechtern die Finanzlage der Privathaushalte und Unternehmen, die sich in Euro und anderen harten Währungen verschuldet haben. Letzteres erhöht die Skepsis der Finanzmärkte und verteuert die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite. Seit Ausbruch der zweiten Phase der globalen Wirtschaftskrise haben die Währungen der NMS mit frei schwankenden Wechselkursen bis zu 25 Prozent ihres Wertes eingebüßt; weitere Abwertungen sind möglich. Die BELL-Länder haben es bisher geschafft, ihre feste Bindung an den Euro zu verteidigen; doch ohne Hilfe von außen könnten sie gezwungen sein, die Wechselkursbindung aufzugeben, wenn die Krise länger als 2010 anhält. Zwar ist eine Abwertung manchmal hilfreich, wie zum Beispiel in Argentinien Anfang der 2000er Jahre, als die Wirtschaft des Landes zunächst in eine Krise geriet, sich dann aber schnell wieder erholte. Dieser Weg ist den Osteuropäern derzeit allerdings nicht zu empfehlen, da selbst eine kräftige Abwertung wegen der EU-weiten Rezession nicht belebend wirken dürfte. Außerdem ist das BIP der Neumitglieder bereits stark rückläufig – zwischen minus 1 und minus 12 Prozent 2009 –, so dass weitere Härten möglichst vermieden werden sollten.

Der EU-Krisenfonds ist nicht nur für Ex-post-Maßnahmen gut geeignet (die helfen sollen, wenn ein Mitgliedsland bereits in Schwierigkeiten ist), sondern auch als Präventionsinstrument, mit dem vor allem Stabilisierungseffekte zu erzielen sind. Durch ihn lassen sich beispielsweise Bankeinlagen in neuen Mitgliedstaaten garantieren, die sich einen solchen Schritt aus fiskalpolitischen Gründen nicht leisten können. Im Ergebnis würde dies dazu führen, dass sich die Lage im Bankensektor beruhigt und der Kreditfluss ungestört bleibt. Im Falle Sloweniens und der Slowakei kann diese Maßnahme nach derzeitigem Recht allerdings nicht angewandt werden.

### **Krisenanfälligkeit verringern**

Außergewöhnliche Probleme erfordern unkonventionelle Lösungen. Es könnte durchaus darüber nachgedacht werden, für die BELL-Länder (mit Wechselkurs-

bindung) eine Euroraum-Mitgliedschaft im »Fast track«-Verfahren zu realisieren. Die Währungen dieser Staaten werden noch stärker unter Druck geraten, wenn die Wirtschaftskrise länger anhält, denn die »Kriegskasse« – ihr wirksamster Schutz gegen eine Abwertung – könnte bald leer sein. Eine (massive) Währungsabwertung aber würde das Vertrauen in die Stabilität dieser Ökonomien zerstören und die Konvergenzerfolge der letzten Jahre zunichtemachen. Steigende Inflation könnte die soziale Lage der Bevölkerung verschlechtern und in der Folge die politische Landkarte Osteuropas verändern. Werden die Maastricht-Beitrittskriterien strikt angewandt, rückt zugleich die Übernahme der gemeinsamen Währung in weite Ferne, obwohl die Länder angehalten sind, Mitglied der Wirtschafts- und Währungsunion zu werden. Länger zu warten ist kaum von Vorteil, im Gegenteil: Wenn die WWU-Mitgliedschaft weiter hinausgezögert wird, kann die Kosten-Nutzen-Bilanz für die EU negativer ausfallen als bei einem schnellen Beitritt, der vermeintlich die Gefahr einer importierten Instabilität mit sich bringt. Bei den BELL-Ländern handelt sich um kleine Volkswirtschaften, die vor der Krise wirtschaftspolitisch gut gefahren sind, aber nur wenige Instrumente zur Hand haben, um mit einer solchen Herausforderung erfolgreich umzugehen. Zwar ist die Zugehörigkeit zum Euroraum, wie der Fall Irland beweist, kein Allheilmittel. Allerdings hat die Krise gezeigt, dass die Schwachstelle der NMS ihre Währung ist (sie alle weisen mehr oder weniger umfassende Leistungsbilanzdefizite auf). Ein Euro-Schutzschirm würde daher die Krisenkosten vermindern. Eine einseitige Euroisierung steht den neuen Mitgliedern dagegen nicht offen.

### **Komparative Wettbewerbsvorteile nicht behindern**

Als eine Gemeinschaft von Volkswirtschaften mit unterschiedlicher Struktur, Entwicklungsstufe und Spezialisierung ist die Europäische Union angehalten, die im EU/EWG-Vertrag proklamierten Grundfreiheiten im Binnenmarkt vollständig umzusetzen, um die komparativen Wettbewerbsvorteile der Mitgliedsländer ausschöpfen zu können. Die NMS gehören (wohl mit Ausnahme der Tschechischen Republik) zu den Ökonomien mit einem relativen Überschuss an Arbeitspotential bei relativer Kapitalknappheit. Daraus ergibt sich als arbeitsteiliges Muster eine Spezialisierung auf arbeitsintensive Sektoren wie zum Beispiel Dienstleistungen. Hier liegen noch Reserven brach,

wie die Zahlungsbilanzstatistik zeigt: Fast alle NMS weisen eine relativ ausgeglichene Dienstleistungsbilanz auf, deren Saldo wenig zum Abbau der – in der Regel beträchtlichen – Handels- und Einkommensbilanzdefizite beiträgt. Das könnte sich ändern, wenn die Dienstleistungsexporte gesteigert würden, was allerdings voraussetzt, dass die Dienstleistungsfreiheit besser umgesetzt wird.

Bekanntlich wurde die entsprechende Initiative der Kommission von 2006 – die sogenannte Bolkestein-Richtlinie – zunächst als sozial ungerecht kritisiert und später überarbeitet (das Herkunftslandsprinzip wurde nun nicht mehr explizit genannt). Folge ist, dass der Zugang vor allem kleiner und mittlerer Unternehmen aus den NMS zum westeuropäischen Dienstleistungsmarkt erschwert bleibt. Offene Dienstleistungsmärkte haben aber nicht nur eine soziale, sondern auch eine makroökonomische Dimension, die mit den innereuropäischen Ungleichgewichten zusammenhängt. Daher beeinträchtigt die existierende Regelung einen Anpassungsmechanismus in der Hand der NMS – mit der Konsequenz, dass die sich aufbauenden makroökonomischen Ungleichgewichte nicht korrigiert werden. Im Extremfall dürften die Altmitglieder gehalten sein, für den Ausgleich zu sorgen, zum Beispiel durch höhere Transfers oder Nothilfezahlungen.

### Ausgabenprogramme in den NMS wenig effektiv

Konjunkturprogramme haben sich als wichtiges Instrument zur Bekämpfung der globalen Wirtschaftskrise durchgesetzt. Daher ist zu überlegen, welchen Beitrag hier die NMS leisten können und sollen. Zum einen gilt, dass die automatischen Stabilisatoren vor allem bei den mitteleuropäischen Neumitgliedern Tschechien, Slowakei, Ungarn und Polen eine spürbare Wirkung haben, da die Staatsquote in diesen Ländern relativ hoch ist. Zum anderen werden nationale Konjunkturprogramme durch die Wettbewerbsregeln der Gemeinschaft eingeengt, etwa bei öffentlichen Ausschreibungen – selbst wenn diese als gezielte Hilfe für einzelne Branchen gedacht sind (beispielsweise das Baugewerbe). Ferner gilt für die NMS, dass sie – mit Ausnahme Rumäniens und Polens – sehr hohe Importquoten von bis zu drei Vierteln des BIP haben, so dass die zusätzliche Nachfrage nur teilweise Impulse für die Binnenwirtschaft entstehen lässt.

Drittens weisen praktisch alle NMS und insbesondere die BELL-Länder eine Überschussnachfrage auf,

die ins Gleichgewicht zurückgeführt werden muss. Stimulierungspakete dienen hingegen dem Zweck, die Gesamtnachfrage aufrechtzuerhalten und einen Rückgang des BIP zu verhindern; in diesem Fall wirken sie daher kontraproduktiv. Nur in einer Hinsicht sind sie sinnvoll. Die Korrektur einer Überhitzung erfolgt ruckartig, wenn sie den Marktkräften – das heißt der Krise – allein überlassen bleibt. Konjunkturmaßnahmen können den Anpassungsprozess strecken und dadurch erträglicher machen. Sie sollten folglich so angelegt sein, dass sie diesen Zweck erfüllen.

Praktisch in allen NMS gilt es die Sparquote zu erhöhen, etwa durch Steuersenkungen. Diese steigern den Einkommensmultiplikator und fördern das Wachstum; dabei müssen aber auch die Zukunftsängste der Verbraucher berücksichtigt werden. Die Erfahrung zeigt, dass Privathaushalte und Unternehmen Steuersenkungen nutzen, um ihre Bilanzen zu verbessern, was auf der Makroebene zu höheren Sparquoten und geringeren Leistungsbilanzdefiziten führen kann. Allerdings sind in der Krise die Spielräume für »richtige« Maßnahmen begrenzt. Zum einen gelten in den meisten NMS ohnehin schon niedrige Einkommensteuersätze. Zum anderen müssen sich die Länder, die Finanzhilfe bekommen haben (Ungarn, Lettland, Rumänien), fiskalisch konsolidieren. So sieht sich etwa die ungarische Regierung gezwungen, die Einkommensteuer von 18 auf 19 Prozent, die Körperschaftsteuer von 16 auf 19 Prozent und die Mehrwertsteuer von 20 auf 23 Prozent zu erhöhen.<sup>34</sup> Die daraus resultierenden Nachfrageverluste können aber angebotsseitig zumindest teilweise ausgeglichen werden. Eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge kann die Beschäftigung fördern, da fallende Lohnnebenkosten das Angebot der Unternehmen ausweiten.

Alles in allem sind Konjunkturmaßnahmen in den neuen EU-Mitgliedstaaten nicht die entscheidende Voraussetzung für eine wirtschaftliche Erholung. Das liegt daran, dass die beiden Hauptursachen der dortigen Krise im Einbruch der Güterexporte und im Rückgang der Kapitalimporte bestanden haben. Für die NMS ist viel wichtiger, dass sich die Konjunktur in den alten Mitgliedstaaten erholt, die ihre Hauptexportmärkte bilden und von denen das (exportbasierte) Wachstum der Osteuropäer abhängt. Folglich würden selbst mutige Konjunkturmaßnahmen in den NMS

<sup>34</sup> »Ungarn schnürt Krisen-Paket«, in: *Handelsblatt*, 16.2.2009, <[www.handelsblatt.com/politik/international/ungarn-schnuert-krise-paket;2157927](http://www.handelsblatt.com/politik/international/ungarn-schnuert-krise-paket;2157927)>.

wenig nützen, solange die westeuropäische Wirtschaft stagniert. Von einem übertriebenen *deficit spending* ist daher abzuraten; sinnvoll erscheinen hingegen Maßnahmen zur Krisenüberwindung in der EU-15, denn sie werden in den NMS direkt wirksam. Hilfreiche Schritte sind auch eine Rekapitalisierung der Banken, Aufräumung ihrer Bilanzen sowie fiskalische Erleichterungen und Garantiezusagen (für Investitionen, Bankeinlagen etc.), sofern dadurch die Maastricht-Kriterien nicht allzu sehr verletzt werden.

### Überwachung und Regulierung im EU-weiten Kontext

Die hausgemachten Probleme der NMS sind hauptsächlich im Bankensektor angesiedelt, vor allem bei der Bereitstellung von Fremdwährungskredit. Daher ist klar, dass die Überwachung der Banken fehlerhaft war. Verbessert werden kann sie jedoch nur auf EU-Ebene, da die ausländischen Muttergesellschaften der in den NMS ansässigen Banken nicht von dort aus reguliert werden können. Hilfreich ist der Vorschlag einer vom früheren IWF-Exekutivdirektor Jacques de Larosière geleiteten Expertengruppe, zwei supranationale Überwachungseinrichtungen in der EU zu gründen:

- ▶ ein Europäisches System der Finanzaufsicht (*European System of Financial Supervisors, ESFS*) zur Überwachung von Bank-, Versicherungs- und Wertpapiergeschäften
- ▶ einen Europäischen Rat für Systemisches Risiko (*European Systemic Risk Council, ESRC*), der systemische Gefahren identifizieren und ihnen durch abgestimmte Aktionen aller Mitgliedsländer begegnen soll

Allerdings dürfen dabei keine neuen Verwaltungsstrukturen auf EU-Ebene geschaffen werden. Vielmehr sollen die vorgeschlagenen Gremien dazu beitragen, Probleme nicht mehr wie bisher unkoordiniert und nur fallweise zu behandeln, etwa durch feuerwehrartige Bereitstellung von Geld an Banken, die auf diese Weise für schlechte Wirtschaften belohnt werden. Denn ein solches Stückwerk ist gesamtwirtschaftlich oft kontraproduktiv – weil eine falsche Kreditallokation stattfindet, von Hilfen ausgeschlossene Akteure bestraft werden oder der Anpassungsprozess im Sektor verzögert wird. Mit den neuen Überwachungseinrichtungen würden die Neumitglieder die beiden Schwachpunkte ihrer Regulierung besser in den Griff bekommen:

- ▶ dass Kreditnehmer einen Direktzugang zu Kreditgebern im Ausland haben
  - ▶ dass sich Banken in den NMS wegen des geringen Einlagen-Kredit-Verhältnisses in fremder Währung refinanzieren und die Anleihen auf dem Heimatmarkt in eigener Währung weitergeben
- Standardinstrumente wie eine höhere Risikogewichtung für Fremdwährungskredit haben nämlich keine Wirkung auf das Kreditverhalten gezeigt.<sup>35</sup> Ferner würden landestypische Regulierungsunterschiede beseitigt und Regulierungslücken geschlossen. Einem potentiellen »Regulierungsnationalismus« auf Kosten der NMS könnte vorgebeugt werden. Ein solcher *national bias* droht dann, wenn die Neumitglieder verlangen, dass »ihre« Banken schlicht nicht in Konkurs gehen dürfen – dies wäre ein Eingriff in den Marktmechanismus. Wohl aber können sie fordern, dass bestimmte Vorgehensweisen unterbleiben. Wenn etwa westeuropäische Banken ankündigen, dass schwächelnde Filialen in einem Beitrittsland geschlossen werden, dürfte das ihren Aktienkurs beleben. Dadurch aber werden die Kosten der Schließung auf die EU-Wirtschaft abgewälzt; ein solches Vorgehen sollte deshalb durch Regulierung ausgeschlossen werden.

Diese und andere Maßnahmen dienen wohlge-merkt nicht einer Ausnahmebehandlung der Neumitglieder. Es geht vielmehr darum, maßgeschneiderte Hilfsleistungen zu bieten, die den Aufholprozess nicht gefährden. Ziel muss sein, dass die Integration fortgesetzt wird. Die bisher erzielten Fortschritte werden besonders gut sichtbar anhand der NMS-Bankensysteme, deren Kapital und Aktiva sich zu mehr als zwei Dritteln in der Hand westeuropäischer Eigentümer befinden und die auf diese Weise mit dem dortigen Bankensystem verflochten sind. Auch wenn in den NMS gelegentlich Kritik laut wird, dass die Altmitglieder sich nicht solidarisch genug zeigten,<sup>36</sup> ist die Positionierung der meisten Politiker, aber auch weiter Teile der Wirtschaft in den neuen Mitgliedstaaten doch eindeutig. Plädiert wird für EU-weite Lösungen – die einzelnen Länder sollen die Last der Krisenbekämpfung nicht alleine tragen.

<sup>35</sup> »Foreign Currency Borrowing More Risky for Eastern Europe«, in: *IMF Survey Magazine: Countries & Regions*, Oktober 2008, <[www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/CAR102808A.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/CAR102808A.htm)>.

<sup>36</sup> Ungarns früherer Ministerpräsident Ferenc Gyurcsány warnte auf dem EU-Krisengipfel am 1. März 2009 medienwirksam vor einem neuen Eisernen Vorhang. In diesem Zusammenhang beklagte er den Rückzug westlicher Investoren aus den NMS.



# Anhang

## Frühwarnindikatoren zur Krisenprävention

### I. Außenwirtschaftliche Indikatoren

- ▶ private und öffentliche Fremdwährungsschuld in Prozent des BIP (> 49,7 Prozent)
- ▶ öffentliche Fremdwährungsschuld in Prozent der Budgeteinnahmen (> 200 Prozent)
- ▶ Kurzfristschuld in Prozent der Währungsreserven (> 130 Prozent)
- ▶ Währungsreservenquote: Deckungsgrad der im aktuellen Jahr fälligen Zahlungen – Leistungsbilanzsaldo zuzüglich anstehendem Schuldendienst in Fremdwährung (< 100 Prozent)
- ▶ reale Wechselkursschwankung (+/-0)

### II. Indikatoren zu den öffentlichen Haushalten

- ▶ Budgetdefizit nach Zinszahlungen
- ▶ Kurzfristschuld in Prozent der Gesamtschuld
- ▶ Schuldendienst in Prozent der Einnahmen

### III. Finanzsektor-Indikatoren

- ▶ Eigenkapitalverhältnis des Bankensektors, Prozent
- ▶ Rendite-Aktiva-Verhältnis, Prozent
- ▶ Kreditausfall in Prozent der Kreditsumme
- ▶ Kredit an den Privatsektor in Prozent des BIP
- ▶ Fremdwährungskredit an den Privatsektor, Prozent des BIP

### IV. Unternehmenssektor-Indikatoren

- ▶ Konkurswahrscheinlichkeit (gemäß Black-Scholes-Merton-Formel)
- ▶ Forderungen-Verbindlichkeiten-Verhältnis
- ▶ Zins-Gewinn-Verhältnis
- ▶ Börsenindikatoren, zum Beispiel Kurs-Gewinn-Verhältnis

## Abkürzungen

ADI	Ausländische Direktinvestition
BELL	Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BOFIT	Bank of Finland Institute for Economics in Transition
BP	Basispunkt
CDS	Credit Default Swap
CFS	Center for Financial Studies
DG EcFin	Directorate General for Economic and Financial Affairs (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen)
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung)
ECB	European Central Bank (Europäische Zentralbank)
EIB	Europäische Investitionsbank
ESRC	European Systemic Risk Council
Eurostat	Statistisches Amt der Europäischen Gemeinschaften
EZB	Europäische Zentralbank
GUS	Gemeinschaft Unabhängiger Staaten
IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)
IWF	Internationaler Währungsfonds
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
NMS	Neue Mitgliedstaaten (der EU)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OeNB	Oesterreichische Nationalbank
WEF	World Economic Forum (Weltwirtschaftsforum)
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion