

Mirow, Thomas; Schnabl, Gunther; Knogler, Michael; Gern, Klaus-Jürgen

Article

Auswirkungen der Krise auf Schwellenländer: Welches Entwicklungsmodell hat sich bewährt?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Mirow, Thomas; Schnabl, Gunther; Knogler, Michael; Gern, Klaus-Jürgen (2010) : Auswirkungen der Krise auf Schwellenländer: Welches Entwicklungsmodell hat sich bewährt?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 63, Iss. 06, pp. 3-17

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164798>

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.

Auswirkungen der Krise auf Schwellenländer: Welches Entwicklungsmodell hat sich bewährt?

3

Die Jahre vor der Finanzkrise waren durch ein rasches Produktionswachstum in der Weltwirtschaft insgesamt, vor allem aber durch ein beeindruckendes Wachstum der BRIC-Staaten und weiterer Schwellenländer gekennzeichnet. Welche Auswirkungen hat die Krise auf das mittel- und langfristige Wachstumspotential dieser Länder?

Osteuropas Entwicklungsmodell im Krisentest: Schwächen, Stärken, Schlussfolgerungen

Mit dem Ende des Kommunismus in Europa begannen die Länder Mittel- und Osteuropas sowie die baltischen Staaten den Übergang zur Marktwirtschaft – mit zügigem Fortschritt und – bis 2008 – gutem Erfolg. Dieser Transformationsprozess fußte auf tiefgreifender politischer und ökonomischer Integration, vor allem mit Westeuropa. Integration bedeutete wachsende Handelsströme in beide Richtungen; zunehmend aber auch internationale Kapitalflüsse, vor allem von West nach Ost.

Gerade dieser tiefen Integration wegen traf die globale Wirtschaftskrise die Länder der Region ab dem dritten Quartal 2008 besonders hart. War Wachstum, basierend auf Integration mit Westeuropa, rückwirkend betrachtet ein Fehler? Welche Risiken brachte dieses Wachstum? Was können wir aus der Krisenerfahrung lernen?

Die Integration mit Westeuropa begann mit den »Europa-Verträgen«, die alle Staaten der Region unmittelbar nach dem Fall des Eisernen Vorhangs abschlossen und die ihnen den Zugang zum EU-Binnenmarkt gewährten, während Mittel- und Osteuropa sich auch westlichen Investoren öffnete. Mit der EU-Mitgliedschaft verpflichteten sich die Staaten dann auch zur Übernahme des Euro, eine weitere Vertiefung der Integration, die bisher zwei – Slowenien (2007) und die Slowakische Republik (2009) – der zehn neuen EU-Staaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas vollzogen haben.

Die wirtschaftliche Integration der Region seit Beginn des Transformationspro-

zesses erfolgte auf drei Ebenen: im Handel, im Finanzsektor und auf dem Arbeitsmarkt. Sie hatte eine Vielzahl positiver Effekte für die Staaten der Region. Der EU-Raum wurde der wichtigste Exportmarkt (77%), während gleichzeitig die Importe aus dem Westen dramatisch stiegen. Umfassende Reformen legten die Grundlage für ausländische Direktinvestitionen, die im Zeitraum von 2000–2008 die Höhe von 7% des BIP erreichten. Vor allem westliche Bankengruppen expandierten in die Region und trugen zum Aufbau eines modernen Finanzwesens bei, das sowohl die Wirtschaft als auch die Konsumenten mit Krediten versorgen konnte. In den Jahren vor der Krise führte der Wettbewerb um Marktanteil in vielen Ländern der Region zu massiven Kapitalzuflüssen.

Der hohe Zufluss von Kapital unterstützte den ab Mitte der neunziger Jahre einsetzenden Wachstumsprozess in der Region. In dieser Beziehung unterscheidet sie sich deutlich von anderen Schwellenländern: Seit einigen Jahren ist bekannt, dass Entwicklungsländer, die sich in ihrem Wachstum stark auf externe Finanzierung stützten, im Durchschnitt langsamer wachsen als jene, in denen Wachstum von heimischen Ersparnissen finanziert wird (vgl. Prasad, Rajan und Subramanian 2007).

Der *EBRD Transition Report 2009* zeigt, dass in Transformationsländern der umgekehrte Zusammenhang galt: finanzielle Integration – ob definiert als durchschnittliche Kapitalzuflüsse, Summe externer Aktiva und Verbindlichkeiten oder Anteil ausländischer Banken im heimischen Bankensystem – hat sich klar positiv auf das Wachstum ausgewirkt (vgl. EBRD 2009). Dabei ist langfristiges



Thomas Mirow*

* Thomas Mirow ist Präsident der European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), London.

Wachstum gemeint, nicht nur die Beflügelung des Konsums oder der Investitionen in den Boomjahren. Der Zusammenhang zwischen finanzieller Integration und Wachstum zeigt sich auch, wenn die Boomperiode von 2005–2008 von der empirischen Analyse ausgeschlossen wird, und auch dann, wenn sich die Analyse nur auf industrielles Wachstum beschränkt.

Fremdfinanziertes Wachstum hatte jedoch seinen Preis: steigende makroökonomische Ungleichgewichte und fragile Finanzsektoren. In zahlreichen Ländern wuchsen die Leistungsbilanzdefizite rasch an. Diese wurden nur zum Teil von Direktinvestitionen ausgeglichen. Die Folge war eine zunehmende Auslandsverschuldung vor allem auf Seiten von Banken und Unternehmen. In fünf Ländern der Region (Bulgarien, Estland, Lettland, Slowenien und Ungarn) überstieg diese Auslandsverschuldung Ende 2008 100% des Sozialproduktes.

Die Folge dieser Zuflüsse war ein rasches Wachstum der inländischen Kreditvergabe. In den meisten Ländern überwogen dabei Kredite in Fremdwährung. Das mag vom individuellen Standpunkt rationales Verhalten gewesen sein. Doch für so verschuldete Haushalte und Unternehmen waren die Abwertungen vor und während der Krise mit drastisch ansteigendem Schuldendienst verbunden und machten in einigen Ländern massive externe Hilfspakete zur Stützung von Währungen erforderlich.

Im Frühjahr und Sommer 2008 mehrten sich die Anzeichen, dass der Konjunkturzyklus den Höhepunkt überschritten hatte (in den baltischen Staaten hatte der Abschwung bereits 2007 begonnen). Aber erst die Zuspitzung der Krise im Westen im dritten Quartal 2008 versetzte den Ländern der Region einen massiven Schock: Rohstoffpreise fielen dramatisch, Exporte brachen ein (– 15 bis 24% im vierten Quartal 2008), Risikoprämien explodierten, und der Zufluss von ausländischem Kapital ging scharf zurück. Das Kreditwachstum kam zum Stillstand.

Im vierten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 erlebten die meisten Länder einen dramatischen Rückgang ihrer Wirtschaftsleistung. In 15 Ländern der Region sank das Sozialprodukt im ersten Quartal 2009 5% oder mehr unter das Vorjahresniveau; in sieben Ländern um mehr als 10%.

Trotz der externen Schocks des dritten und vierten Quartals ist es nicht ganz einfach, das volle Ausmaß dieser Rückgänge zu erklären. Obwohl sich Kapital im letzten Quartal 2008 stark verteuerte und die Zuflüsse fast versiegt waren, kam es nur in wenigen Ländern – darunter Russland, Ukraine und Lettland – zu wesentlichen Nettoabflüssen von Kapital.

Eine ökonometrische Analyse im *Transition Report 2009* der EBRD deutet daraufhin, dass der Zusammenbruch der Exporte in den Westen für den Wachstumsabsturz Ende 2008 und Anfang 2009 eine größere Rolle spielte als das Verhalten der Kapitalströme und die damit verbundenen Belastungen im Finanzsektor. Dies ist bemerkenswert, da sowohl die Erfahrungen aus früheren Schwellenlandkrisen wie auch die starke Zunahme der Risikoprämien eine wesentlich stärkere Reaktion des Finanzsektors hätten erwarten lassen. Aber anders als in vorhergehenden Krisen kam es nur in wenigen Fällen zu starken Kapitalabflüssen, Währungskrisen, und dem Zusammenbruch systemwichtiger Banken.

Woher diese (im Schwellenlandkontext) ungewöhnliche Widerstandskraft des Finanzsystems? Dafür gibt es mehrere Erklärungen. Erstens waren die Finanzsektoren in der Region – trotz mancher Exzesse – im Vergleich zu früheren Krisen kleiner und solider (vor allem im Vergleich zur Asienkrise der späten neunziger Jahre, mit der die Krise in der Transformationsregion oft verglichen wird). Zweitens entpuppte sich die starke Präsenz ausländischer Banken als Stabilisierungsfaktor. Angesichts der Probleme dieser Banken auf heimischen und internationalen Märkten war dies nicht von vornherein klar. Im Endeffekt aber haben die Banken – sicher in ihrem langfristigen strategischen Interesse sowie mit großzügigen Hilfen ihrer heimischen Regierungen – ihre Niederlassungen im Osten weiter finanziert und zum Teil auch rekapitalisiert.

Drittens kam es zu einem beispiellosen, koordinierten Krisenmanagement seitens der Europäischen Union, des Internationalen Währungsfonds und internationaler Entwicklungsbanken, darunter auch der EBRD. Der Erfolg dieses Eingreifens war wiederum die Folge von politischem Willen im Westen und politischer und institutioneller Reife in den Transformationsländern, wo populistische oder reformfeindliche Krisenreaktionen weitergehend vermieden werden konnten. Auch dies lässt sich als Erfolg der Integration der vorhergehenden Dekade ansehen.

Welches Fazit können wir also aus der Krisenerfahrung ziehen? Hat sich das Entwicklungsmodell der europäischen Transformationsregion, das auf wachsende reale, finanzielle und politische Vernetzung mit dem Westen aufbaute und zum Teil von Kapitalflüssen von West nach Ost gespeist wurde, im Endeffekt bewährt oder hat es sich als Irrweg erwiesen?

Die Antwort ist vielschichtiger, als man zunächst vermuten würde. Wir wissen inzwischen, dass das Entwicklungsmodell der europäischen Transformationsländer nicht ein, nicht zwei, sondern drei Gesichter hatte. Erstens war es eine wichtige Quelle langfristigen Wachstums. Zweitens führte es zu Exzessen wie Konsumbooms, Überschuldung und einen hohen Anteil an Fremdwährungskrediten. Diese verschärf-

ten die nach der Explosion im Westen erfolgenden Wachstumseinbrüche im Osten und erschwerten das Krisenmanagement. Drittens baute es jedoch auch Strukturen auf – auf mikroökonomischer Ebene, im Finanzsektor, aber auch auf politischer und institutioneller Ebene –, die den Schock abfederten und zum Erfolg des Krisenmanagements beitrugen.

Daher steht für uns außer Frage, dass ein Versuch, das bisherige Entwicklungsmodell der Transformationsländer zur Gänze rückgängig zu machen, die falsche Konsequenz aus der Krise wäre. Gleichwohl sehen wir dringenden Handlungsbedarf auf mehreren Ebenen.

Erstens hat die Krise die Schwachstellen des Modells verdeutlicht, nämlich eine Tendenz zu makroökonomischer Volatilität und zu exzessiven Risiken im Privatsektor. Einige dieser Probleme sind im Zuge der Krise weniger akut geworden: vor allem wird es in einer Welt, in der private Ersparnisse zunehmend von den öffentlichen Sektoren im Westen absorbiert werden, kaum zu einer Wiederholung der extrem hohen Leistungsbilanzdefizite der Boomperiode kommen.

In anderen Bereichen sind die Schwächen des Modells jedoch struktureller Natur, und ihre Korrektur wird harter Arbeit bedürfen. Ein Beispiel dafür ist das Problem der Fremdwährungskredite. Um die heimischen Währungen in der Kreditaufnahme attraktiver zu machen, müssen einerseits die Realzinsen sinken, andererseits muss aber auch die Entwicklung heimischer Kapitalmärkte gefördert werden. Dies erfordert stabilitätsorientierte makroökonomische Institutionen, konservative Staatshaushalts- und Geldpolitik, eine Staatsschuldenverwaltung, die Lokalwährungen fördert, sowie die Schaffung von legaler und physischer Marktinfrastruktur. Eine direkte Regulierung von Fremdwährungskrediten kann auch sinnvoll sein; angesichts der noch schwachen Konjunktur und Kreditvergabe sollte man mit diesem Instrument jedoch vorsichtig umgehen.

Die zweite wichtige Frage nach der Krise ist, wie das Wachstum in der Transformationsregion längerfristig dynamisch bleiben kann. Auch wenn die Grundpfeiler des osteuropäischen Entwicklungsmodells richtig waren und bleiben, so wird es in Zukunft schwieriger sein, Wachstum aufzubauen. In manchen Transformationsländern ist die erste Aufbauphase nach dem Zusammenbruch abgeschlossen, und die verbleibenden Reformen sind politisch und ökonomisch schwieriger, insbesondere in Ländern, denen der Anreiz des EU-Beitritts als Reformmotor fehlt (entweder weil sie bereits Mitglieder sind oder weil sie keine Aussicht auf Mitgliedschaft haben).

Zugleich können die meisten Transformationsländer mittelfristig nicht im gleichen Ausmaß mit Kapitalzuflüssen rech-

nen wie in der letzten Dekade. Und wie wir aus früheren Beispielen wissen, kann die Mitgliedschaft in der EU (und für manche, in der Eurozone) zu raschen Angleichungen von Lohnkosten und damit zum Verlust von Wettbewerbsfähigkeit führen.

Wie die Region diesen Gegenwind überwinden und stabil werden, dabei aber dennoch dynamisch wachsen kann, sehen wir in der EBRD als Kernfrage des neuen Jahrzehnts. Wir haben keine allgemeingültige Antwort, aber aufbauend auf den Erfahrungen und der Arbeit der letzten Dekade (vgl. EBRD 2008), sehen wir die potentiellen Antworten in drei groben Bereichen.

- Zum ersten, ein Zusammenspiel von Arbeitsmarkt und sozialen Sicherungssystemen, das den Anstieg von Lohnstückkosten bremst, Flexibilität und damit Strukturwandel erhält und gleichzeitig individuelle Risiken begrenzt. Natürlich ist es schwierig, solche idealen Systeme zu schaffen, aber innerhalb der Europäischen Union gibt es in dieser Beziehung große Unterschiede, von denen die Transformationsländer lernen können.
- Zum zweiten, eine Stärkung von Bildungssystemen, insbesondere im Sekundärbereich, aber zunehmend auch in den Hochschulen. Der *Transition Report 2008* identifizierte diesen Bereich in den meisten Ländern als reformbedürftig und potentiell Wachstumshemmnis. Niedrige öffentliche Ausgaben für Bildung sind ein Teil des Problems, aber auch die Qualität der Lehrerbildung sowie mangelnde Anreize in Schulen und Hochschulen.
- Zum dritten, eine breit angelegte Mittelstandsförderung. Dies ist eng mit der Reform von Bildungssystemen und Hochschulen verbunden: Große Unternehmen können Wissen und Innovation importieren; mittelständische Unternehmen sind darauf angewiesen, sie zu erzeugen oder auf heimischen Märkten einzukaufen. Zur Mittelstandsförderung gehören auch Wettbewerbspolitik, um kleineren und neu entstehenden Unternehmen eine Chance zu geben, sowie der Abbau von Handelshemmnissen innerhalb sowie zwischen Staaten, die besonders für kleine Unternehmen prohibitiv sein können. Dies bedarf einer weiteren Verbesserung der physischen Infrastruktur sowie des Abbaus oder der Vereinfachung von Lizenzpflichten und ähnlichen Auflagen.

Viele, wenn auch beileibe nicht alle, der in den letzten Abschnitten beschriebenen Maßnahmen kosten Geld. Die vielleicht größte Herausforderung der nächsten Jahre wird es sein, diese Investitionen in einem Umfeld knapper öffentlicher Mittel zu unternehmen. Um diese Herausforderung zu bestehen, werden sich auch in unserer Region einige Länder verstärkt um Haushaltsreformen kümmern müssen: um eine bessere und fairere Steuerverwaltung, effizientere Ausgabenstruktur und – in einigen Ländern – höhere Steuerquoten.

Aber selbst mit den effektivsten fiskalischen Reformen wird ein Teil der Initiative für verbesserte Strukturbedingungen – so zum Beispiel im Bereich Infrastruktur oder Energie und selbstverständlich in der Forschung und Entwicklung vieler Sektoren – vom Privatsektor ausgehen müssen und auf private Finanzierung angewiesen sein. Damit ist die Herausforderung der Region in den nächsten Jahren auch eine Herausforderung an die EBRD in ihrer Eigenschaft als Anwalt und Förderer des Privatsektors in Osteuropa sowie als Katalysator privater Finanzierung.

Literatur

EBRD (2008), *Growth in Transition, Transition Report 2008*, EBRD, London.
EBRD (2009), *Transition in Crisis?, Transition Report 2009*, EBRD, London.
Prasad, E., R.G. Rajan und A. Subramanian (2007). »Foreign Capital and Economic Growth«, *Brookings Papers on Economic Activity* 38(1), 153–230.



Gunther Schnabl*

Das kapitalmarktbasierte Wachstumsmodell – Wirklichkeit und Illusion

Wie alle Bereiche der Nationalökonomie unterliegen auch die entwicklungsökonomischen Modelle und Politikempfehlungen Strömungen. In den fünfziger und sechziger Jahren war bei sinkenden Preisen auf den Weltrohstoffmärkten sowie Wirtschaftswundern in den Industrieländern der Glaube an Wohlfahrtsgewinne durch Industrialisierung hoch. Die entwicklungspolitische Schlussfolgerung war die Förderung der urbanen industriellen Entwicklung auf der Basis von Importsubstitution. In den siebziger und achtziger Jahren bewiesen die exportgeführten Wachstumsstrategien ostasiatischer Tigerstaaten, dass Wohlfahrtsgewinne durch Handelsabschottung und Industriepolitik nicht möglich sind. An deren Stelle trat die dezentralisierte Suche nach Ricardos komparativen Kostenvorteilen in Hayeks (1969) *Wettbewerb als Entdeckungsverfahren*. Die Weltbank (1993) identifizierte ein auf nachhaltigen Wirtschaftspolitiken und effizienter Ressourcenallokation basierendes ostasiatisches Wirtschaftswunder.

Doch seit Mitte der neunziger Jahre wurde die Freude über Ostasiens dynamische Exporterfolge zweifach getrübt. Zum einen erfuhr mit der Asienkrise (1997/98) der beeindruckende Aufholprozess eine Zäsur. Der Ostasienboom, an dem die industrialisierte Welt über lebhaftes Kapitalzuflüsse partizipiert hatte, verlor über Nacht das Vertrauen. Die festen Wechselkursstrategien wurden als Ursache spekulativer Kapitalzuflüsse und exzessiver monetärer Expansion in Frage gestellt. Zum anderen warf vor allem die Integration Chinas in die Weltwirtschaft Schatten auf die industrialisierten Wohlfahrtsstaaten. Die These von merkantilistisch unterbewerteten Wechselkursen und vom Raub der Arbeitsplätze macht die Runde;

* Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

Strafzölle und Handelsbarrieren werden auf die politische Agenda gerückt (vgl. Krugman 2010).

Der lebhafte Streit um die Handels- und Währungspolitik lenkt davon ab, dass sich das Entwicklungsmodell der Aufstrebenden Volkswirtschaften längst von den Gütermärkten gelöst hat. Balassas und Samuelsons Modell der wirtschaftlichen Entwicklung, in dem der Aufholprozess durch inländische Kapitalakkumulation im Sektor der handelbaren Güter getrieben ist, ist überholt (vgl. Belke, Schnabl und Zemanek 2009). In Mittel- und Osteuropa, Ostasien, Lateinamerika und den rohstoffexportierenden Ländern werden Wachstumsprozesse – direkt und indirekt – durch den Zustrom von Kapital getrieben. Das neue Wachstumsmodell ist kapitalmarktbasiert!

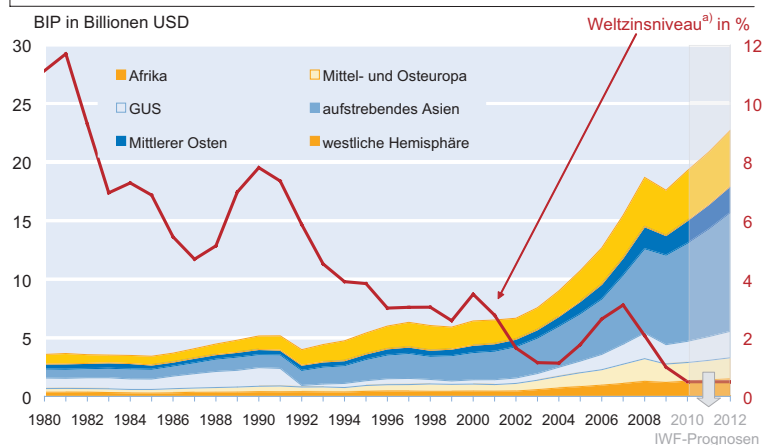
Internationale Kapitalzuflüsse sind für Aufstrebende Volkswirtschaften von großer Bedeutung, weil diese von der »Erbsünde« unterentwickelter und fragmentierter Kapitalmärkte geplagt sind (vgl. Eichengreen und Hausmann 1999): Liquiditätsgrad und Diversifizierungsmöglichkeiten sind gering, Informationen knapp, systemisches Risiko und Zinsniveau hoch. Die »Märkte« werden von wenigen großen Geschäftsbanken unter Kontrolle der Regierung »gemacht«. Erst mit der Öffnung hin zu den tiefen und hoch liquiden Kapitalmärkten der industrialisierten Welt steigt der Liquiditätsgrad und Zinsen sinken, sofern die Voraussetzung maßvoller politischer und makroökonomischer Stabilität gegeben ist.

Der Segen internationaler Kapitalzuflüsse ist quantitativ wie qualitativ. Durch sinkende Zinsniveaus wachsen Investitionen und Konsum. Durch den Zufluss von Direktinvestitionen werden überkommene Produktionsstrukturen durch Investitionen mit hoher Grenzleistungsfähigkeit ersetzt. Mit der Beteiligung ausländischen Kapitals an verkrusteten Finanzsektoren steigt die Effizienz bei Kapitalallokation und Güterproduktion. Fließt Kapital erst einmal zu, sind die Erwartungen selbsterfüllend. Beschleunigtes Wachstum stabilisiert die Wirtschaftspolitik. Staatsdefizite und Inflation sinken. Verbesserte Ratings ziehen weitere Kapitalzuflüsse an.

Die kapitalmarktbasierte Entwicklungsstrategie, die seit den 1990er Jahren mit dem sinkenden Zinsniveau in den großen Kapitalmärkten an Fahrt gewonnen hat und durch den – ebenfalls kapitalmarktgetriebenen – Anstieg der Rohstoffpreise weiter verstärkt wurde, hat den beeindruckenden Aufstieg der BRIC-Staaten und weiterer Schwellenländer begründet (vgl. Abb. 1). Der bisher unbekannte Wachstums-

Abb. 1

Bruttoinlandsprodukt der Aufstrebenden Welt



^{a)} Als Durchschnitt der Geldmarktzinsen in USA, Japan und Eurogebiet (vor 1999: Deutschland).

Quelle: IWF.

schub ist nicht nur mit deutlichen Wohlfahrtsgewinnen, sondern auch mit wachsendem internationalem Einfluss und Selbstbewusstsein verbunden. Statt G-3 und G-7, sind G-2 und G-20 en vogue!

Doch die kapitalmarktbasierte Entwicklungsstrategie hat Schattenseiten. Der beschleunigte Entwicklungsprozess ist volatil, risikoreich und fraglich. Die Frequenz und Dimension von Krisen ist gestiegen: Die dritte Generation von Währungskrisenmodellen verbindet (scheinbar) gesunde Fundamentaldaten, spekulative Kapitalzuflüsse, Wechselkursstabilisierung, Überinvestition, schwache Finanzmarktregulierung und moralisches Risiko zu Boom- und Krisen-Zyklen, die mit der Flucht volatilen Kapitals in die sicheren Häfen der entwickelten Kapitalmärkte enden. Auch im jüngsten Krisenzyklus waren zahlreiche Aufstrebende Volkswirtschaften, wie Island, Lettland, Russland und Korea, von einer Krise der dritten Generation betroffen. Doch die Zäsur war nur kurz. Vor allem in Ostasien folgte eine beeindruckende Erholung, die auf künftige weltwirtschaftliche Hegemonie hindeuten scheint.

Wird die rasche kapitalmarktgetriebene Expansion so andauern, wie von den IWF-Prognosen in Abbildung 1 suggeriert? Zwar ist die Aufstrebende Welt, geführt von China und Ostasien, bei anhaltender Stagnation in der ersten Welt gestärkt aus der Krise hervorgegangen. Doch sind die strukturellen Verzerrungen erheblich, die sich auf der Grundlage historisch niedriger Zinsen in den entwickelten Volkswirtschaften und realer Wechselkursstabilisierung in der Aufstrebenden Welt aufgetan haben. Dies kann anhand von China und den USA verdeutlicht werden, die sich nach Ricardos Prinzip der komparativen Kostenvorteile in der Produktion von Industrie- und Finanzprodukten eng miteinander verwoben haben.

Vor der großen Krise begünstigte seit der Jahrtausendwende die langjährige Niedrigzinspolitik der Federal Reserve nicht nur einen Immobilien- und Finanzboom in den USA, sondern auch lebhaftes private Kapitalzuflüsse in Form von Direktinvestitionen und so genanntem »heißen Geld« in das Reich der Mitte. Diese brachten (neben vielen anderen Währungen) den chinesischen Yuan unter Aufwertungsdruck, dem sich die Peoples Bank of China damals wie heute aus vier Gründen mit aller Macht entgegenstemmt (vgl. McKinnon und Schnabl 2009).

Erstens, die Freigabe des Wechselkurses wäre mit einer Krise der Exportindustrie, steigender Arbeitslosigkeit und sozialen Unruhen verbunden. Zweitens, die Dollar-denominierten Auslandsguthaben, die auf der Grundlage persistenter Leistungsbilanzüberschüsse aufgehäuft wurden, würden entwertet. Drittens, bei historisch niedrigen Zinsen in den USA und sich verstetigenden Aufwertungserwartungen würde der chinesische Zins in die Nullzinsfalle gedrückt und damit (neue) Blasen begünstigt. Viertens, sobald die Regierung eine Aufwertung des Yuan signalisiert, wie dies zwischen Juli 2005 und August 2008 der Fall war, kann ohne Risiko auf die Aufwertung des Yuan gewettet werden. Eine Spekulationswelle würde losgetreten, die die Faktoren eins bis drei nochmals verstärkt.

Die chinesische Dollarbindung garantiert aus dieser Sicht in einem Umfeld zügelloser Kapitalmärkte Stabilität für die chinesische Volkswirtschaft, so wie dies seit langer Zeit durch Wechselkursbindungen intendiert und in Ländern mit unterentwickelten Gütermärkten, Kapitalmärkten und Institutionen sinnvoll ist. Zu Verzerrungen im internationalen Handel und chinesischen Binnenmarkt kommt es erst, weil sich zur nominalen Wechselkursstabilisierung die reale Wechselkursstabilisierung gesellt: Die Peoples Bank of China sieht sich wie viele Aufstrebende Länder gezwungen, die aus den immensen Kapitalzuflüssen und der Reservenakkumulierung resultierende Geldmengenexpansion mit Sterilisierungsoperationen zu neutralisieren, um – was notwendig und richtig ist – die Inflation unter Kontrolle zu halten.

Sterilisierung zu Marktkonditionen würde die Zinsen nach oben treiben, was neue unerwünschte spekulative Kapitalzuflüsse anziehen und die Sterilisierungskosten erhöhen würde. Deshalb werden im stark regulierten chinesischen Finanzmarkt die Geschäftsbanken gezwungen, niedrig verzinsten Mindestreserven bei der Zentralbank zu halten bzw. Zentralbankwertpapiere unter dem Marktzins anzukaufen (nicht marktbasierter Sterilisierung). Im Ergebnis wird der Marktzins niedrig gehalten, während sich das Kreditangebot verknappt. Der Finanzsektor wird fragmentiert.¹

¹ Die nicht marktbasierter Sterilisierung kann auch als Ursache für Leistungsbilanzüberschüsse gesehen werden (vgl. Freitag und Schnabl 2009). Die aggregierten Investitionen werden ausgebremst, was über den Sparinvestitions-Saldo den Leistungsbilanzüberschuss wachsen lässt.

Bei der gegebenen Überschussnachfrage nach Kapital kann über den staatlich kontrollierten Bankensektor das Kapitalangebot in den beschäftigungsintensiven Exportsektor gelenkt werden. Der chinesische Exportsektor dürfte deshalb nicht nur durch die reale Wechselkursstabilisierung, sondern auch aufgrund niedriger Zinsen stark subventioniert sein. Die ausländischen Direktinvestitionen, die durch niedrige Renditen in den großen Industrieländern in die Aufstrebende Welt getrieben werden, dürften weiter zum Aufblähen der chinesischen Exportindustrie beigetragen haben. Ebenso scheint der US-Finanzsektor, der von zügellosen chinesischen Käufen von Staatsanleihen profitiert, weit überdimensioniert. Die ricardianische Spezialisierung wurde aus dieser Sicht durch die sino-amerikanischen Makropolitiken über das gleichgewichtige Maß hinausgetrieben. Obwohl mit der jüngsten Krise eine Korrektur dieser Verzerrungen angemahnt ist, wurde diese durch expansive Geld- und Fiskalpolitiken vertagt.

Ähnliche Muster sind in Ländern mit großen Rohstoffsektoren zu beobachten, wo die Verzerrungen aus der spekulationsgetriebenen Rohstoffpreisexplosion und steigenden öffentlichen Budgetüberschüssen resultieren. Diese werden von (oft totalitären) Regierungen in politisch vielversprechende Wirtschaftszweige gelenkt. Kurz: Auf der Grundlage von Nahenullzinspolitiken in den Industrieländern und einer Tsunami von Carry Trades wurde in der Aufstrebenden Welt eine mächtige industrie- und strukturpolitische Manövriermasse geschaffen, die nicht durch Hayeks (1969) Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, sondern am »goldenen Zügel« von Regierungsbeamten gelenkt wird.

Dies führt zu der Frage, wie nachhaltig das kapitalmarktgetriebene Wachstum ist. Seit Mitte der achtziger Jahre ist beginnend in Japan im Verlauf einer Reihe von Krisen in Industrie- und Schwellenländern das Weltzinsniveau schrittweise gegen null gesunken. Die Konsequenz der beispiellosen Liquiditätsschwemme waren lokale Boom- und Krisen-Zyklen, die mit weiteren Zinssenkungen therapiert wurden (vgl. Hoffmann und Schnabl 2009). Das durchschnittliche nominale Zinsniveau in Japan, Euroland und den USA wurde gegen null und das reale Zinsniveau deutlich unter null gebracht.

Gemäß Hayeks (1935) Überinvestitionstheorie zur Entstehung gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen hat der von den großen Zentralbanken künstlich niedrig gehaltene globale Zins (*»perverse Elastizität des Kreditangebots«*) zu einer Verzerrung der Weltproduktionsstruktur geführt (vgl. Hoffmann und Schnabl 2009). Das Weltinvestitionsvolumen dürfte, finanziert durch Kreditschöpfung, weit über dem Weltsparevolumen liegen und damit zur Blasenbildung beigetragen haben. Die Verzerrungen können in einzelnen Sektoren einzelner Länder, wie z.B. der chinesischen Exportindustrie, dem US-Finanz- und Immobiliensektor, dem Bau-

sektor in Dubai oder den Rohstoffsektoren in vielen entlegenen Winkeln der Welt lokalisiert werden. Ebenso kann das beeindruckende, von der Phantasie neuer Märkte getriebene Wachstum der Schwellenländer an sich als große Blase gesehen werden. Seit der Jahrtausendwende hat sich das Dollar-BIP der Aufstrebenden Welt immerhin verdreifacht (vgl. Abb. 1)!

Nachdem in den Industrieländern bei Nullzins der geldpolitische Spielraum ausgeschöpft ist und bei schnell steigender Staatsverschuldung der finanzpolitische Spielraum schwindet, scheinen die Grenzen des kapitalmarktbasierten Wachstumsmodells absehbar. Kommt es zum Exit von Fed, Bank of Japan und EZB aus der überlockeren Geldpolitik, dann werden nicht nur die Investitionen in den Industrieländern, sondern auch der gesamte Aufholprozess der Aufstrebenden Welt einer neuen Messlatte unterworfen. Bei einer Verzögerung des Exits hätten Inflation und der reale Anstieg des Weltzinsniveaus die gleichen Folgen. Erst dann wird sich zeigen, welches der zahlreichen lokalen Wirtschaftswunder Wahrheit und welches Illusion ist.

Dann kommt auch das politische Machtgefüge zwischen Industrie- und Schwellenländern wieder auf dem Prüfstand. Die aus der Sicht von Hayek (1935) bevorstehende strukturelle Anpassungskrise dürfte die Aufstrebende Welt stärker treffen, weil das Weltwirtschafts- und -währungssystem asymmetrisch ist (vgl. Freitag und Schnabl 2009). Relativ stabilen Märkten und Institutionen in den Industrieländern stehen fragile Märkte und Institutionen in der Aufstrebenden Welt (einschließlich China) gegenüber. Die Flucht des globalen Kapitals zurück in die sicheren Häfen könnte das internationale wirtschaftliche und politische Machtgefüge zurück auf den Stand vor dem kapitalmarktbasierten Wachstumsmodell verschieben.

Literatur

- Belke, A., G. Schnabl und H. Zemanek (2009), »Real Convergence, Capital Flows, and Competitiveness in Central and Eastern Europe«, CESifo Working Paper 2835.
- Eichengreen, B. und R. Hausmann (1999), »Exchange Rates and Financial Fragility«, NBER Working Paper 7418.
- Freitag, St. und G. Schnabl (2009), »An Asymmetry Matrix in Global Current Accounts«, Stanford Center for International Development Working Paper 380.
- Hayek, F. von (1935), *Prices and Production*, 2. Auflage, Augustus M. Kelley, New York.
- Hayek, F. von (1969), »Wettbewerb als Entdeckungsverfahren«, in: F. Hayek von (Hrsg.), *Freiburger Studien*, Mohr-Siebeck, Tübingen, 249–265.
- Hoffmann, A. und G. Schnabl (2009), »A Vicious Cycle of Financial Market Exuberance, Panics and Asymmetric Policy Response – An Overinvestment View«, CESifo Working Paper 2855.
- Krugman, P. (2010), »Chinese New Year«, *New York Times*, 1. Januar.
- McKinnon, R. und G. Schnabl (2009), »The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion«, *China and the World Economy* 17, 1–32.
- World Bank (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, Oxford.



Michael Knogler*

Die neuen EU-Mitgliedstaaten in der Wirtschafts- und Finanzkrise: Ende des aufholenden Wachstums?

Eineinhalb Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise deuten die aktuellen Wirtschaftsdaten darauf hin, dass weltweit die Talsohle der Krise durchschritten ist. Nach einem Rückgang des BIP (Welt) von 0,8% im Jahr 2009 rechnet der IWF in seiner aktuellen Vorhersage vom Januar 2010 für das laufende Jahr mit einem Anstieg von 3,9%, für 2011 werden 4,3% prognostiziert. Während viele Schwellenländer einen vergleichsweise moderaten Rückgang des Wachstums zu verzeichnen hatten und nun wieder eine kräftige Zunahme der Wirtschaftsaktivitäten erwarten, wurden die neuen EU-Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa (EU-10) von der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise hart getroffen. Der wirtschaftliche Einbruch reicht in einigen der EU-10, insbesondere in den baltischen Ländern, in seiner Dimension fast an das Ausmaß der transformationsbedingten Übergangsrezession zu Beginn der neunziger Jahre heran.

Die Trendwende in der Wirtschaftsentwicklung war in diesen Ländern, die in den letzten Jahren deutlich höhere Wachstumsraten als die EU-15 erzielt hatten (vgl. Tab. 1), besonders ausgeprägt. Die baltischen Länder, Slowenien, die Slowakei, aber auch Rumänien (allerdings ausgehend von sehr hohem Niveau) erlitten einen massiven Wirtschaftseinbruch mit einem Rückgang der Wachstumsraten in der Größenordnung zwischen über 14 (Slowakei) und knapp 24 Prozentpunkten (Litauen) im zweiten Quartal 2009 gegenüber dem ersten Quartal 2008. Eine Sonderstellung nimmt Polen ein, das als einziges EU-Land die globale Krise mit positiven Wachstumsraten durchschritt. Während in den meisten EU-10 seit dem zweiten Quartal 2009 das rea-

* Dr. Michael Knogler ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Osteuropa-Institut, Regensburg.

Tab. 1
EU-10: Wirtschaftsentwicklung 2002–2011,
reale Veränderung gegen das Vorjahr in %

	2002–06 ^{a)}	2007	2008	2009	2010 ^{b)}	2011 ^{b)}
Tschechien	4,6	6,1	2,5	– 4,8	0,8	2,3
Ungarn	4,2	1,0	0,6	– 6,5	– 0,5	3,1
Polen	4,1	6,8	5,0	1,7	1,8	3,2
Slowakei	5,9	10,4	6,4	– 5,8	1,9	2,6
Slowenien	4,3	6,8	3,5	– 7,4	1,3	2,0
Estland	8,4	7,2	– 3,6	– 13,7	– 0,1	4,2
Lettland	9,0	10,0	– 4,6	– 18,0	– 4,0	2,0
Litauen	8,0	9,8	2,8	– 15,0	– 3,9	2,5
Bulgarien	6,0	6,2	6,0	– 5,9	– 1,1	3,1
Rumänien	6,2	6,3	6,2	– 7,1	0,5	2,6
EU-15	1,9	2,7	0,5	– 4,3	0,7	1,5

^{a)} Jahresdurchschnittliche Wachstumsrate. – ^{b)} Prognose.

Quelle: Eurostat.

le BIP wieder wächst, dauert die Rezession in den baltischen Ländern und auch in Ungarn noch an.

Der Prozess des aufholenden Wachstums in den EU-10 hat sich damit (mit Ausnahme Polens) vorerst umgekehrt. Auch für 2010 sehen die Prognosen einen weiteren Rückgang des BIP in den baltischen Ländern vor. Nur die Slowakei, Polen und auch Slowenien werden dann wieder leicht stärker als die EU-15 wachsen. Für 2011 werden für alle EU-10 höhere Wachstumsraten als in den EU-15 prognostiziert, das aufholende Wachstum fällt dann aber deutlich geringer aus als in der Periode ab 2002.

Modell des exportgeführten Wachstums

Bevor im Folgenden auf die wichtigsten Infektionswege der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise nach Osteuropa eingegangen wird, lohnt ein kurzer Blick auf das lange propagierte osteuropäische Aufholmodell eines exportorientierten Wachstums, mit dem die EU-10 an das Wohlstandsniveau der EU-Altmitglieder anschließen wollten (vgl. Vincentz und Knogler 2003, 101 ff.). Die Logik dieses Modells liegt darin, durch Exporterlöse ein hohes Investitionswachstum zu finanzieren, das seinerseits die gewünschten Produktivitätsfortschritte ermöglichen soll. Dies setzt zum einen voraus, dass der Welthandel dynamisch wächst und es den Ländern gelingt, Positionen in den Exportmärkten aufzubauen. Der Erfolg einer solchen Wachstumsstrategie hängt jedoch zum anderen auch davon ab, dass in wachsendem Maße eine heimische Bereitstellung von Vorprodukten und Diensten für diese Produktion erfolgt und damit der heimische Wertschöpfungsanteil an der Exportproduktion gesteigert wird. Geschieht dies nicht, bzw. steigen importierte Vorleistungen in gleichem Maße

oder gar noch stärker als die Exporte, müssen die hohen Investitionsziele (und auch der Konsum) nach unten revidiert werden, da ein Teil der ausländischen Finanzierung ausfallen wird. Ein solcher (erzwungener) Anpassungsprozess steht den EU-10 wohl nun bevor.

Das hohe Wachstum in den Jahren ab 2002 war nämlich von Zuflüssen ausländischer Investitionen und Kredite aus den westlichen Ländern abhängig. Als Folge dieser Abhängigkeit werden die EU-10 nun von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise besonders hart getroffen. Der Wirtschaftsboom ging mit wachsenden Importen einher. Diese führten zu hohen Defiziten in den Leistungsbilanzen, die nur durch massive Kapitalimporte zu finanzieren waren. Bis zum Ausbruch der Krise

bereitete diese Finanzierungslücke keine Probleme. Doch seit Geldgeber zunehmend im Zuge der Finanzkrise Risiken scheuen, gibt es eine Reihe von Infektionswegen, über die auch die EU-10 von den krisenhaften Entwicklungen eingeholt wurden (vgl. dazu und im Folgenden Knogler 2009).

Steigende Risikoprämien in den EU-10

Im Verlauf der Finanzkrise haben sich die Risikoauflagen auf Staatspapiere weltweit massiv erhöht. Am stärksten betroffen sind vor den lateinamerikanischen Emerging Markets die Nicht-EU-Länder Osteuropas (allen voran die Ukraine und Kasachstan). Aber auch in den EU-10 sind seit Herbst 2008 die Risikoprämien stark angestiegen, insbesondere in den Ländern, die hohe Anteile an Fremdwährungskrediten (siehe unten) und markante Leistungsbilanzdefizite und/oder hohe Staatsverschuldung aufweisen. Ebenfalls betroffen sind Länder mit fixen Wechselkursregimen, denn die Zweifel an der Überlebensfähigkeit solcher Regime treiben die Risikoprämien nach oben.

Mit Ausnahme von Ungarn sind die Ursachen für den Anstieg des Spreads vorrangig nicht fiskalischer Natur (vgl. Tab. 2, Spalte 6), sondern spiegelt eher die Befürchtungen wider, die Regierungen könnten mit hohen Verbindlichkeiten im Fall von Zusammenbrüchen von Banken oder Unternehmen konfrontiert werden. Dessen ungeachtet begrenzt die mit dem Anstieg der Risikoprämien verbundene erhebliche Erhöhung der Finanzierungskosten staatlicher Ausgabenprogramme den Spielraum der Fiskalpolitik bei der Bewältigung der Krise durch staatliche Ausgabenprogramme in diesen Ländern.

Umkehr der Kapitalströme

Bei allen länderspezifischen Unterschieden zeigt die Entwicklung in den EU-10 bereits im Vorfeld der Krise einige Gemeinsamkeiten auf. Die meisten dieser Länder wiesen große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und hohe Kapitalzuflüsse auf (vgl. Tab. 2, Spalte 2 und 3) (vgl. IWF 2009, 45 ff.). Das Leistungsbilanzdefizit war insbesondere in den baltischen Ländern, aber auch in Bulgarien und Rumänien sehr hoch. Dieses Defizit spiegelt die Notwendigkeit wider, vom Rest der Welt zu leihen. Wenn der Zugang zu internationalen Krediten versperrt oder erschwert ist, müssen die inländischen Ausgaben per Definition verringert werden. Aufgrund der relativ hohen Zinsen für Kredite in Inlandswährung erfolgte die Kreditvergabe in den meisten EU-10 zum überwiegenden Teil in Fremdwährungen.¹ Vor dem Hintergrund der starken Abwertungen in den Ländern mit floatenden Wechselkursregimen, wie etwa Ungarn, waren vor allem die Haushalte mit einem plötzlichen Anstieg ihrer Schuldenverpflichtungen (in nationaler Währung) konfrontiert.

Mit der Verschlechterung der Refinanzierungsmöglichkeiten des Bankensektors bei seinen internationalen Müttern hat sich das Kreditwachstum in den EU-10 seit Beginn der Finanzkrise rapide verlangsamt und damit zum massiven Einbruch der Produktion beigetragen. Das gilt für die baltischen Staaten Estland und Lettland, in denen das Kreditwachstum bereits seit zwei Jahren kontinuierlich sinkt. Aber auch

für die meisten anderen EU-10 zeichnet sich eine Stagnation oder gar Rückgang der Kreditvergabe ab (vgl. FitchRatings 2009, 8). Moderater verlief die Entwicklung der Kreditvergabe in den letzten Jahren in Tschechien und Polen, so dass hier auch die Wirkungen einer möglichen Kreditklemme geringer ausfallen sollten.

Globale Rezession trifft die exportabhängigen EU-10

In den letzten zwei Jahrzehnten haben sich die EU-10 im Rahmen ihrer exportgeführten Wachstumsstrategie stark in die europäische Arbeitsteilung integriert. Niedrige Lohnkosten, räumliche Nähe und qualifizierte Arbeitnehmer eröffneten die Möglichkeiten, beachtliche Wachstumsraten in Zulieferindustrien für Westeuropa zu erzielen. Zudem konnten viele Länder mit immer höherwertigen Endprodukten auf den westeuropäischen Märkten Fuß fassen. Innerhalb der EU-10 sind Tschechien, Ungarn, Slowenien und die Slowakei besonders exportabhängige Wirtschaften. So betrug im Jahr 2008 in Slowenien die Exportquote 62,5% des BIP, in Tschechien (66,9%), Ungarn (69,6%) und der Slowakei (74,3%) werden noch höhere Werte erreicht (vgl. Tab. 3). Diese Länder sind eng mit den europäischen Wirtschaften (hier wiederum mit der Wirtschaft Deutschlands) verflochten. Weniger exportabhängig sind vor allem Rumänien, Lettland und Polen mit einer Exportquote von rund 30%.

¹ Bei der Entwicklung der Fremdwährungskredite in den EU-10 hat auch die Mitgliedschaft in der EU eine wichtige Rolle gespielt, indem der Zugang zu diesen Krediten erleichtert und die Glaubwürdigkeit der Wechselkursregime durch die Perspektive des baldigen Eurobeitritts gestärkt wurde (vgl. Rosenberg und Tirpak 2008).

Die immer stärkere Konjunkturabhängigkeit zwischen West- und Osteuropa erklärt, warum die im Zuge der weltweiten Rezession stark einbrechende Auslandsnachfrage nunmehr in hohem Maße die besonders exportabhängigen

Tab. 2
Finanzindikatoren

	Leistungsbilanzsaldo 2008, % des BIP	Nettoposition gegenüber BIS-Banken, % des BIP, 2008Q3	Anteil Auslands- banken, 2006	Anteil Fremdwäh- rungskredite, April 2009	Budgetdefizite 2007–2008, % des BIP	Risikoaufschläge Staatsanleihen, in Prozentpunkten, März 2009
Tschechien	– 3,1	– 13	84,7	13,4	– 1,0	3,6
Ungarn	– 7,8	– 48	82,9	66,3	– 4,2	6,4
Polen	– 5,5	– 14	74,2	33,9	– 2,9	3,7
Slowakei	– 6,3	– 22	97,0	3,9 ^{a)}	– 2,0	1,3
Slowenien	– 5,9	– 53	29,3	6,0 ^{a)}	– 0,2	1,3
Estland	– 9,2	– 63	99,1	86,7	– 0,1	7,2
Lettland	– 13,2	– 58	63,3	91,0	– 1,8	11,9
Litauen	– 11,6	– 40	91,8	66,9	– 2,1	8,5
Bulgarien	– 24,4	– 35	80,1	57,7	0,8	7,0
Rumänien	– 12,6	– 30	87,9	63,9	– 4,0	7,5

^{a)} Nicht-Euro-Währungen.

Quelle: IWF; Eurostat; Erste Group; WIIW; EBRD; Handelsblatt.

Tab. 3
Abhängigkeit des Wachstums vom Außenhandel

	Exportquote (Exporte in % des BIP) 2008	Exportwachstum		
		2002–2007, jahresdurchschn. in %	2008 ^{a)}	2009 ^{a)}
Tschechien	66,9	17,0	11,2	– 18,6
Ungarn	69,6	13,8	5,2	– 23,4
Polen	31,6	18,6	11,7	– 21,7
Slowakei	74,3	22,8	13,6	– 22,8
Slowenien	62,5	14,9	5,6	– 23,1
Estland	53,0	17,2	4,5	– 27,8
Lettland	29,7	20,2	13,2	– 20,8
Litauen	49,8	17,7	28,5	– 31,5
Bulgarien	44,8	17,4	13,1	– 26,4
Rumänien	24,5	15,0	13,7	– 18,5

^{a)} Gegenüber Vorjahreszeitraum in %.

Quelle: Eurostat.

Länder der EU-10 trifft. Lediglich Polen und Rumänien sind groß genug, um stabilisierende Effekte der Inlandsnachfrage nutzen zu können. Hinzu kommt, dass der Handel der exportabhängigen Länder stark auf konjunkturabhängige Branchen wie die Automobil- und Elektroindustrie spezialisiert ist.

Als Folge des wirtschaftlichen Einbruchs in Europa und insbesondere in Deutschland, das besonders heftig unter dem Einbruch der weltweiten Nachfrage zu leiden hat, hat sich die überaus dynamische Entwicklung des Außenhandels der EU-10 mit hohen Wachstumsraten bei den Exporten (aber auch Importen) in den letzten Jahren in kurzer Zeit umgekehrt. Seit Herbst 2008 brechen die Exporte, trotz zum Teil massiver Abwertungen, in allen EU-10 dramatisch ein, wobei hinsichtlich der Wirkung auf die Gesamtentwicklung zu berücksichtigen ist, dass die Exporte einen hohen Importanteil aufweisen und daher die Effekte auf die Bruttowertschöpfung wesentlich geringer sind.

Der hohe Anteil konjunkturabhängiger Industrien sowohl am Außenhandel als auch an der Industrieproduktion verschärft den Einfluss der wegbrechenden Auslandsnachfrage auf die Wirtschaftsentwicklung. Deutlich wird dies an der Entwicklung der Industrieproduktion, die seit Herbst 2008 massiv einbricht. Der Index der Industrieproduktion sank bis zum Frühjahr 2009, vergleichbar der Entwicklung in Deutschland, auch in den EU-10 um rund 20%. Geringer fällt der Einbruch in Polen und Rumänien aus, die deutlich weniger exportabhängig sind. Besonders betroffen sind innerhalb der Industrie wiederum die exportintensiven Industrien, wie die Kfz-Produktion, die etwa in der Slowakei zum Jahresende 2008 um über 50% unter dem Niveau zu Jahresbeginn 2008 lag.

Ende des aufholenden Wachstums?

Es ist kaum vorstellbar, dass der massive Produktionseinbruch in den EU-10 im Zuge der globalen Finanzkrise keine Auswirkungen auf das mittel- und langfristige Wachstumspotential dieser Länder hat. Zum einen ist vor dem Hintergrund des kreditfinanzierten Technologieimports als dominanter Entwicklungsstrategie eine Reduzierung des Potentialwachstums sehr wahrscheinlich, da der Einfluss der Umkehr der Kapitalflüsse auf das künftige Investitionswachstum besonders ausgeprägt ist. Westliche Kreditgeber könnten wegen erhöhter Risikoaversion auch mittelfristig ihre Auslandsengagements in Mittel- und Osteuropa deutlich zurückfahren. Diese Gefahr ist allerdings für die EU-10 als Mitglieder der EU (und perspektivisch der Eurozone) deutlich geringer als etwa für die

GUS-Staaten.² Betroffen sind vor allem Länder mit ausgeprägten makroökonomischen Ungleichgewichten und starker Abhängigkeit von Auslandsbanken, wie die baltischen Länder, oder auch Länder mit hohen strukturellen öffentlichen Defiziten, wie Ungarn.

Zum anderen könnte eine anhaltend schwache Arbeitsnachfrage zu einem Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit führen, da die Qualifikation der Arbeitslosen vor dem Hintergrund der notwendigen Umstrukturierungsprozesse entwertet wird. Schließlich stehen einige Länder vor Anpassungen in einer Reihe von Branchen, wie der Automobilindustrie oder Bauwirtschaft, die durch den Kreditboom der letzten Jahre überproportional expandierten.

Eine Projektion des Potentialwachstums der Europäischen Kommission zeigt für einige Mitgliedstaaten einen dramatischen Rückgang dieser Größe in den kommenden Jahren (vgl. European Commission 2009, Graph II.1.10, S. 32). In den baltischen Staaten sinkt das Potentialwachstum von bisher 5 bis 6% auf rund 1 bis 2%, in Ungarn von 3 bis 4% auf unter 1%. Aber auch in den anderen EU-10 verringert sich der Abstand des Potentialwachstums gegenüber den Altmitgliedern. Damit der Konvergenzprozess wieder in Gang kommt, sind nun vor allem strukturelle Reformen zur Steigerung des Produktivitätswachstums vordringlich. Sind die hohen Technologieimporte nicht mehr wie im bisherigen Umfang möglich, ergeben sich Produktivitätsfortschritte im Wesentlichen durch eine verbesserte Allokation. Die Krise bietet auch eine Chance, Wachstumsbarrieren abzubauen und über

² Kurzfristig schwächt die Wirtschaftskrise in jedem Fall die Investitionen, da die Finanzierungskosten hoch sind und die Kreditvergabe stark rückläufig ist.

Produktivitätssteigerungen die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Ein Nachlassen im Reformprozess, auch das verdeutlicht die Projektion der Kommission, würde zu weiteren Einbußen im Potentialwachstum führen.

Literatur

European Commission (2009), *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7/2009, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf.

FitchRatings (2009), *Emerging Europe Growth Outlook, Special Report*, April. IWF (2009), *Regional Economic Outlook: Europe – Addressing the Crisis*, World Economic and Financial Surveys, Washington DC.

Knogler, M. (2009), »Die osteuropäischen EU-Mitglieder im Griff der Wirtschafts- und Finanzkrise«, *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 120(2), 27–33.

Rosenberg, C.B., und M. Tirpak (2008), »Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU«, IMF Working Paper WP/08/17.

Vincenz, V. und M. Knogler (2003), *Szenarien der mittelfristigen Konvergenz der EU-Beitrittsländer Polen, Slowakische Republik und Ungarn*, Arbeiten aus dem Osteuropa-Institut München, Working Papers Nr. 244. März.



Klaus-Jürgen Gern*

Die Schwellenländer können auch bei schwachem Wachstum der Industrieländer kräftig expandieren

Die Krise der Weltwirtschaft im Gefolge der Finanzmarkturbulenzen im September 2008 zeichnet sich dadurch aus, dass sie, anders als die übrigen größeren Erschütterungen des Weltfinanzsystems in der Nachkriegszeit, ihren Ursprung nicht in den Schwellenländern hatte, sondern in den USA, dem langjährigen Hauptmotor der Weltwirtschaft, sowie einigen anderen Industrieländern. Die noch im Oktober 2008 vorherrschende Einschätzung, dass die Schwellenländer insgesamt sich aufgrund zumeist solider Finanzsektoren und allgemein günstiger Fundamentalfaktoren als robust gegenüber der zu erwartenden Rezession in den Industrieländern erweisen würden, bestätigte sich indes nicht. Eine Abkopplung der Konjunktur in den Schwellenländern von der Entwicklung in den Industrieländern war in der Phase des wirtschaftlichen Einbruchs nicht zu verzeichnen. Kaum ein Land konnte sich dem Abwärtszog entziehen; vielmehr fiel die gesamtwirtschaftliche Produktion in zahlreichen Schwellenländern um die Jahreswende 2008/09 sogar noch rascher als in den Industrieländern.

Die Jahre vor der Finanzkrise waren durch ein rasches Produktionswachstum in der Weltwirtschaft insgesamt gekennzeichnet. Gewichtet auf der Basis von Kaufkraftparitäten erhöhte sich das globale Bruttoinlandsprodukt von 2003 bis 2007 mit einer Rate von jahresdurchschnittlich fast 5% – deutlich stärker als im mittelfristigen Trend, der wohl bei knapp 4% liegt.¹ An diesem Boom der Weltwirtschaft, der

* Dr. Klaus-Jürgen Gern ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

¹ Die Schätzung des Wachstumstrends der Weltwirtschaft hat sich durch die schwere Rezession des Jahres 2009 stark verändert, denn die Werte am aktuellen Rand haben in den Berechnungen, die üblicherweise mit Hilfe statistischer Filterverfahren (wie z.B. dem Hodrick-Prescott-Filter) vorgenommen werden, ein besonders hohes Gewicht, selbst wenn dieses Endpunktproblem durch das Hinzufügen von Prognosewerten zu mildern versucht wird. So lag der Wachstumstrend im Jahr 2008 nach einer Schätzung auf Basis der im Frühjahr 2008 verfügbaren Daten bei 4,4%, auf Basis der im Frühjahr 2009 erkennbaren Entwicklung hingegen nur noch bei 3,7% (vgl. Gern et al. 2009).

wesentlich durch die niedrigen Zinsen in den USA gefördert wurde, hatten die Schwellenländer insgesamt einen überproportionalen Anteil. Ihre Wirtschaft expandierte deutlich rascher als zuvor, und zwar in allen Teilen der Welt. Allerdings lassen sich erhebliche Unterschiede in der Qualität des Wachstums erkennen. Auf der einen Seite stehen Länder, in denen die wirtschaftliche Expansion in großen Teilen vom Export getragen wurde, wo sich hohe Außenhandelsüberschüsse entwickelten und die Exporterlöse sowie etwaige Kapitalzuflüsse zum Aufbau enormer Währungsreserven genutzt wurden. Zu diesen Ländern gehören insbesondere die asiatischen Schwellenländer, zuvörderst China, aber auch die großen lateinamerikanischen Länder, die nach zwei Jahrzehnten immer wiederkehrender Währungskrisen auf eine Politik makroökonomischer Stabilität setzten. Auf der anderen Seite stehen vor allem Länder, insbesondere in Mittel- und Osteuropa, die institutionell, politisch und wirtschaftlich stark an reife Industrieländer gebunden sind, deren Wirtschaftspolitik sich jedoch als mit dieser Beziehung nicht vereinbar erwies. Ähnlich wie in den asiatischen Schwellenländern vor der Asienkrise kam es hier – gefördert durch ein Regime (weitgehend) fester Wechselkurse² – zu massiven Kapitalzuflüssen, einer stark zunehmenden Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten in ausländischer Währung, einem Boom bei Immobilienpreisen und Aktienkursen und einer die inländischen Produktionsmöglichkeiten weit übersteigenden Binnennachfrage, letztlich also zu hohen Leistungsbilanzdefiziten und einer drastischen Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition. Eine Zwischenposition nehmen zum einen Indien und die Türkei ein, wo sich zwar erhebliche Leistungsbilanzdefizite herausbildeten, die Verschuldung des privaten Sektors jedoch nur moderat stieg und nur wenig in ausländischer Währung vorgenommen wurde, zum anderen Russland, wo dank der hohen Rohstoffpreise zwar massive Außenhandelsüberschüsse erwirtschaftet wurden, sich gleichzeitig jedoch Immobilienpreisblasen und beträchtliche Risiken im Finanzsektor herausbildeten.

Warenhandel und Finanzströme als Ansteckungskanäle

Die Übertragung des Virus der wirtschaftlichen Probleme von den Industrieländern zu den Schwellenländern erfolgte in erster Linie durch zwei Kanäle: Zum einen brachen die Exporte ein, zum anderen gingen die Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer stark zurück. Die einzelnen Schwellenländer waren diesen Schocks in unterschiedlichem Maße ausgesetzt, je nach Integrationsgrad in den internationalen Handel, Bedeutung von Rohstoffexporten, Ausmaß

an kurzfristig fälligen Auslandsschulden oder Leistungsbilanzsituation.

Der Rückgang des Welthandels im Winterhalbjahr 2008/09 war enorm. In realer Rechnung belief er sich nach den Zahlen des CPB World Trade Monitor allein in den drei Monaten von November bis Januar auf nicht weniger als 17% (nicht annualisiert) und war damit stärker als während des ersten Jahres der Weltwirtschaftskrise 1929/30. Vom Einbruch des Welthandels waren die Länder tendenziell besonders betroffen, die in großem Umfang in die internationale Arbeitsteilung eingebunden sind. Dies ist insbesondere im asiatischen Raum der Fall, wo die Wachstumsstrategie der Ausrichtung der Produktion auf Exportmärkte seit langem dominierende Politik ist und um die Jahreswende 2008/09 Rückgänge bei den Exporten um 25 (China) bis nahezu 50% (Taiwan) im Vergleich zum Vorjahr verzeichnet wurden. In den mittel- und osteuropäischen Ländern der EU ist der Grad der Offenheit ebenfalls sehr hoch (vgl. Tab. 1). Allerdings gehen hier die Exporte in besonders hohem Maße als Teil eines internationalen Produktionsverbunds mit Importen einher, rückläufige Exporte führen daher gleichzeitig zu geringeren Importen, weshalb die Wirkung sinkender Exporte auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schwächer ausfällt, als es das Ausmaß des Exportrückgangs für sich genommen vermuten ließe.³

Ein geringeres Maß an Offenheit besteht infolge der über viele Jahre verfolgten Importsubstitutionspolitik in den meisten Ländern Lateinamerikas. Problematisch ist hier allerdings

³ Als Maß für die Anfälligkeit für Außenhandelsschocks wäre dem Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt daher der Anteil der Wertschöpfung in den Exporten am Bruttoinlandsprodukt vorzuziehen, eine Größe, die freilich in der Regel nicht verfügbar ist.

Tab. 1
Exporte verschiedener Schwellenländer
in Prozent des BIP im Jahr 2007

	Exporte in Prozent des BIP
China	37,5
Indien	21,1
Korea	45,6
Taiwan	73,5
Thailand	73,1
Malaysia	110,3
Brasilien	13,7
Mexiko	28,2
Argentinien	24,5
Russland	30,3
Polen	40,7
Tschechien	80,1
Ungarn	80,5
Estland	73,0

Quelle: IMF; Berechnungen des Autors.

² Bulgarien und Estland haben im Rahmen eines Currency Board auf jegliche geldpolitische Autonomie verzichtet, Lettland und Litauen haben sich auf die Verteidigung des Wechselkurses in einem sehr engen Band verpflichtet.

der vergleichsweise hohe Anteil von Rohstoffen an den Exporten. Denn ein weiterer Schock ging vom Verfall der Rohstoffpreise aus, die sich, ausgehend von dem Mitte 2008 erreichten Rekordniveau, innerhalb eines halben Jahres nahezu halbierten. Während die Mehrzahl der Schwellenländer als Nettorohstoffimporteure von dieser Entwicklung profitierte, waren die meisten lateinamerikanischen Länder, und darüber hinaus vor allem in Russland und die OPEC-Länder, von dem preisbedingten Rückgang der Exporterlöse negativ betroffen.

Auf der finanziellen Seite wurden die Schwellenländer dadurch belastet, dass sich die Neigung internationaler Investoren, ihr Kapital in den Schwellenländern anzulegen, drastisch verringerte. Hierzu trug zum einen ein scharfer Anstieg des *home bias*⁴ von Investoren und Finanzinstitutionen aus den Industrieländern bei, die in dem Bemühen ihre Liquiditätssituation zu verbessern, ihre Auslandsanlagen reduzierten. In die gleiche Richtung wirkte die Tatsache, dass Anlagen in Schwellenländern in der akuten Phase der Finanzkrise als deutlich riskanter eingeschätzt wurden als zuvor. In einem Standardmodellrahmen ist eine verringerte Verfügbarkeit von internationalem Finanzkapital mit einem geringeren Produktionsniveau verbunden und setzt die Währungen in den Schwellenländern unter Druck.⁵ Eine Abwertung ist dabei ein zweischneidiges Schwert: Zum einen dämpft sie den Produktionsrückgang durch eine Verbesserung der Nettoexporte⁶, zum anderen dämpft sie die Binnennachfrage dadurch, dass sich die Last von Schulden in ausländischer Währung erhöht. So ist eine Abwertung für Länder mit hoher Verschuldung in Fremdwährung per saldo mit beträchtlichen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden.

Ausgeprägte wirtschaftspolitische Reaktion zündete frühzeitig die Erholung

Während viele mittel- und osteuropäische Länder ebenso wie Russland versuchten eine Abwertung der heimischen Währung zu vermeiden und zu diesem Zweck in der Phase der akuten Krise zum Teil sogar eine Straffung der Geldpolitik vornahmen, ließen die meisten übrigen Schwellenländer eine Abwertung ihrer Währung zu, beteiligten sich an der Ausweitung der Liquidität zur Stützung des weltweiten Finanzsystems und senkten ihre Zinsen im Akkord mit den Industrieländern zumeist in raschem Tempo. Da die Bankbilanzen in den meisten Schwellenländern (außer-

halb Russlands und Mittel- und Osteuropas) dank einer vor dem Hintergrund der historischen Erfahrungen vorsichtigen Anlagestrategie und/oder staatlicher Regulierungen gesund waren und die Kreditnachfrage kaum durch übermäßige Verschuldung im privaten Sektor gebremst wurde, erwies sich die Geldpolitik in der Regel als wirksames Instrument zur Ankurbelung der Konjunktur. Zudem verbesserten sich für die Schwellenländer mit soliden makroökonomischen Fundamentaldaten die Rahmenbedingungen von Seiten der Weltfinanzmärkte bereits Anfang 2009 wieder spürbar, als die Risikoprämien für Anleihen dieser Länder wieder deutlich sanken und sich Währungen und Aktienmärkte deutlich erholten. Nicht zuletzt kam in vielen Ländern eine stark expansive Finanzpolitik hinzu, die mit Konjunkturprogrammen die Nachfrage anregte. Besonders rasch und deutlich reagierten die Regierungen in China, Südkorea und Indonesien.

Der kräftige wirtschaftspolitische Impuls hat wesentlich dazu beigetragen, dass die Produktion im asiatischen Raum besonders früh begann, wieder zu expandieren. Hier lag die Industrieproduktion am Ende des Jahres 2009 wieder um nahezu 20% über ihrem Niveau von Mitte 2008, und sie hat sich ihrem mittelfristigen Wachstumspfad bereits wieder angenähert. Der konjunkturelle Vorlauf der asiatischen Länder zeigt sich deutlich in der Importentwicklung im Vergleich zu den Weltimporten insgesamt. Während die Veränderungsrate über die jeweils letzten drei Monate im Fall der asiatischen Schwellenländer bereits im April des vergangenen Jahres wieder positiv wurde, war dies für die Welt insgesamt erst im Juli der Fall. Demgegenüber weisen die Exporte der asiatischen Schwellenländer ein sehr ähnliches Profil auf wie die Weltexporte insgesamt, was darauf schließen lässt, dass von der Nachfrage in Asien im Frühjahr 2009 ein Impuls für die Weltkonjunktur ausging. Weitaus weniger dynamisch und zeitlich stärker im Einklang mit der Entwicklung in den Industrieländern verlief die Erholung in Lateinamerika und in den europäischen Schwellenländern, zu denen insbesondere die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der EU, Russland und die Türkei zählen. Hier wurde das Niveau der Industrieproduktion von vor der Krise noch um knapp 5 bzw. sogar reichlich 10% unterschritten.⁷

Eine weitere Entkopplung des Wachstums von den Industrieländern ist möglich

Insgesamt setzte die Expansion der Produktion in den Entwicklungs- und Schwellenländern früher ein und fiel

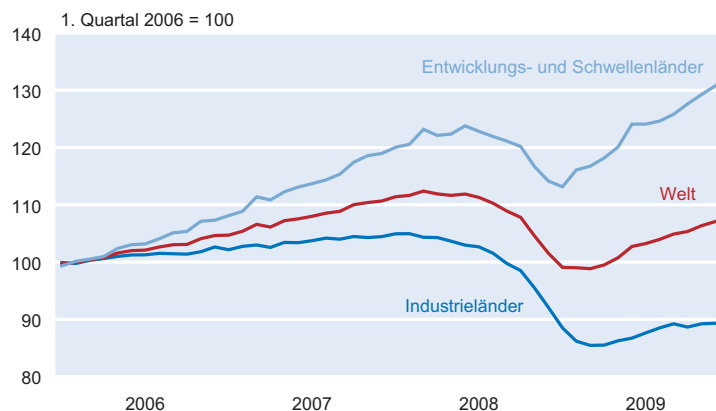
⁴ Als *home bias* wird die empirische festgestellte Neigung von Investoren bezeichnet, Anlagen im Heimatland überzugewichten.

⁵ Für eine Analyse der Wirkungen der Finanzkrise auf die Schwellenländer in einem einfachen Modellrahmen vgl. Blanchard, Faruquee und Das (2010).

⁶ Dies ist allerdings nicht notwendigerweise der Fall, sondern nur dann gesichert, wenn die sog. Marshall-Lerner-Bedingung gilt, d.h. die Preiselastizitäten der Nachfrage nach Export- bzw. Importgütern hinreichend groß sind.

⁷ Allerdings verdeckt die Durchschnittsbildung über regionale Ländergruppen ein enormes Maß an Heterogenität: So befinden sich in der Ländergruppe der europäischen Schwellenländer sowohl Länder, die von der Finanzkrise besonders hart getroffen wurden, wie die baltischen Staaten, als auch mit Polen eines der wenigen Länder, das im Winterhalbjahr 2008/09 keinen nennenswerten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität zu verzeichnen hatte.

Abb. 1
Weltindustrieproduktion 2006–2009



Quelle: CPB World Trade Monitor; Berechnungen des Autors.

kräftiger aus als in den Industrieländern. So überschritt die Industrieproduktion in den Entwicklungs- und Schwellenländern ihr Vorkrisenniveau bereits im Sommer 2009 und lag am Jahresende bereits rund 5% darüber, während sie in den Industrieländern erst zur Jahresmitte begann, sich nennenswert zu erholen, und der krisenbedingte Rückgang, der sich auf insgesamt 20% belief, erst zu einem geringen Teil wieder wettgemacht worden ist (vgl. Abb. 1).

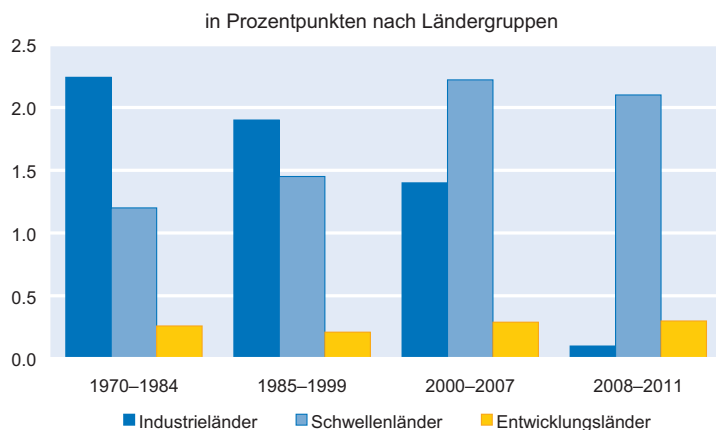
Es stellt sich die Frage, ob die Schwellenländer den vor der Krise erreichten Wachstumspfad werden weiter verfolgen können, auch wenn die Nachfrage in den Industrieländern, wie sich abzeichnet, infolge der Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten von dem nun erreichten niedrigeren Niveau aus über längere Zeit mit nur moderatem Tempo expandiert. Während dies für die (kleinere) Gruppe der Länder, in denen ebenfalls

eine Konsolidierung der Vermögenspositionen erforderlich ist, sicher nicht gilt, könnte die Antwort für die überwiegende Gruppe der Schwellenländer lauten: durchaus! Bereits über die vergangenen Jahrzehnte haben das Gewicht der Schwellenländer in der Weltwirtschaft und die Bedeutung dieser Ländergruppe für das weltwirtschaftliche Wachstum stetig zugenommen, und unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Prognosen für die weltwirtschaftliche Entwicklung in diesem und im nächsten Jahr dürfte sich diese Tendenz noch verstärkt haben (vgl. Abb. 2). Zu bedenken ist dabei, dass schon vor der Finanzkrise der Handel der Schwellenländer untereinander ein wichtiger Wachstumsfaktor war, auch wenn die für die Endnachfrage produzierten Güter schließlich doch zu großen Teilen in den Industrieländern verbraucht wurden.

Notwendig für eine stärkere Abkoppelung der Schwellenländer vom Wachstum in den Industrieländern auf die mittlere Frist ist jedoch eine Stärkung der Binnennachfrage vor allem in den großen Schwellenländern, deren Wachstum bislang in erheblichem Maße exportgetrieben war. Sie ist im Zuge der wirtschaftspolitischen Stimuli zwar auf den Weg gebracht worden. Problematisch ist allerdings, dass in China, dem Land, das aufgrund seiner Größe eine besonders große Bedeutung zukommt, der Aufschwung zunächst vor allem durch eine starke Zunahme der Investitionen erreicht wurde, die inzwischen mit 45% einen größeren Anteil am Bruttoinlandsprodukt beanspruchen als der Konsum. Hier drohen inzwischen Überkapazitäten und Fehlinvestitionen, die die wirtschaftliche Entwicklung belasten würden. Für eine mittelfristig

ausgeglichenerer Struktur des Wachstums wären Maßnahmen erforderlich, die die Konsumneigung der privaten Haushalte erhöhen. Mit einer deutlichen Ausweitung der Ausgaben für das Gesundheitssystem beinhaltet das Konjunkturpaket neben den kurzfristigen Anreizprogrammen zur Förderung des Kaufs von dauerhaften Konsumgütern (insbesondere Autos) ein Element, das in diese Richtung wirkt. Weitere Schritte in Richtung des Aufbaus eines sozialen Sicherungssystems (Altersversorgung, Krankenversicherung) oder Subventionen für die Ausbildung (bis hin zur freien Schulbildung) würden die exzessiv hohe Sparquote ebenfalls reduzieren und ein von der Binnennachfrage getragenes hohes Wachstum in China fördern.

Abb. 2
Beitrag zum Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts



Quelle: IMF; Berechnungen und Prognosen des Autors.

Literatur

Gern, K.-J., N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2009), »Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel«, Weltkonjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462, 38–40.

Blanchard, O., H. Faruquee und M. Das (2010), »The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries« (vorläufige Fassung), http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/spring2010_blanchar.pdf.