

Winkler, Adalbert; Vogel, Ursula

Working Paper

Finanzierungsstrukturen und makroökonomische Stabilität in den Ländern Südosteuropas, der Türkei und in den GUS-Staaten

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 122

Provided in Cooperation with:

Frankfurt School of Finance and Management

Suggested Citation: Winkler, Adalbert; Vogel, Ursula (2009) : Finanzierungsstrukturen und makroökonomische Stabilität in den Ländern Südosteuropas, der Türkei und in den GUS-Staaten, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 122, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/27889>

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.

Frankfurt School – Working Paper Series

No. 122

**Finanzierungsstrukturen
und makroökonomische Stabilität
in den Ländern Südosteuropas,
der Türkei und in den GUS-
Staaten**

by Adalbert Winkler and Ursula Vogel *

* Das Working Paper basiert auf einem Gutachten, das im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen erstellt wurde. Es berücksichtigt Daten, die bis zum 1. April 2009 vorlagen und wurde am 15. April 2009 abgeschlossen. Wir danken Ioana Dumitrescu für ihre Unterstützung bei der Sammlung und Aufbereitung der Daten.

Zusammenfassung

Im vergangenen Jahrzehnt gingen beträchtliche Kapitalströme aus den entwickelten Volkswirtschaften mit einem starken Kreditwachstum in den Ländern des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS einher. Dennoch konnten fast alle Länder der Region – ungeachtet ihrer unterschiedlichen Ausgangspositionen – die erste Phase der weltweiten Finanzkrise gut meistern. Nach dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* waren jedoch weder die vor Ort tätigen Auslandsbanken noch Leistungsbilanzüberschüsse und Währungsreserven in der Lage, makroökonomische Stabilität in der Region zu garantieren. Am Beispiel der Region zeigt sich daher erneut, dass es einer multilateralen Strategie der globalen Finanzsystemintegration bedarf, um die Stabilität des internationalen Finanzsystems zu sichern.

Abstract

Within the last decade sizeable capital inflows from mature economies were accompanied by rapid financial deepening in the Western Balkans, Turkey and the CIS. Notwithstanding their considerably different initial positions most countries sustained financial stability in the first period of the financial crisis. But after the failure of *Lehman Brothers* neither the strategy of inviting fit and proper foreign banks nor the strategy of self-protection via current account surpluses and foreign exchange reserve accumulation provided a guarantee for macroeconomic stability. Thus, the experience of the region provides another example for the need of a multilateral strategy for financial integration and globalization to ensure the stability of the international financial system.

Key words: financial structure, financial integration, credit growth, financial crisis

JEL classification: F33, F34, F36, G21, O16

ISSN: 14369753

Contact:

Adalbert Winkler
Centre for Development Finance
Frankfurt School of Finance & Management
Sonnemannstr.9-11
60314 Frankfurt am Main
a.winkler@frankfurt-school.de

Ursula Vogel
Centre for Development Finance
Frankfurt School of Finance & Management
Sonnemannstr.9-11
60314 Frankfurt am Main
u.vogel@frankfurt-school.de

Inhaltsverzeichnis

<i>Non-technical summary</i>	III
1. Einführung	1
2. Fakten und Verwundbarkeiten: Finanzsystementwicklung und Kapitalzuflüsse in Südosteuropa, der Türkei und den GUS-Staaten vor der Finanzkrise.....	4
2.1 Kapitalzuflüsse und starkes Kreditwachstum	4
2.2 Makroökonomische Verwundbarkeiten: Hohe Leistungsbilanzdefizite und steigende Inflation.....	7
2.3 Finanzielle Verwundbarkeiten: Kredit- und Währungsrisiken.....	12
2.4 Szenarien vor dem August 2007: Finanz- und Währungskrise, langanhaltender Anpassungsprozess mit niedrigem Wachstum, Konvergenz	15
3. Sonderfall westlicher Balkan: Finanzsystementwicklung auf der Basis ausländischer, EWU-Banken	16
3.1 Reaktion auf die Währungs- und Finanzkrisen der 90er Jahre: Der Eintritt ausländischer, EWU-Banken in die Bankensysteme des westlichen Balkans.....	16
3.2 Traditionelle Vor- und Nachteile ausländischer Banken als Träger der heimischen Finanzsystementwicklung	20
3.3 Evidenz für die Länder des westlichen Balkans.....	20
4. Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten	23
4.1 Die Finanzkrise: eine kurze Zusammenfassung in Etappen	23
4.2 Vorteile der Finanzsystementwicklung auf der Basis ausländischer, EWU Banken: eine informationsökonomische Analyse.....	25
4.3 Zugriffsmöglichkeiten auf den internationalen lender of last resort	31
4.4 Der westliche Balkan, die Türkei und die GUS-Staaten vor und nach Lehman Brothers.....	32
5. Schlussfolgerungen und wirtschaftspolitische Konsequenzen.....	39
6. Annex	V

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Konvergenzprozess im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten, 2007 vs. 2000	1
Abbildung 2: Währungsreserven 2007 vs. 2000 (in Prozent des BIP)	6
Abbildung 3: Veränderung des Quotienten aus Krediten an den privaten Sektor/BIP	7
Abbildung 4: Leistungsbilanzdefizite (in Prozent des BIP)	9
Abbildung 5: Inflationsraten 2006 - 2008.....	9
Abbildung 6: Anteil säumiger Kredite am gesamten Kreditportefeuille (in Prozent).....	13
Abbildung 7: Anteil von Krediten in ausländischer Währung an den Gesamtkrediten	13
Abbildung 8: Nettoauslandsforderungen der Bankensysteme des westlichen Balkans, der Türkei und der GUS-Staaten	22
Abbildung 9: Die Finanzkrise – eine schematische Darstellung	24
Abbildung 10: Stilisierte Bilanz der Diamond-Dybvig Bank	26
Abbildung 11: Stilisierte Bilanz der Diamond-Dybvig Bank in einem internationalen Finanzsystem	27
Abbildung 12: Verlauf der Wechselkurse der Länder des Westbalkans (indexiert)	29
Abbildung 13: Stilisierte Bilanz der Bankensysteme des westlichen Balkans aus Sicht des Diamond-Dybvig Modells	30
Abbildung 14: Zinssätze am russischen Geldmarkt (in Prozent)	33
Abbildung 15: Währungsreserven der kasachischen Nationalbank (in Mrd. USD)	33

Abbildung 16: Westlicher Balkan, Türkei und GUS-Staaten – Entwicklung der Zinsdifferenz zu US-Staatsschuldtiteln (in Basispunkten).....	34
Abbildung 17: Nettoposition der russischen Zentralbank und des russischen Bankensystems gegenüber dem Ausland.....	36
Abbildung 18: Inflation und Wechselkurs, Prozentuale Veränderungen von Sept. 2008 – Feb. 2009.....	38

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Private Bruttokapitalflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften (in Mrd. USD).....	1
Tabelle 2: Zentrale Unterschiede zwischen den Ländern des Westbalkans, der Türkei und den GUS-Staaten.....	2
Tabelle 3: Bruttokapitalströme in die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten	5
Tabelle 4: Anteil des privaten Sektors an den Bruttoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (in Prozent).....	5
Tabelle 5: Forderungen und Verbindlichkeiten des privaten Sektors gegenüber dem Ausland (in Mrd. USD).....	5
Tabelle 6: Exportwachstum, Importwachstum und reale Austauschverhältnisse.....	8
Tabelle 7: Salden der Staatshaushalte (in Prozent des BIP)	10
Tabelle 8: Erwerbs- und Vermögenseinkommen: Ausgaben aufgrund von Direktinvestitionen ..	11
Tabelle 9: Finanzkrisen im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten, 1997- 2001.....	17
Tabelle 10: Veränderungen der Eigentümerstruktur der Bankensysteme im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten	19
Tabelle 11: Kredite an private Haushalte sowie Anzahl der Filialen in den Bankensystemen im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten	21
Tabelle 12: Verbindlichkeiten des privaten und öffentlichen Sektors in den Staaten des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten an BIZ berichtende Banken in ausgewählten Staaten Westeuropas (in Prozent des BIP der Staaten in der Region, 2007)	23
Tabelle 13: Westlicher Balkan, Türkei und GUS-Staaten - Wechselkursentwicklung	34
Tabelle 14: Maßnahmen der Zentralbanken und Regierungen in den Staaten des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers....	36

Annex

Tabelle 15: Übersicht über wichtige Ein- und Ausfuhr Güter (2007)	V
Tabelle 16: Bruttoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (einschließlich Direktinvestitionen), (in Prozent des BIP)	VI
Tabelle 17: Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland in Form von Portfolioinvestitionen und anderen Anlagen (in Mrd. USD).....	VII
Tabelle 18: Bankeinlagen in ausländischer Währung und Verbindlichkeiten von Banken gegenüber dem Ausland.....	VIII
Tabelle 19: Marktanteile westlicher Banken in den Bankensystemen des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten, 2007	IX

Financial structures and macroeconomic stability in the Western Balkans, Turkey and the CIS

Non-technical summary

Between the early 2000s and August 2007, countries in the Western Balkans, Turkey and the CIS received sizeable capital inflows, leading to rapid financial deepening and strong output growth. The Western Balkan countries and Turkey recorded substantial current account deficits, while the evidence was more mixed in the CIS countries due to strong positive terms of trade effects following increases in the prices of oil, gas and metal. In 2006/2007, reflecting increasing supply constraints and the global rise in energy and food prices, all the countries in the region faced rising inflationary pressures. Risks to financial stability rose substantially as banks expanded credit to businesses and households on a large scale. Moreover, in many countries loans to the private sector were denominated in foreign currency to a significant extent.

In the western Balkans, subsidiaries of parent banks in the euro area became the intersection of capital inflows from mature economies and rapid financial deepening (institutional integration). Foreign entry was much more subdued and delayed in the other countries, in particular Kazakhstan and Russia. Thus, traditional interbank lending from banks in mature economies to banks and businesses in the countries concerned was the main form of financial integration.

The increasing presence of interlinked ownership structures between banks in the euro area and the Western Balkans was supposed to foster financial stability in the host countries, as they replaced weak and poorly governed state-owned and private banks. Euro area banks were also seen as a kind of self-protection against the risks of international illiquidity arising from sudden stops or capital flow reversals. Parent banks' large-scale equity and debt investment would signal to individual depositors the safety and liquidity of their deposits, also reflecting parent banks' assumed ability to engage in support lending in times of crisis. By contrast, other countries, for example Russia, opted for the build-up of foreign exchange reserves via current account surpluses to fight sudden stops in the absence of an international lender of last resort.

Events during the first period of the current financial crisis, between August 2007 and the collapse of Lehman Brothers in September 2008, seemed to confirm the stability benefits of interlinked ownership structures. Banking sectors in Kazakhstan and Russia recorded substantial outflows of funds, triggering central bank interventions. By contrast, capital flows to the Western Balkan countries were largely unaffected. Indeed, the slight increase in risk aversion following the events of August 2007 was welcomed as a first step leading to a gradual decline in credit growth and overheating pressures, thereby pushing growth and current account deficits to more sustainable levels.

Financial turmoil caused by a sudden stop of capital flows returned to the Western Balkans in September 2008. With parent banks scrambling for liquidity, the global financial crisis undermined the validity of two key assumptions the benefits of institutional integration between banking sectors in mature and emerging markets had been built on: the stability of the parent banks and scenarios of financial crises originating in emerging markets.

As a result, the stability of banking sectors in the Western Balkans rests on the stability of the respective parent banks. Thus, stability is based on access to the European Central

Bank's lender of last resort facilities and the rescue packages prepared by home countries' governments. By contrast, Russia and Kazakhstan have to rely on their massive foreign exchange reserves to provide domestic banking sectors with the liquidity needed.

Rising interest rates and the deteriorating outlook for economic activity, with output growth becoming strongly negative, will lead to a significant deterioration in loan portfolio quality. Against this background, parent banks, local governments and international financial institutions have been engaging in joint efforts to stabilize banking sectors and macroeconomic conditions in the Western Balkans, in some ways substituting for and mimicking the missing international lender of last resort. These efforts should be supported and must be successful for three reasons:

1. To prevent financial and economic collapse in the Western Balkans.
2. To prevent an irreparable damage to the reputation of euro area banks and the Western economic model in the host countries' region, with possibly strong contagion effects on the European financial system as a whole.
3. To demonstrate that financial integration with mature economies based on interlinked ownership structure can be a reasonable option for emerging economies to integrate into the international financial system.

The financial and economic crisis that spread to the region after *Lehman Brothers* indicates that neither the strategy of inviting fit and proper foreign banks nor the strategy of self-protection via current account surpluses and foreign exchange reserve accumulation provide a guarantee for financial stability in an integrated global financial system.

Against this background a multilateral strategy for financial integration and a reform of the global monetary system are called for. The multilateral strategy for financial integration has to be based on two pillars: an international lender of last resort and the strengthening of regulation and supervision of the global financial system. On both counts the G-20 summit has made considerable progress. The reform of the global monetary system is needed to ensure that emerging markets can safely pursue a growth strategy that allows them to run current account deficits.

Lack of progress in reform will validate the financial integration strategies pursued by countries like Russia and China suggesting that only export-led growth and reserve accumulation provide a safety cushion against sudden stops of capital flows. Simple accounting identities reveal that there have to be countries running deficits. As the United States has been urged to reduce its deficit, the question arises which countries will form the counterpart to emerging markets' surpluses. As long as this question remains unanswered there is a considerable risk of increasing trade and financial protectionism, including begging-thy-neighbour exchange rate policies.

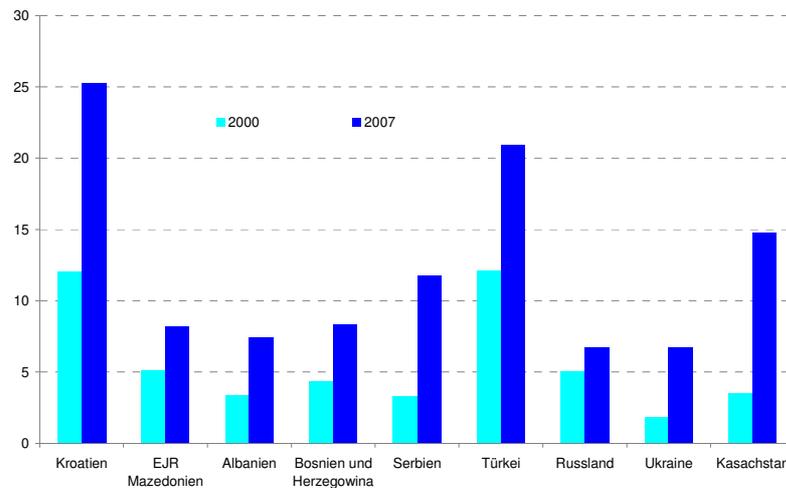
The world saw a crisis coming. Just not this one.
Ricardo Hausmann, 2009

1. Einführung

Das erste Jahrzehnt des neuen Jahrhunderts schien das Jahrzehnt der Konvergenz zu werden: zum ersten Mal seit den siebziger Jahren erzielten aufstrebende Volkswirtschaften über mehrere Jahre deutlich höhere Wachstumsraten als die Industriestaaten und konnten damit den Abstand zu den Pro-Kopf-Einkommen in den entwickelten Ländern verringern (Martin und Winkler 2009). Dies galt auch für die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten (Abbildung 1).¹

Abbildung 1: Konvergenzprozess im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten, 2007 vs. 2000

Pro-Kopf Einkommen (in Prozent des Pro-Kopf Einkommens in den Vereinigten Staaten)



Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

Der Konvergenzprozess wurde von einer zunehmenden Integration aufstrebender Volkswirtschaften in das internationale Finanzsystem begleitet. Dabei erreichten die Bruttokapitalströme in diese Märkte neue historische Höchststände (Tabelle 1).²

Tabelle 1: Private Bruttokapitalflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften (in Mrd. USD)

	1980-89	1990-99	2000-07	2006	2007
Bruttokapitalzuflüsse*	15,6	173,8	542,6	902,4	1440,2
Bruttokapitalzuflüsse					
• westlicher Balkan**	-	-	6,4 [#]	10,6	-
• Türkei	-	-	26,2 [#]	58,7	-
• GUS-Staaten***	-	-	36,3	123,8	266,9

* Argentinien, Brasilien, Chile, China, Kolumbien, Tschechische Republik, Ungarn, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Singapur, Südafrika, Taiwan, Thailand, Türkei und Venezuela.

** Kroatien, EJR Mazedonien, Albanien, Bosnien und Herzegowina.

*** Russland, Ukraine, Kasachstan

= 2000 - 2006

Quelle: Turner (2008, S. 1), Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen.

¹ Die Länder des westlichen Balkans sind Kroatien, EJR Mazedonien, Albanien, Bosnien und Herzegowina, Kosovo, Montenegro und Serbien. Die in diesem Bericht behandelten GUS-Staaten sind Russland, die Ukraine und Kasachstan.

² Vgl. auch Cardelli et al. (2007).

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften verbesserten sich zudem die Fundamentaldaten und damit die Aussichten für einen nachhaltigen Wachstumsprozess: Gestützt durch eine exportorientierte Wachstumsstrategie (Asien) und steigende Rohstoffpreise (rohstoffreiche Volkswirtschaften) wurden Leistungsbilanzdefizite verringert bzw. in Überschüsse transformiert, die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland abgebaut, Währungsreserven akkumuliert, sowie Staatsdefizite und Staatsschuldenstand – ausgedrückt in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) – reduziert. Lediglich in den rohstoffarmen Ländern des „aufstrebenden Europas“ (emerging Europe) gingen hohe Wachstumsraten mit steigenden Leistungsbilanzdefiziten³ und einem Anstieg der Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland einher. Lehrbuch gerecht floss Kapital von den reichen in die armen Staaten, brutto wie netto (Mihaljek 2008, Herrmann und Winkler 2008). Der Wachstumsprozess wurde folglich von der Binnennachfrage getrieben, die von einer kräftigen Ausweitung der Kreditvergabe der Banken in der Region angekurbelt wurde. Schon lange vor der aktuellen Finanzkrise wurden daher Zweifel an der Nachhaltigkeit des auf Kapitalzuflüssen aufbauenden Wachstumsmodells im aufstrebenden Europa geäußert (Eichengreen and Choudhry 2005, Sorsa et al. 2007).

Dieses Gutachten verfolgt das Ziel zu klären, inwieweit die gegenwärtige Finanzkrise in der Region eine Folge der speziellen Finanzierungsstrukturen darstellt, die sich im aufstrebenden Europa seit Beginn dieses Jahrzehnts entwickelt haben. Der regionale Fokus liegt dabei auf den Ländern, die nicht der EU angehören, also den Ländern des westlichen Balkans, der Türkei und den großen GUS-Staaten Russland, der Ukraine und Kasachstan.⁴

Tabelle 2: Zentrale Unterschiede zwischen den Ländern des Westbalkans, der Türkei und den GUS-Staaten

	EU-Perspektive	Transformation	Rohstoffreichtum
Westbalkan	X	X	
Türkei	X		
GUS-Staaten		X	X

Quelle: eigene Zusammenstellung

Die einzelnen Länder(gruppen) sind durch erhebliche institutionelle, wirtschaftshistorische und strukturelle Unterschiede gekennzeichnet (Tabelle 2):

- *EU-Perspektive.* Die Staaten des westlichen Balkans und die Türkei haben eine EU-Perspektive. Sie sind entweder Kandidatenländer für den EU-Beitritt (Kroatien, EJR Mazedonien, Türkei) oder haben eine von der EU zugesagte Beitrittsperspektive (Albanien, Bosnien und Herzegowina, Kosovo, Montenegro, Serbien).
- *Transformation von der Plan- zur Marktwirtschaft.* Die Staaten des westlichen Balkans sowie der GUS sind Transformationsstaaten, die Anfang der neunziger Jahre den Weg von der Plan- zur Marktwirtschaft beschritten haben.⁵

³ Südafrika ist eine der wenigen aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb Europas, die seit 2003 steigende Leistungsbilanzdefizite zu verzeichnen hatte.

⁴ Im Folgenden wird dafür zur Kennzeichnung dieser Ländergruppen der Begriff „Region“ verwendet.

⁵ Die Unterschiede zwischen den ökonomischen Systemen des ehemaligen Jugoslawiens, Albanien und der GUS-Staaten sollen mit dieser Gleichsetzung nicht negiert werden. Sie erscheinen angesichts der grundsätzlichen Umgestaltung in Richtung Marktwirtschaft jedoch von weitaus geringerer Relevanz als die Unterschiede zu dem weitgehend marktwirtschaftlich verfassten System der Türkei.

- *Rohstoffreichtum.* Russland und Kasachstan sind rohstoffreiche Staaten, die über große Vorräte an Öl und Gas, ihre bei weitem wichtigsten Exportgüter, verfügen.⁶

Ein weiterer Unterschied besteht in der Eigentümerstruktur der heimischen Bankensysteme. Zu beobachten sind

- ein von ausländischen Banken, insbesondere aus dem Eurowährungsgebiet (EWU) getragenes Bankensystem in den Ländern des Westbalkans,⁷
- ein türkisches Bankensystem, das trotz wachsender Bedeutung ausländischer Banken weitgehend von heimischen Instituten dominiert wird, sowie
- eine relativ heterogene institutionelle Zusammensetzung der Bankensektoren in den GUS-Ländern, wobei in Russland staatliche, in Kasachstan private, heimische Institute dominieren. Bis zur Mitte des Jahrzehnts galt dies auch für die Ukraine, ehe EWU-Banken verstärkt in den Markt eintraten.

Banken stellen das wichtigste Scharnier zwischen grenzüberschreitenden Finanztransaktionen und der Entwicklung des heimischen Finanzsektors dar. Denn Banken treten als Intermediäre sowohl zwischen Gebietsfremden und Inländern als auch zwischen einheimischen Unternehmen und Haushalten auf.

Im Folgenden wird geprüft, ob und inwieweit diese Unterschiede die Finanzierungsstrukturen der betroffenen Volkswirtschaften beeinflussten. Dabei wird wie folgt vorgegangen. Abschnitt 2 beginnt mit einer Zusammenfassung der Fakten über Ausmaß und Form der Kapitalzuflüsse sowie der Finanzsektorentwicklung in der Region seit Beginn des Jahrzehnts. Anschließend werden die wachsenden makroökonomischen Verwundbarkeiten, die erhebliche Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite sowie der Anstieg der Inflation, und die finanzwirtschaftliche Risiken, die Geschwindigkeit des Kreditwachstums sowie der hohe Anteil von Fremdwährungskrediten analysiert. Bereits vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise wurden daher mit Blick auf die zukünftige ökonomische Entwicklung in der Region drei Szenarien intensiv diskutiert: (1) eine Währungs- und Finanzkrise, die dem asiatischen Beispiel von 1997 folgt; (2) eine lang anhaltende Anpassungsstagnation, wie sie in Portugal seit Anfang dieses Jahrzehnts zu beobachten ist, und (3) ein gelungener Konvergenzprozess.

Der dritte Abschnitt beschäftigt sich mit der zentralen Besonderheit der Finanzierungsstrukturen in den Ländern des westlichen Balkans, nämlich der Dominanz ausländischer Banken, die nach den Finanzkrisen Ende der neunziger Jahre in die Bankenmärkte eintraten. Diese überwiegend aus der EWU stammenden Institute wurden zum Knotenpunkt der Kapitalzuflüsse und zu Trägern jenes rapiden Kreditwachstums, das als Ursache zunehmender Risiken für die makroökonomische und finanzielle Stabilität identifiziert wurde.

Abschnitt 4 widmet sich der Situation seit dem Ausbruch der Turbulenzen auf den Geld- und Finanzmärkten der entwickelten Volkswirtschaften. Im Mittelpunkt steht eine informationsökonomisch geprägte Analyse der Stabilitätsrisiken in der Region, wie sie sich aus den unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen ergeben. Auf dieser Basis wird

⁶ Die Ukraine (Metalle) und Montenegro (Aluminium) weisen eine ähnlich starke Konzentration ihrer Exportstruktur auf, sind jedoch nicht als rohstoffreich zu bezeichnen. Der Annex enthält Informationen über die wichtigsten Ein- und Ausfuhrüter der Länder in der Region (Tabelle 15).

⁷ Dies entspricht den institutionellen Grundlagen des Bankensystems in den mittel-, südosteuropäischen und baltischen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union.

erklärt, warum die Staaten des westlichen Balkans bis zum Zusammenbruch von *Lehman Brothers* von der Krise nur marginal betroffen waren, während in den GUS-Staaten erste Auswirkungen bereits im August 2007 eintraten. Mit der Globalisierung der Finanzkrise seit Herbst 2008 sind alle aufstrebenden Volkswirtschaften betroffen. Es lässt sich jedoch zeigen, dass die unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen in der Region

- die Transmission der Ansteckungseffekte aus den entwickelten Volkswirtschaften erheblich beeinflusst haben und immer noch beeinträchtigen,
- die Fähigkeit der betroffenen Volkswirtschaften beeinflussen, makroökonomische Stabilität unter den krisenhaften Bedingungen finanzieller Globalisierung zu gewährleisten.

Die Studie schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse und den sich daraus ergebenden wirtschaftspolitischen Konsequenzen.

2. Fakten und Verwundbarkeiten: Finanzsystementwicklung und Kapitalzuflüsse in Südosteuropa, der Türkei und den GUS-Staaten vor der Finanzkrise

2.1 Kapitalzuflüsse und starkes Kreditwachstum

Die Staaten des Westbalkans, die Türkei und die GUS-Staaten erlebten seit Anfang des Jahrzehnts einen starken Anstieg der Kapitalzuflüsse in ihre Volkswirtschaften. Dies lässt sich sowohl anhand der Kapitalbilanz (Tabelle 3) als auch anhand des Auslandsvermögensstatus ablesen.⁸ In Kroatien und Kasachstan waren die Kapitalzuflüsse so hoch, dass – ausgedrückt in Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) – die Bruttoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, einschließlich der Direktinvestitionen, trotz kräftigen Wirtschaftswachstums deutlich von 74,2 Prozent auf 174,2 Prozent des BIP (Kroatien) und 86,1 auf 114,6 Prozent des BIP (Kasachstan) anstiegen (Tabelle 16). In allen Ländern, mit Ausnahme Kasachstans, wuchs dabei der Anteil der Direktinvestitionen an den Gesamtverbindlichkeiten, während Portfolioinvestitionen und andere Anlagen an Bedeutung verloren (Kasten 1).

⁸ Die Zahlungsbilanz und ihre Teilbilanzen sind keine Bilanzen im eigentlichen Sinne, weil sie Stromgrößen (hier: Kapitalzuflüsse in einem Jahr) erfassen. Bilanzen stellen jedoch Forderungen und Verbindlichkeiten zu einem Stichtag gegenüber. Gegenüber dem Ausland werden sie im Auslandsvermögensstatus erfasst, der daher die eigentliche Bilanz gegenüber dem Ausland darstellt.

Tabelle 3: Bruttokapitalströme in die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kroatien	in Mrd. USD	2,84	2,35	3,40	6,94	5,03	4,45	8,23	9,69
	in % des BIP	15,44	11,84	14,79	23,46	14,12	11,45	19,18	18,90
EJR Mazedonien	in Mrd. USD	0,35	0,41	0,00	0,24	0,43	0,60	0,54	n.a.
	in % des BIP	9,80	12,04	0,03	5,09	7,93	10,35	8,49	n.a.
Albanien	in Mrd. USD	0,27	0,33	0,25	0,30	0,53	0,40	0,71	n.a.
	in % des BIP	7,30	8,10	5,54	5,20	7,25	4,87	7,75	n.a.
Bosnien und Herzegowina	in Mrd. USD	0,77	0,36	0,73	0,94	1,07	1,42	1,14	3,02
	in % des BIP	13,55	5,95	10,90	11,18	10,67	13,13	9,25	19,93
Türkei	in Mrd. USD	16,30	-2,50	10,63	10,01	23,48	40,42	58,66	n.a.
	in % des BIP	6,15	-1,30	4,60	3,29	5,98	8,37	11,10	n.a.
Russland	in Mrd. USD	-11,37	-4,50	3,34	28,28	37,53	54,40	71,85	202,00
	in % des BIP	-4,38	-1,47	0,97	6,55	6,34	7,12	7,27	15,66
Ukraine	in Mrd. USD	-0,47	1,46	-0,47	1,09	7,69	16,01	18,97	38,24
	in % des BIP	-1,50	3,85	-1,12	2,17	11,85	18,59	17,56	27,00
Kasachstan	in Mrd. USD	0,91	3,47	3,97	5,68	9,03	10,33	32,94	26,65
	in % des BIP	5,00	15,69	16,12	18,40	20,92	18,09	40,66	25,41

Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

In allen Ländern der Region nahm der Anteil des privaten Sektors, also von Banken sowie Unternehmen und Haushalte, an den Gesamtverbindlichkeiten erheblich zu (Tabelle 4). Neben Direktinvestitionen stiegen auch die Kapitalzuflüsse in Form von Wertpapieren und anderen Anlagen. Folglich stieg die Nettoverschuldung des privaten Sektors gegenüber dem Ausland kräftig (Tabelle 5).⁹ In Kroatien und der Türkei war es vor allem die Realwirtschaft, die ihre Nettoverschuldungen gegenüber dem Ausland ausweitete; in Kasachstan der Bankensektor. In Russland und der Ukraine erhöhten Banken und die Realwirtschaft gleichermaßen die Nettoverschuldungen des privaten Sektors gegenüber dem Ausland (Tabelle 5).

Tabelle 4: Anteil des privaten Sektors an den Bruttoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (in Prozent)

	Kroatien	EJR Mazedonien	Türkei	Russland	Ukraine	Kasachstan
2000	62,2	65,1*	57,9	38,1	60,8***	82,0
2007	89,0	74,5**	71,5**	93,1**	82,1**	98,7

* = 2003, ** = 2006, *** = 2001

Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

Tabelle 5: Forderungen und Verbindlichkeiten des privaten Sektors gegenüber dem Ausland (in Mrd. USD)

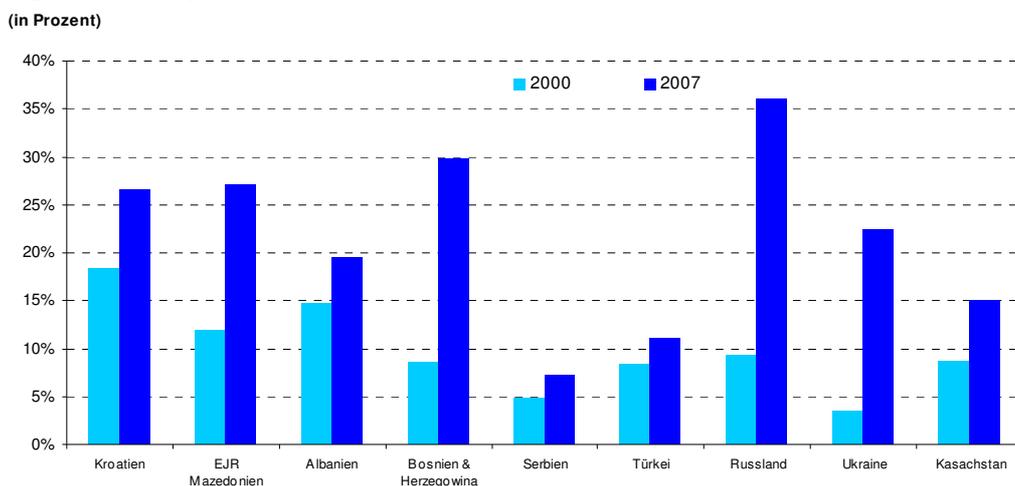
	Kroatien		EJR Mazedonien		Türkei		Russland		Ukraine		Kasachstan	
	2000	2007	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2001	2006	2000	2007
Wertpapieranlagen												
Forderungen	0,09	4,43	0,00	0,00	0,00	3,11	1,27	9,28	0,03	0,07	0,07	4,63
Verbindlichkeiten	0,15	3,34	0,00	0,11	8,35	34,20	12,46	227,20	0,76	6,54	0,15	13,92
Saldo	-0,06	1,10	0,00	-0,11	-8,35	-31,09	-11,19	-217,93	-0,73	-6,48	-0,08	-9,29
Andere Anlagen												
Forderungen	3,83	9,29	0,44	1,32	24,21	64,76	64,32	106,01	2,79	9,42	1,58	30,50
Verbindlichkeiten	5,55	31,55	0,29	1,39	60,29	122,71	25,54	217,03	10,23	33,54	2,67	60,94
Saldo	-1,72	-22,26	0,15	-0,07	-36,08	-57,94	38,77	-111,03	-7,44	-24,12	-1,10	-30,43

Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

⁹ Lediglich in der EJR Mazedonien war – bis 2006 – eine nur gedämpfte Zunahme der Nettoverschuldungen in beiden Kategorien festzustellen.

Die Kapitalzuflüsse waren fast ausschließlich in ausländischer Währung denominated, also vor allem in Euro (westlicher Balkan) und US-Dollar (Türkei, GUS-Staaten), so dass der private Sektor in der Region in erheblichem Umfang offene Währungspositionen aufbaute.¹⁰ Der staatliche Sektor erhöhte dagegen seine Forderungen in fremder Währung zum Teil kräftig, überwiegend in Form von Währungsreserven (Abbildung 2), und wurde in vielen Ländern zu einem Nettogläubiger gegenüber dem Ausland (Tabelle 17).

Abbildung 2: Währungsreserven 2007 vs. 2000 (in Prozent des BIP)

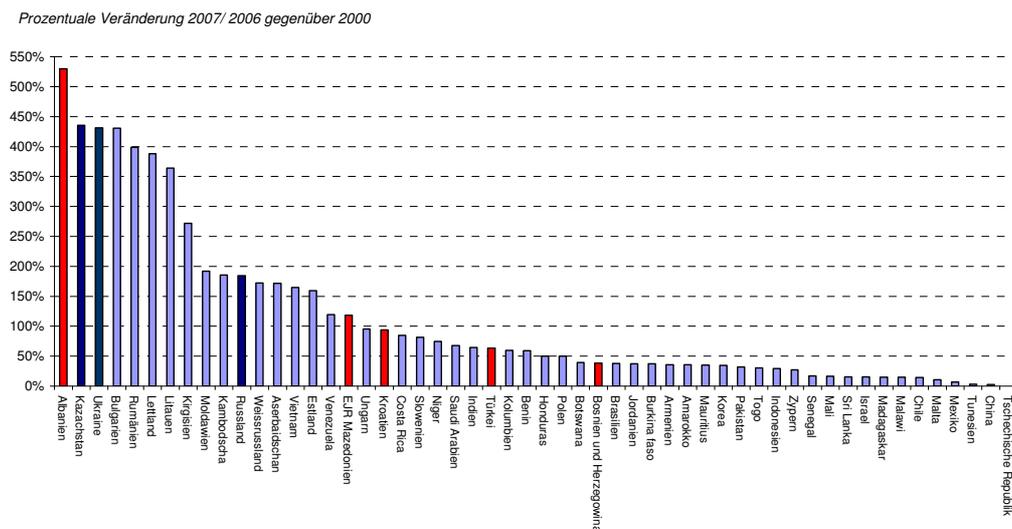


Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

Parallel zum Anstieg der Bruttoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland expandierte der heimische Finanzsektor. Indikatoren wie der Quotient aus Gesamtaktiva des Bankensystems zum BIP, der Monetisierungsgrad (Geldmenge M2/BIP) oder die Kapitalisierung der Aktienmärkte (in Prozent des BIP) zeigten steil nach oben. Besonders ausgeprägt – auch im Vergleich zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften (Bundesbank 2008) – fiel jedoch das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor aus: Die jährliche reale Wachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Haushalte lag im Durchschnitt der Jahre 2004 – 2007 zwischen knapp 15 Prozent (Kroatien) und mehr als 50 Prozent in Albanien (Árvai, Driessen and Otter-Robe, 2009), so dass sich der Quotient aus ausstehenden Krediten des Bankensystems an den privaten Sektor zum BIP in vielen Ländern mehr als verdoppelte (Abbildung 3).

¹⁰ In der Literatur wird dieses Verhalten, sich nicht in der eigenen, sondern in einer fremden Währung zu verschulden als „original sin“ bezeichnet (Eichengreen und Hausmann 1999).

Abbildung 3: Veränderung des Quotienten aus Krediten an den privaten Sektor/BIP



Anmerkung: Länder des westlichen Balkans und die Türkei in rot, GUS-Länder in dunkelblau. Die Reihenfolge wird von der Wahl des Basisjahres stark beeinflusst. Zum Beispiel spiegelt das niedrige Wachstum in der Tschechischen Republik die Restrukturierungs- und Konsolidierungsmaßnahmen im Bankensektor zu Beginn des Jahrzehnts wider. Seit 2003/2004 lagen die jährlichen Wachstumsraten der Kreditvergabe an den privaten Sektor in der Tschechischen Republik jedoch auf einem ähnlich hohen Niveau wie in anderen mittel- und osteuropäischen Ländern.

Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

2.2 Makroökonomische Verwundbarkeiten: Hohe Leistungsbilanzdefizite und steigende Inflation

Kapitalzuflüsse und starkes Kreditwachstum leiteten zu Beginn des Jahrzehnts in allen Ländern einen kräftigen Aufschwung ein.¹¹ Einkommen und Produktion verzeichneten hohe Wachstumsraten. Die Beschäftigung stieg, während die Arbeitslosenquote sank. Seit der Mitte des Jahrzehnts sahen sich die Länder der Region jedoch zunehmend mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und steigenden Inflationsraten konfrontiert, die die Nachhaltigkeit des Wachstumsprozesses in Frage stellten.

Der dynamische Wachstumsprozess führte in allen Ländern der Region zu einer erheblichen Steigerung der Importe (Tabelle 6). Aufgrund steigender Rohstoffpreise wuchsen die Exportvolumina in den GUS-Staaten jedoch weiterhin kräftig. In Russland und Kasachstan führte diese Verbesserung der realen Austauschverhältnisse (terms of trade) zu weiterhin hohen Handelsbilanzüberschüssen.¹²

¹¹ In der EJR Mazedonien begann der Wachstumsprozess allerdings erst 2006/2007. Wengleich es dafür mehrere Erklärungen gibt, fällt auf, dass das Land bei der Öffnung des Finanzsektors gegenüber ausländischen Investoren im Vergleich zu den anderen Ländern des westlichen Balkans hinterherhinkte; vgl. dazu auch Cottarelli et al. (2005).

¹² Beck et al. (2007) zeigen am Beispiel Russlands, wie stark die Handels- und damit die Leistungsbilanz von den Änderungen der Austauschverhältnisse als Folge steigender Öl- und Gaspreise beeinflusst wurde.

Tabelle 6: Exportwachstum, Importwachstum und reale Austauschverhältnisse

	Exporte (in Mrd. USD)		Importe (in Mrd. USD)		Durchschn. Wachstumsrate der Exporte 2000 2007* (in % pro Jahr)	Durchschn. Wachstumsrate der Importe 2000 2007* (in % pro Jahr)	Handelsbilanzsaldo				Reales Austausch- verhältnis** 2007
	2000	2007	2000	2007			(in Mrd. USD)		(in Prozent des BIP)		
Kroatien	4.57	12.62	-7.77	-25.56	1.16	1.19	-3.20	-12.93	-17.37	-25.23	105.46
EJR Mazedonien	1.32	2.40	-2.01	-3.68	1.10	1.11	-0.69	-1.29	-19.19	-20.14	120.17
Albanien	0.26	0.79	-1.07	-2.92	1.21	1.18	-0.81	-2.12	-22.37	-23.30	81.68
Bosnien und Herzegowina	1.13	4.24	-3.89	-9.95	1.21	1.14	-2.76	-5.70	-48.38	-37.61	104.90
Serbien	1.65	8.86	-3.23	-17.69	1.28	1.28	-1.58	-8.83	-18.14	-22.16	120.80
Türkei	30.72	91.94	-52.68	-133.18	1.20	1.17	-21.96	-41.24	-8.28	-7.80	96.85
Russland	105.03	355.47	-44.86	-223.42	1.19	1.26	60.17	132.04	23.17	10.24	165.49
Ukraine	15.72	49.84	-14.94	-60.41	1.18	1.22	0.78	-10.57	2.49	-7.46	141.57
Kasachstan	9.29	48.35	-7.12	-33.21	1.27	1.25	2.17	15.14	11.87	14.44	133.73

Quelle: Internationaler Währungsfonds, National Bank of Serbia, eigene Berechnungen

* geometrisches Mittel der jeweiligen vorliegenden jährlichen Wachstumsraten

** ausschließlich über Güter; Indexwerte zum Basisjahr 2000; Werte über 100 signalisieren eine Verbesserung der realen Austauschverhältnisse

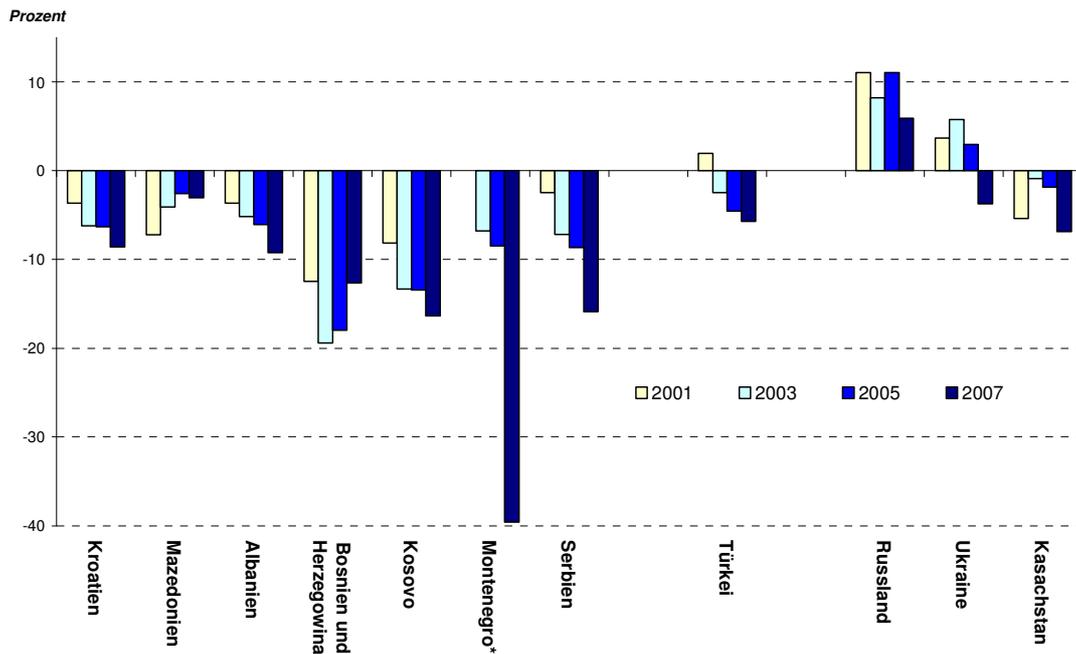
kursiv: Daten von 2006

Entsprechend wurde der Wachstumsprozess im westlichen Balkan und in der Türkei von hohen und steigenden Leistungsbilanzdefiziten begleitet (Abbildung 4).¹³ In Russland ermöglichte das kräftige Wachstum der Güterexporte einen weiterhin positiven Leistungsbilanzsaldo, während in Kasachstan steigende Defizite in der Einkommensbilanz die Leistungsbilanz passivierten.¹⁴ In der Ukraine waren es die hohen Metallpreise, die zunächst – trotz starken Wachstums der Einkommen und der Importnachfrage – Leistungsbilanzdefizite verhinderten.

¹³ In einigen Staaten des westlichen Balkans gingen die strukturellen Überschüsse in der Dienstleistungsbilanz (Kroatien und Türkei) sowie der Übertragungsbilanz (EJR Mazedonien, Albanien, Bosnien und Herzegowina, Kosovo, Montenegro und Serbien) leicht zurück und trugen damit zu einem Anstieg der Leistungsbilanzdefizite bei.

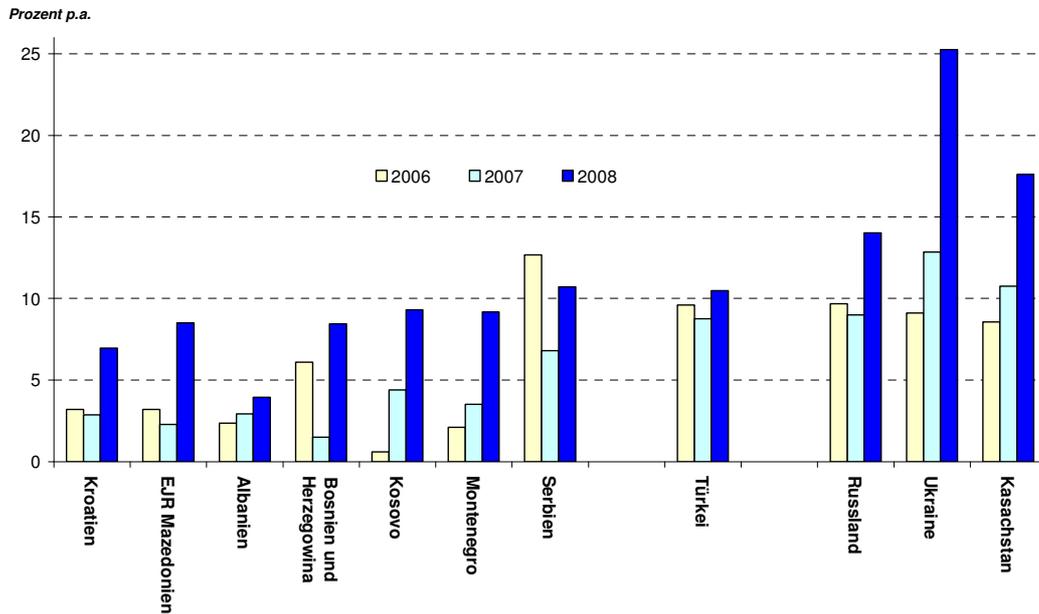
¹⁴ Im Gegensatz zu Russland hat Kasachstan den Ausbau seiner Ölindustrie unter signifikanter Einbeziehung ausländischer Investoren betrieben. Die negative Einkommensbilanz ist das Ergebnis der Repatriierung von Gewinnen, die diese Investoren in den letzten Jahren bei steigenden Ölpreisen erzielten.

Abbildung 4: Leistungsbilanzdefizite (in Prozent des BIP)



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Central Bank of Kosovo
 *für 2001 keine Angaben

Abbildung 5: Inflationsraten 2006 - 2008



Quelle: Internationaler Währungsfonds

In allen Ländern der Region ging der Wachstumsprozess zunächst mit einem Abbau der erheblichen Angebotsüberschüsse auf den Güter- und Arbeitsmärkten einher. Folglich konnte die steigende Binnennachfrage zunächst ohne Rückgriff auf Preiserhöhungen befriedigt werden. 2006/2007 nahmen die Inflationstendenzen jedoch spürbar zu

(Abbildung 5), auch aufgrund des weltweiten Anstiegs der Agrar- und Rohstoffpreise.¹⁵ Es war jedoch die starke Wachstumsdynamik der Binnennachfrage, die ein Klima schuf, das es den Anbietern auf den Güter- und Arbeitsmärkten erlaubte, den Preisanstieg bei Agrar- und Energieerzeugnissen auf andere Produkte auszuweiten, und damit den Inflationsprozess zu verbreitern.

Die Wirtschaftspolitik reagierte auf diese Verwundbarkeiten mit administrativen Maßnahmen und Änderungen im makroökonomischen Policy-Mix. In einigen Länder, zum Beispiel Kroatien (IRC Expert Group 2008) und Serbien, versuchten die Zentralbanken mit einer Serie von regulativen und administrativen Maßnahmen den Zufluss an Kapital zu begrenzen bzw. die Ausweitung der heimischen Kreditvergabe zu bremsen. Dazu gehörten spezielle Mindestreserve- und Liquiditätsbestimmungen für Kapitalzuflüsse in die lokalen Bankensysteme, striktere Anforderungen bei der Besicherung von Krediten sowie administrativ gesetzte Höchstgrenzen bei der Kreditvergabe. Der Erfolg war allerdings begrenzt, weil es zu Ausweichreaktionen des privaten Sektors kam: Statt Kredite im heimischen Bankensektor aufzunehmen, verlagerten Unternehmen ihre Kreditnachfrage in das Ausland. Das Ergebnis war ein starker Anstieg der Verschuldung des Unternehmenssektors im Ausland, z.B. in Kroatien (Tabelle 17).

Makroökonomisch reagierten einige Länder, z.B. Serbien und Russland, mit einer maßvollen Flexibilisierung ihrer Wechselkursregimes. In Russland wurde zudem der internationale Kapitalverkehr vollkommen liberalisiert und der Rubel für konvertibel erklärt, um die Kapitalausfuhr zu erleichtern (Polański und Winkler, 2008).

Tabelle 7: Salden der Staatshaushalte (in Prozent des BIP)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kroatien	-6,5	-6,7	-5,0	-6,1	-4,8	-4,0	-3,0	-2,3
EJR Mazedonien	2,7	-5,8	-5,4	-0,1	0,7	0,3	-0,5	0,6
Albanien	-8,3	-8,0	-6,6	-4,5	-5,2	-3,7	-3,2	-3,8
Bosnien & Herzegowina	-7,7	-4,2	-3,0	-1,7	-0,5	0,8	2,2	-0,1
Kosovo	n.a.	3,4	4,0	1,9	-5,9	-1,9	2,4	6,8
Montenegro	n.a.	n.a.	n.a.	-4,4	-2,6	-1,7	2,2	4,5
Serbien	-0,2	-0,4	-3,3	-2,9	0,0	0,8	-1,6	-1,9
Türkei	-8,1	-13,0	-12,5	-8,6	-4,4	-0,4	-1,6	-2,9
Russland	1,9	2,7	0,6	1,4	4,9	8,2	8,3	6,8
Ukraine	-1,3	-1,6	0,5	-0,9	-4,4	-2,3	-1,4	-2,0
Kasachstan	-0,8	2,7	1,4	2,7	2,5	5,8	7,2	5,2

Quelle: Internationaler Währungsfonds

In einigen Ländern leistete die Fiskalpolitik einen Beitrag in Form von sinkenden Defiziten bzw. steigenden Überschüssen der Staatshaushalte (Tabelle 7). Von einem antizyklischen fiskalpolitischen Impuls kann – mit der Ausnahme Russlands bis zur Mitte des Jahrzehnts – jedoch kaum gesprochen werden. Denn bei hohen Wachstumsraten und steigenden Rohstoffpreisen sanken (stiegen) die Haushaltsdefizite (-überschüsse) selbst dann, wenn die Fiskalpolitik expansiver wurde, also Ausgaben erhöht und/oder Steuern gesenkt wurden (Winkler 2008).

¹⁵ Der Warenkorb, auf dessen Basis der Preisindex ermittelt wird, besteht in den Ländern der Region zu einem wesentlich größeren Anteil aus Agrar- und Energieprodukten als in den entwickelten Volkswirtschaften (Herrmann und Polgar 2007).

Kasten 1: Direktinvestitionen und die Nachhaltigkeit von Leistungsbilanzdefiziten

Seit Beginn des Jahrzehnts stellten Direktinvestitionen einen großen Teil der Bruttokapitalströme in die Region dar, besonders im westlichen Balkan (Tabelle 16). Der signifikante Anteil der Direktinvestitionen galt als wichtiges Argument, die hohen Leistungsbilanzdefizite in ihrer Eigenschaft als Indikatoren einer zukünftigen Finanz- und Währungskrise zu relativieren. Denn Leistungsbilanzdefizite gelten als weniger problematisch, wenn sie durch Direktinvestitionen, und nicht durch Portfolioinvestitionen und Bankkredite finanziert werden.¹⁶

Diese Argumentation beruht auf folgenden Überlegungen:

- Kapitalzuflüsse in Form von Direktinvestitionen sind in der Regel nur schwer umkehrbar, weil sie illiquide, und daher relativ stabil sind (World Bank 1999, Lipsey 2001).¹⁷
- Kapitalströme in Form von Direktinvestitionen begründen kein Schuldverhältnis. Vielmehr implizieren sie Ansprüche aus Eigenkapital, die dem ausländischen Investor in Form von Gewinnen im Gastland zufallen (Lane und Milesi-Feretti, 2006). Angesichts der hohen Wachstumsraten des BIP stiegen die Gewinne ausländischer Investoren, darunter auch ausländischer Banken (Kapitel 3), in den letzten Jahren erheblich und passivierten die Einkommensbilanz der Gastländer (Tabelle 8).¹⁸ Angesichts des prognostizierten Wachstumseinbruchs in der Region ist folglich davon auszugehen, dass diese Defizite in den Einkommensbilanzen in den nächsten Jahren zurückgehen werden.

Tabelle 8: Erwerbs- und Vermögenseinkommen: Ausgaben aufgrund von Direktinvestitionen

	Kroatien	EJR Mazedonien	Albanien	Bosnien und Herzegowina	Serbien	Türkei	Russland	Ukraine	Kasachstan
2000 in Mrd. USD	-0,16	-0,0069	-0,0001	0,00	n.a.	-0,28	-0,89	-0,04	-1,05
in % des BIP	-0,87	-0,19	n.a.	n.a.	n.a.	-0,11	-0,34	-0,14	-5,72
2007 in Mrd. USD	-1,49	-0,04*	-0,0046*	-0,24	n.a.	-1,13*	-42,29	-1,18	-10,28
in % des BIP	-2,91	-0,61*	-0,05*	-1,55	n.a.	-0,21*	-3,28	-0,83	-9,81

Quelle: Internationaler Währungsfonds
* Wert aus 2006

Direktinvestitionen sind folglich eine Form der finanziellen Integration, die ausländische Investoren sehr eng an das Gastland bindet. Die Risiken finanzieller Integration werden damit deutlich gleichmäßiger zwischen Heimat- und Gastland verteilt als bei anderen Formen von Kapitalzuflüssen (Albuquerque, 2003). Dies bedeutet jedoch nicht, dass Leistungsbilanzdefizite, denen in ähnlicher Höhe Direktinvestitionen gegenüberstehen, unproblematisch sein müssen. Denn die Bedenken, die ausländische Investoren mit Leistungsbilanzdefiziten verbinden, also drohende Überschuldung oder Illiquidität, können zu einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme in Form von Portfolioinvestitionen und/oder Bankkrediten führen. Hohe Direktinvestitionen in der Vergangenheit helfen nicht, dieser Liquiditätsproblematik zu begegnen, sieht man dem unrealistischen Fall ab, dass alle Bruttokapitalströme in Form von Direktinvestitionen getätigt werden. Die gegenwärtige Krise zeigt zudem am Beispiel Russlands, dass das Phänomen des „sudden stop“ von Kapitalzuflüssen selbst dann auftreten kann, wenn ein Land in der Vergangenheit Leistungsbilanzüberschüsse erzielt hat.

¹⁶ Vgl. z.B. Bini Smaghi (2006). Ähnlich wird für die Finanzierung durch Übertragungen (remittances) argumentiert (vgl. z.B. Bugamelli und Paternò, 2005). Allerdings ermöglichen Übertragungen lediglich hohe Handelsbilanzdefizite, ohne entsprechend hohe Leistungsbilanzdefizite aufzuweisen. In der Region gilt dies besonders für Albanien, Bosnien, EJR Mazedonien und Kosovo.

¹⁷ Laut Institute for International Finance (IIF) wird dies auch für die jetzige Krise gelten. Es prognostiziert für 2009 eine starke Umkehr der (Netto-)Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften in Form von Bankkrediten (2008: + 166,6 Mrd. USD, 2009: - 60,6 Mrd. USD). Im Vergleich dazu fällt der Rückgang bei den Direktinvestitionen mit ca. 66 Mrd. USD (auf +197,5 Mrd. USD) gering aus.

¹⁸ In Kroatien, Bosnien und Russland wurden allerdings mehr als die Hälfte dieser Gewinne aus Direktinvestitionen re-investiert und als Kapitalzuflüsse in der Kapitalbilanz der Gastländer verbucht.

2.3 Finanzielle Verwundbarkeiten: Kredit- und Währungsrisiken

Kapitalzuflüsse und rapides Wachstum der Kreditvergabe gingen nicht nur mit einer Zunahme makroökonomischer Risiken sondern auch steigenden finanziellen Verwundbarkeiten in der Region einher. Zwei Risiken standen besonders im Zentrum der Aufmerksamkeit: Kredit- und Währungsrisiken.

Das starke Wachstum der Kredite galt vielen Beobachtern als die größte Bedrohung für die Nachhaltigkeit des auf Kapitalzuflüssen aus dem Ausland gestützten Wachstumsprozesses (Kraft and Jankov 2005).¹⁹ In manchen Segmenten, z.B. bei Krediten an private Haushalte oder bei den Hypothekenkrediten, war das Wachstum besonders stark. Hohe Wachstumsraten der Kreditvergabe zeigen einen überproportionalen Anstieg der Kreditrisiken aus mehreren Gründen an (Arclean et al 2007, Mihaljek 2008):

- Ein hohes Wachstum der Kreditvergabe deutet darauf hin, dass Banken die Kreditrisiken unterschätzen und selbst gesetzte Qualitätsstandards bei der Kreditvergabe aufweichen. Gleichzeitig überschätzen sie ihre Fähigkeit, Kreditrisiken zu beherrschen. Dies geschieht vor allem dann, wenn sie Marktanteile in einem harten Wettbewerb behaupten oder ausbauen wollen. Ein Anstieg der Vermögenspreise, z.B. auf dem Immobilienmarkt, unterstützt dieses Verhalten, weil schlechtere Risiken scheinbar durch eine höhere Kreditbesicherung bzw. die Erwartung eines steigenden Wertes der Besicherung kompensiert werden.²⁰
- Ein hohes Kreditwachstum erhöht die Verschuldung von Unternehmen und Haushalten und damit deren Solvenzrisiken. Dies gilt insbesondere dann, wenn die meisten Kreditnehmer im Schuldenmanagement nur wenig erfahren sind und ihre Belastbarkeit über den Kreditzyklus hinweg noch unerprobt ist, also Ausfallwahrscheinlichkeiten im Falle einer Rezession unbekannt sind.

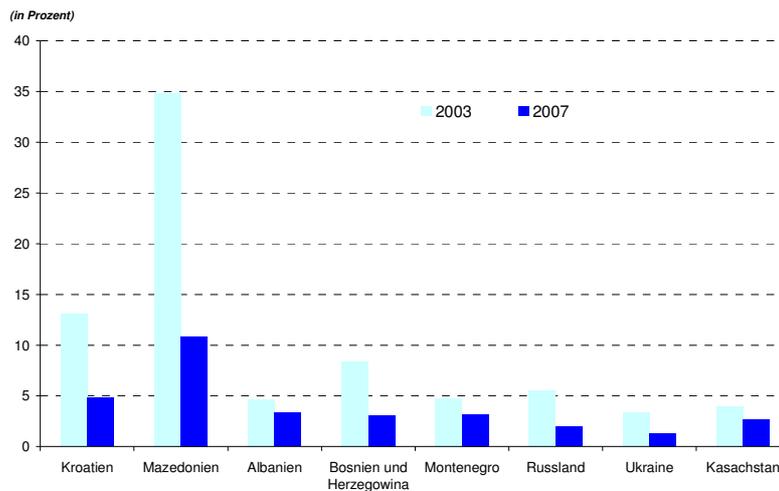
Nahezu alle Symptome, die einen Anstieg der Kreditrisiken anzeigen, waren in den Ländern der Region zu beobachten. Dennoch schienen die Risiken beherrschbar zu sein, da der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditportfolio bis 2007 auf einem niedrigen Niveau verharrte bzw. in der Tendenz sogar zurückging (Abbildung 6). Bei hohen Wachstumsraten der Kreditvergabe bleiben die Qualitätsprobleme jedoch fast automatisch unentdeckt, weil die neu emittierten Kredite in den ersten Monaten ihrer Laufzeit kaum säumig werden. Qualitätsprobleme werden folglich erst dann offenkundig, wenn das Kreditwachstum zurückgeht (Berger and Udell 2003).²¹

¹⁹ Die empirische Forschung hat gezeigt, dass nicht jeder Kreditboom zwangsläufig mit einer Finanz- und/oder Währungskrise endet. (Caprio and Klingebiel (1996 a,b), Tornell and Westermann (2002), Dell’Ariccia, Igan and Laeven (2008)). Umgekehrt gilt jedoch, dass Finanz- und Währungskrisen vor allem nach Perioden starken Kreditwachstums auftreten (Laeven and Valencia 2008).

²⁰ Die Erwartung steigender Immobilienpreise war eine zentrale Triebkraft der Entwicklung des Marktes für zweitklassige Hypothekenkredite in den USA; vgl. Gorton (2008), Dell’Ariccia et al. (2008).

²¹ Die Eigenschaft, ein Spätindikator zu sein, also Probleme erst dann aufzuzeigen, wenn sie bereits eingetreten sind, teilt der Quotient aus säumigen Krediten zu Gesamtkrediten mit anderen Stabilitätsindikatoren des Bankensystems; vgl. IMF (2007).

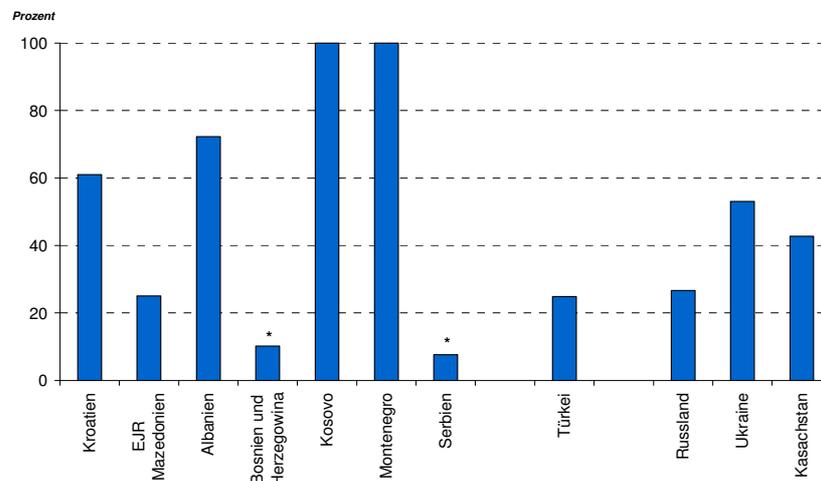
Abbildung 6: Anteil säumiger Kredite am gesamten Kreditportefeuille (in Prozent)



Quelle: EBRD

Ein großer Teil der Kreditexpansion fand zudem in Form von Krediten in ausländischer Währung statt oder – wie z.B. in Bosnien, Kroatien oder Serbien – in Form von Krediten in heimischer Währung, die jedoch über eine Währungsklausel an den Wechselkurs gegenüber einer ausländischen Währung indexiert sind (Abbildung 7, ECB 2007a). In den Staaten des westlichen Balkans war dabei der Euro die mit Abstand am häufigsten genutzte Währung.²²

Abbildung 7: Anteil von Krediten in ausländischer Währung an den Gesamtkrediten



* = Ohne Kredite, die an eine ausländische Währung indexiert sind. Die serbische Zentralbank schätzt, dass der Anteil der Summe aus Krediten in ausländischer Währung und Krediten, die an eine ausländische Währung indexiert sind, bei etwa 70 Prozent der Gesamtkredite liegt (NBS 2008)

Anmerkung: Kosovo und Montenegro haben einseitig den Euro zum legalen Zahlungsmittel erklärt und verfügen daher über keine nationale Währung. Insofern stellen alle Kredite, die in Kosovo und Montenegro vergeben werden, Kredite in ausländischer Währung dar. In den Statistiken der Zentralbanken werden als Kredite in ausländischer Währung allerdings nur jene Kredite geführt, die nicht in Euro vergeben wurden.

Quelle: Nationale Zentralbanken, eigene Zusammenstellung

²² In den letzten Jahren hat in manchen Ländern, z.B. in Serbien (Central Bank of Bosnia and Herzegovina, 2008; Croatian National Bank, 2008, National Bank of Serbia 2008, S. 52), auch die Kreditvergabe in Schweizer Franken und japanischen Yen deutlich zugenommen.

Der hohe Anteil von Krediten in ausländischer Währung im westlichen Balkan hat verschiedene Gründe (Rosenberg and Tirpak, 2008). Auf der Angebotsseite war es zum einen der hohe Anteil von Einlagen in ausländischer Währung, der eine Kreditgewährung in ausländischer Währung nahelegte.²³ Diese inoffizielle Euroisierung spiegelt das mangelnde Vertrauen in die Wertaufbewahrungsfunktion der heimischen Währung nach Jahrzehnten interner und externer Instabilität wider (Tabelle 18, ECB 2007a).

Die Kreditvergabe in ausländischer Währung wurde auch durch die Präsenz ausländischer Banken gefördert, die – bis September 2008 – ber nahezu unbegrenzte Möglichkeiten verfügten, Kredite im Ausland, nicht zuletzt von ihren Mutterbanken, aufzunehmen (Basso et al. 2007). In Bosnien, EJR Mazedonien und Serbien stellten die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland mehr als 50 Prozent aller Verbindlichkeiten des heimischen Bankensystems dar (Tabelle 18). Insbesondere längerfristige Kredite, einschließlich Hypothekenkredite an private Haushalte, wurden über Kredite von den Mutterbanken refinanziert, da längerfristige Einlagen selbst in ausländischer Währung nur begrenzt zur Verfügung standen.²⁴ Insgesamt transformierten die Banken in der Region daher in erheblichem Umfang kurzfristige(re) Einlagen in längerfristige Kredite auf der Basis ausländischer Währungen (Tabelle 19).

Auf der Nachfrageseite bevorzugten Unternehmen und Haushalte die Kreditaufnahme in ausländischer Währung, weil die Zinssätze von Krediten in ausländischer Währung niedriger waren als die Zinssätze von Krediten in heimischer Währung. Solange die heimische Währung nicht stärker abwertete als die Zinsdifferenz, war diese Form des *carry trade* für Unternehmen und Haushalte profitabel.²⁵ Da die meisten Länder des westlichen Balkans den Wechselkurs ihrer Währungen zum Euro praktisch konstant halten, war die Gefahr einer Währungsabwertung gering. Aber selbst in Ländern mit einem flexibleren Wechselkursregime galt die Kreditaufnahme in ausländischer Währung als attraktiv, da diese Währungen bis zur Finanzkrise unter latentem Aufwertungsdruck standen.

Ungeachtet dieser Erklärungen bleibt das Währungsrisiko bestehen, sofern Unternehmen und Haushalte nicht über Einkommen in ausländischer Währung verfügen (Task Force IRC, 2006). Insbesondere bei den Haushalten dürfte dies nicht der Fall sein; aber auch viele Unternehmen, insbesondere Klein- und mittelständische Unternehmen, werden vor allem für den Binnenmarkt produzieren und daher ihre Einkommen in heimischer Währung erzielen. Eine plötzliche Abwertung der heimischen Währung verteuert daher die Bedienung der Kredite und wandelt das Währungsrisiko der Kreditnehmer in ein Kreditrisiko für die Banken um.²⁶

²³ Angesichts bankaufsichtsrechtlicher Vorschriften, die die Banken dazu zwingen, offene Währungspositionen zu begrenzen bzw. ganz zu vermeiden, war eine Kreditvergabe in lokaler Währung auf der Basis von Einlagen in ausländischer Währung gar nicht möglich.

²⁴ Laut Angaben der serbischen Zentralbank deckten langfristige Einlagen in ausländischer Währung lediglich 20 Prozent der langfristigen Kredite in ausländischer Währung (NBS 2008, S. 51).

²⁵ Brzoza-Brzezina, Chmielewski and Niedzwiadzinska (2007) zeigen am Beispiel Polens, der Tschechischen Republik und Ungarns, dass der Anteil von Krediten in ausländischer Währung in Zeiten geldpolitischer Restriktion ansteigt. Dies deutet darauf hin, dass Kreditnehmer und -geber auf eine Erhöhung der Zinsen in heimischer Währung nicht mit einem Rückgang der Kreditvergabe bzw. -aufnahme, sondern mit einer verstärkten Kreditaktivitat in ausländischer Währung reagieren.

²⁶ Auer et al. (2009) argumentieren allerdings, dass die Banken bei der Auswahl der Schuldner, die Kredite in ausländischer Währung aufnahmen, besonders konservativ waren und entsprechende Puffer bei der Ermittlung der Zahlungsfähigkeit berücksichtigten.

2.4 Szenarien vor dem August 2007: Finanz- und Währungskrise, langanhaltender Anpassungsprozess mit niedrigem Wachstum, Konvergenz

Starke Kapitalzuflüsse, hohes Kreditwachstum, Leistungsbilanzdefizite, Überhitzungserscheinungen, Kredit- und Währungsrisiken im Finanzsystem – diese Charakteristiken des Wachstumsprozesses in den Ländern des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten weckten Erinnerungen an die Lage der asiatischen Volkswirtschaften in der Mitte der neunziger Jahre sowie an den portugiesischen Aufholprozess in den Jahren vor Beginn der europäischen Währungsunion. In beiden Fällen erwiesen sich die Wachstumsprozesse als nicht nachhaltig. Asien erlebte eine der schwersten Finanz- und Währungskrisen aufstrebender Volkswirtschaften; Portugal befindet sich in einem lang anhaltenden Anpassungsprozess mit niedrigem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit.

Diese Ähnlichkeiten lösten eine Debatte darüber aus, ob den Ländern der Region eine Finanz- und Währungskrise bevorsteht (Sirtaine and Skamnelos, 2007, Sorsa et al. 2007, Martin, Schuknecht und Vansteenkiste, 2007). In der Debatte ging es folglich nicht um die Fakten, sondern um deren Bewertung und Einordnung. Da die prognostizierte Krise mit dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* eingetreten ist, sind diese unterschiedlichen Bewertungen und Einordnungen von großer Bedeutung. Denn sie können eine Beurteilung darüber erleichtern, ob die jetzige Krise „unvermeidbar“ war, der Wachstumsprozess also grundsätzlich nicht nachhaltig sein konnte, oder ob der exogene Liquiditätsschock aus den entwickelten Volkswirtschaften einen potentiell nachhaltigen Wachstumsprozess beendete.

Die Warnungen vor einer Wiederholung der Asien-Krise beruhten im Kern auf der These, dass die Länder des aufstrebenden Europas von ausländischen Investoren wie alle anderen aufstrebenden Volkswirtschaft beurteilt und angesehen werden. Folglich würden – wie in Asien – makroökonomische Ungleichgewichte und finanzielle Risiken, die als zu groß empfunden werden, zu einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme führen. Als potentielle Krisenauslöser galten unter anderem:

- ein Ende der Niedrigzinsphase in den entwickelten Volkswirtschaften, wodurch Investitionen in der Region relativ an Attraktivität verlieren würden. Zinserhöhungen und darauf folgende Wachstumseinbußen würden zudem die finanziellen Risiken, insbesondere die Kreditrisiken, offenkundig machen.
- Ansteckungseffekte, die sich aus dem „sudden stop“ in einem Land auf die gesamte Region ausweiten,
- ein exogener Schock, z.B. politische Verwerfungen im westlichen Balkan, der die Investoren die Risiken in der Region neu bewerten lässt.

Der Vergleich mit der Situation in Portugal vor 1999 stellt darauf ab, dass die Länder des Westbalkans und die Türkei die Perspektive der europäischen Integration aufweisen. Sie impliziert neben der EU-Mitgliedschaft am Ende auch die Übernahme des Euro. Wenngleich es bis zur Übernahme des Euro noch ein langer Weg ist, ist die finanzielle Integration zwischen den Ländern des westlichen Balkans und der EU bzw. dem Eurowährungsgebiet schon weit vorangeschritten, z.B. in Form des hohen Anteils von auf Euro lautenden Krediten und Einlagen in den lokalen Bankensystemen. Folglich galt ein Szenario, das eine Währungskrise beinhalten würde, als wenig wahrscheinlich. Die Verantwortlichen würden im Falle einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme

vermutlich auf eine außenwirtschaftliche Anpassung verzichten und – wie Portugal – an der Euro-Bindung festhalten und allein auf interne Anpassungsanstrengungen setzen. Dies – so die Argumentation – würde eine längere Periode niedrigen Wirtschaftswachstums zur Folge haben.

Schließlich gab es die Auffassung, dass der Vergleich mit Asien und Portugal zu kurz greift. Der Vergleich mit Asien blendet die starke Einbindung in den europäischen Integrationsprozess aus, die weit über währungspolitische Aspekte hinausreicht. Dies gilt besonders für den Finanzsektor, der im westlichen Balkan seit mehreren Jahren von EWU-Banken dominiert und in Anlehnung an aufsichtsrechtliche und regulative Normen in der EU aufgebaut wird. Dagegen waren es in Asien schwache, intransparente einheimische Banken mit erheblichen corporate governance Problemen, die – gestützt auf implizite staatliche Garantien der Bankeinlagen und gefördert durch eine unzureichende Regulierung und Aufsicht – in ihrer Kreditvergabe *moral hazard* praktizierten. Das Ergebnis war eine von internationalen Anlegern finanzierte Kreditblase. Als diese Blase platzte, kam es zur Finanz- und Währungskrise (Berger und Wagner 2000, Llellwyn 2002).

Der Vergleich mit Portugal übersieht, dass es sich bei den Ländern des westlichen Balkans um Transformationsländer handelt, die ihren Finanzsektor praktisch von Null aufbauen mussten. Insofern sind hohe Wachstumsraten der Kreditvergabe, z.B. an private Haushalte, und eine stetige Vertiefung des Finanzsystems ein Zeichen des Transformations- und Aufholprozesses. Sie zeigen daher keine Krise, sondern eine Annäherung an Verhältnisse in den marktwirtschaftlich organisierten Volkswirtschaften Westeuropas an (Arclean et al. 2007).

Die Argumente zugunsten eines vergleichsweise friktionsfreien Konvergenzprozesses beruhen demnach auf zwei Pfeilern: der EU-Integration und dem Transformationsprozess. Sie trafen besonders auf die Länder des westlichen Balkans zu, die beide Charakteristiken, EU-Perspektive und Transformationsland, aufweisen (Tabelle 2). Zudem unterscheiden sich diese Länder in ihren institutionellen Finanzierungsstrukturen erheblich von denen in der Türkei und den GUS-Staaten: ausländische Banken, konkret Banken aus dem Eurowährungsgebiet, wurden zu Trägern der heimischen Finanzsystementwicklung.

3. Sonderfall westlicher Balkan: Finanzsystementwicklung auf der Basis ausländischer, EWU- Banken

3.1 Reaktion auf die Währungs- und Finanzkrisen der 90er Jahre: Der Eintritt ausländischer, EWU-Banken in die Bankensysteme des westlichen Balkans

Die unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen, die sich in den letzten zehn Jahren in der Region ergeben haben, spiegeln unterschiedliche Reaktionen auf die Finanzkrisen Ende der neunziger Jahre und Anfang des neuen Jahrzehnts wider. Damals mussten alle Staaten der Region das Scheitern ihrer Finanzsektorpolitik eingestehen (Winkler 2002). Angesichts großer „corporate governance“ Probleme erwiesen sich staatliche Banken und private, von inländischen Eigentümern geführte Geschäftsbanken als ungeeignet, ein auf marktwirtschaftlichen Prinzipien basierendes Finanzsystem aufzubauen. Während die staatlichen Banken immer wieder Verluste einfuhren, begnügten sich die

privaten Banken oft mit der Rolle einer „pocket“ oder „agent“ Bank (World Bank 1993). Dies bedeutet, dass sie sich nicht als Finanzintermediäre sui generis verstanden, sondern als verlängerter Finanzarm der Unternehmen, die diese Banken gegründet hatten (Winkler 2000b). Entsprechend blieben nicht nur die dem Finanzsystem zugeschriebenen Wachstumsimpulse aus (King and Levine 1993), sondern es kam in fünf Ländern zu offenen Finanz- und Währungskrisen (Tabelle 9).²⁷

Tabelle 9: Finanzkrisen im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staten, 1997- 2001

	Krisenjahr
Kroatien	1998
Türkei	2000/2001
Albanien	1997 (Kettenbrief-Firmen)
Russland	1998
Ukraine	1998

Quelle: eigene Zusammenstellung

Die Verantwortlichen in den Staaten des westlichen Balkans öffneten daraufhin ihre Bankensysteme für westliche Institute. Staatliche Banken wurden privatisiert und private Banken inländischer Eigentümer marginalisiert. Ende 2007 gab es kein Finanzsystem des westlichen Balkans, in dem Banken mit ausländischen Eigentümern weniger als 75 Prozent bzw. staatliche Banken mehr als 20 Prozent aller Aktiva der nationalen Bankensysteme hielten (Tabelle 18). Ende 2007 dominierten zwölf Institute, vor allem aus Österreich, Italien und Griechenland, die Bankensysteme in den Ländern des westlichen Balkans (Tabelle 19), so dass von einer institutionellen Integration der Finanzsysteme der EWU und des westlichen Balkans gesprochen werden kann.

Die Türkei und die GUS-Staaten reagierten auf die Krisen der 90er Jahre dagegen mit „klassischen“ Finanzsektorreformen, also Restrukturierungen im Bankensektor sowie einer Stärkung von Bankenaufsicht und -regulierung. Entsprechend sank die Zahl der Banken erheblich (Tabelle 10). An der Eigentümerstruktur änderte sich jedoch zunächst nur wenig, so dass die Bankensysteme in der Türkei und den GUS-Staaten nach wie vor von Instituten mit einheimischen Eigentümern dominiert werden. Dabei spielt der Staat in der Türkei, aber noch stärker in Russland eine große Rolle, weil die angekündigten Privatisierungen von Staatsbanken entweder verschoben oder ganz ausgesetzt wurden. Eine institutionelle Integration mit dem Finanzsystem der EWU fand nicht oder in erheblich geringerem Umfang statt (Kasten 2).²⁸

²⁷ Kasachstan erlebte 1999 – als Ansteckungseffekt aus der russischen Finanz- und Währungskrise – eine Währungskrise. In EJR Mazedonien und Bosnien & Herzegowina konnten offene Finanzkrisen vermieden werden. Die beschriebenen Grundprobleme der Finanzsektorentwicklung waren jedoch auch in diesen Ländern unübersehbar. In Serbien, Montenegro und Kosovo begann der Transformationsprozess von der Plan- zur Marktwirtschaft erst nach 1999/2000.

²⁸ Berglöf und Bolton (2002) sprechen daher in Bezug auf die Finanzsystementwicklung in Europa von einer „great divide“.

Kasten 2: Eintritt und Präsenz ausländischer Banken in die Finanzsysteme der GUS-Staaten und der Türkei

In Russland befinden sich die mit Abstand größten Banken, die Sberbank und die Vneshtorgbank mit einem gemeinsamen Marktanteil von ungefähr 30 Prozent, im Besitz des Staates (im Fall der Sberbank ist die russische Zentralbank Haupt- und Mehrheitsaktionär). Zudem sind mehrere Regionalbanken im Besitz der regionalen Behörden. Schließlich gibt es einen indirekten Staatseinfluss, sofern staatliche Unternehmen als Bankeigentümer agieren, wie z.B. im Fall der Gazprombank. Inoffizielle Schätzungen gehen daher davon aus, dass der Anteil von Banken, die sich direkt oder indirekt in Staatseigentum befinden, an den Gesamtaktiva des russischen Bankensystems bei ungefähr 50 Prozent liegt. Dies ist deutlich höher als vor der Finanzkrise im Jahr 1998. Eine Öffnung der Bankensysteme für ausländische Investoren fand nur zögerlich statt, auch wenn ausländische Banken in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Angesichts der Zersplitterung des russischen Bankensystems mit immer noch mehr als 1000 Instituten gehören ausländische Banken jedoch trotz Marktanteilen von um die 2 Prozent zu den größten des Landes.

In der Türkei, der Ukraine und Kasachstan stieg der Anteil ausländischer Banken an den Gesamtaktiva des Bankensystems in den letzten Jahren ebenfalls an. Dafür waren vor allem einzelne große Übernahmen heimischer Institute durch westliche Banken verantwortlich. In der Türkei hielten Ende 2007 private inländische Banken aber immer noch den größten Marktanteil mit knapp über 50 Prozent. In der Ukraine waren 2008 von den größten Banken zwei (Ukreximbank und Oshadbank) in staatlicher und vier in ausländischer Hand, mit Marktanteilen von acht bzw. 23 Prozent. Insgesamt belief sich der Marktanteil ausländischer Banken in der Ukraine auf fast 40 Prozent. In Kasachstan wird der Bankensektor dagegen durch große einheimische private Institute dominiert. Ausländisches Kapital stammt nicht nur von westeuropäischen Kreditinstituten sondern auch von Banken, die in Ländern der Region (z.B. Russland) ansässig sind.

Die unterschiedlichen Grundentscheidungen reflektierten unterschiedliche Ausgangsbedingungen für einen erneuten Anlauf zur Integration in das globale Finanzsystem. Mit dem EU-Gipfel von Feira im Sommer 2000 eröffnete sich den Staaten des westlichen Balkans jene EU Beitrittsperspektive, die den neuen EU-Mitgliedsstaaten aus Mittel-, Ost- und Südosteuropa Anfang bis Mitte der neunziger Jahre gegeben worden war. Es lag daher nahe, dem Beispiel dieser Länder zu folgen und die nationalen Finanzsysteme für Institute aus der EWU zu öffnen. Gleichzeitig war die EU-Perspektive ein entscheidender Anreiz für die Banken aus Österreich, Italien, Griechenland und anderen EWU-Staaten, im westlichen Balkan aktiv zu werden.²⁹ Parallel dazu haben die Länder des westlichen Balkans in den vergangenen Jahren erhebliche Anstrengungen unternommen, um Bankenaufsicht und -regulierung den EU-Vorgaben anzupassen. Auf dieser Basis einer nahezu vollständigen Öffnung und institutionellen Integration der nationalen Finanzmärkte gegenüber und mit der EWU beruhte das Wachstumsmodell der Staaten des westlichen Balkans auf Kapitalzuflüssen, die von den EWU-Mutterbanken über ihre Niederlassungen in der Region and den privaten Sektor weitergereicht wurden. Das Ergebnis war ein Konvergenzprozess, der auf einer Stärkung der Binnennachfrage, also auf Investitionen und Konsum, aufbaute und mit erheblichen Leistungsbilanzdefiziten einherging (Herrmann und Winkler 2008, Fabrizio, Leigh and Mody 2009).

²⁹ Vgl. Wiedner (2005), Wimmer (2005) und Profumo (2006).

Tabelle 10: Veränderungen der Eigentümerstruktur der Bankensysteme im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten

		Anzahl Banken mit ausländischen Eigentümern	Anzahl Banken insgesamt	Anteil der Banken mit ausl. Eigentümern an den Gesamtaktiva des Bankensystems	Anteil der staatlichen Banken an den Gesamtaktiva des Bankensystems
Kroatien	1995	1	54	0,2	51,9
	2000	21	45	84,1	5,7
	2007	16	35	90,4	4,7
EJR Mazedonien	1995	3	6	n.a.	n.a.
	2000	7	22	53,4	1,1
	2007	11	18	85,9	1,4
Albanien	1995	3	6	n.a.	94,5
	2000	12	13	35,2	64,8
	2007	15	17	94,2	0,0
Bosnien & Herzegowina	1995	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2000	14	56	21,6	55,4
	2007	21	32	93,8	1,9
Kosovo	1995	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2000	1	1	100,0	0,0
	2007	2	9	90,0	0,0
Montenegro	1995	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2007	8	11	78,7	0,0
Serbien	1995	3	112	0,2	94,7
	2000	3	81	0,5	90,9
	2007	21	35	75,5	15,8
Türkei	1995	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2000	n.a.	79	3,1*	31,9*
	2007	22	46	12,6	29,5
Russland	1995	21	2297	3,0	n.a.
	2000	33	1311	9,5	n.a.
	2007	86	1136	17,2	n.a.
Ukraine	1995	1	230	n.a.	n.a.
	2000	14	154	11,1	11,9
	2007	40	175	39,4	8,0
Kasachstan	1995	8	130	4,6	24,3
	2000	16	48	19,8	2,0
	2007	18	35	38,5	0,2

Quellen: EBRD, Central Bank of the Republic of Turkey, Banking and Payment Authority of Kosovo, eigene Berechnungen

* 2002

Diese Möglichkeiten und Bedingungen der Integration in die Europäische Union standen den GUS-Staaten nicht zur Verfügung. Sie zogen daher – wie die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften, z.B. in Asien – aus den Finanz- und Währungskrisen der 90er Jahre den Schluss, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs nur zögerlich zu verfolgen. Wachstum sollte – gestützt von massiven Abwertungen der Währungen – durch Exporterfolge getrieben werden. Die 1999/2000 einsetzende Erholung der Rohstoffpreise gab dieser Politik zusätzlichen Rückenwind. Der wirtschaftliche Aufschwung, gepaart mit zunehmender makroökonomischer Stabilität und einem rapiden Aufbau von Währungsreserven, ermöglichte um die Mitte dieses Jahrzehnts eine erneute Liberalisierung des Kapitalverkehrs.³⁰

³⁰ In Russland führte sie zur uneingeschränkten Konvertibilität der Währung (Polański und Winkler 2008). Darin unterscheidet sich Russland von China, das seit Beginn des Jahrzehnts ebenfalls in erheblichem Umfang Leistungsbilanzüberschüsse erzielte und Währungsreserven akkumulierte. Trotz vorsichtiger

3.2 Traditionelle Vor- und Nachteile ausländischer Banken als Träger der heimischen Finanzsystementwicklung

Mit dem Markteintritt ausländischer Banken vollzieht sich die Entwicklung der Finanzsysteme im westlichen Balkan fast vollständig auf der Basis ausländischer Finanzinstitutionen. Angesichts des Scheiterns einheimischer privater und staatlicher Institute lagen die Vorteile dieser Öffnungs- und Integrationsstrategie auf der Hand:³¹

- Westliche Banken galten als Institutionen, deren corporate governance Strukturen sich bewährt hatten und als Finanzintermediäre sui generis auftraten. Die erheblichen Qualitätsdefizite staatlicher Banken und privater „agent“ banks würden daher der Vergangenheit angehören: weder politische Einflussnahme, noch Beziehungen zu „befreundeten“ Unternehmen würden die Kreditvergabe bestimmen, sondern allein die Kreditwürdigkeit und -fähigkeit der potentiellen Schuldner.
- Westliche Banken verfügten über Eigenkapital und Reputation, um das nach den Finanzkrisen zerstörte oder aufgrund mangelnder Reformen gar nicht erst entstandene Vertrauen in ein marktwirtschaftlich organisiertes Bankensystem wiederzugewinnen bzw. aufzubauen.
- Westliche Banken galten als kompetent in der Analyse und im Management von Kreditrisiken. Mit ihrem Markteintritt würden daher nicht nur die erwähnten Qualitätsprobleme vermieden, sondern auch ein direkter Wissenstransfer in die Region organisiert werden.

Über diese Vorteile des Eintritts westlicher Banken in die Finanzsysteme des westlichen Balkans bestand weitgehend Einigkeit. Zweifel herrschten allerdings darüber, inwieweit und wie schnell die Institute Finanzintermediation in den Ländern selbst gestalten würden. So gab es Befürchtungen, die EWU-Banken würden ihren Reputationsvorteil vor allem dazu nutzen, Einlagen zu sammeln, diese dann aber vor allem im Ausland in vergleichsweise risikolosen Anlagen, wie z.B. Staatschuldtiteln, zu platzieren. Für diese Überlegungen sprachen empirische Untersuchungen, die zu dem Ergebnis kamen,³² dass sich ausländische Banken oft

- vor allem als Finanzdienstleister von Unternehmen aus dem Heimatland verstehen, die im Gastland aktiv sind,
- auf die großen und bekannten Unternehmen im Gastland konzentrieren, sowie
- auf jene Geschäfte fokussieren, bei denen Risiken weitgehend vermieden, und Gewinne vor allem über Gebühren und Entgelte, z.B. im internationalen Zahlungsverkehr, erzielt werden können.

3.3 Evidenz für die Länder des westlichen Balkans

In den ersten zwei bis drei Jahren des Markteintritts von EWU-Banken in den westlichen Balkan gab es Anzeichen, dass sich diese Befürchtungen bewahrheiten könnten (Mehl und Winkler 2002). Diverse Indikatoren – z.B. der Anteil der liquiden Aktiva an den Gesamtaktiva, die Nettoauslandsforderungen des Bankensystems sowie die

Liberalisierungsschritte unterliegt der internationale Kapitalverkehr in China immer noch starken, staatlich gesetzten Beschränkungen.

³¹ Vgl. Mehl und Winkler (2002) und die dort angegebene Literatur.

³² Vgl. Winkler (2001a) sowie Mehl und Winkler (2002) und die dort angegebene Literatur.

risikogewichtete Eigenkapitalquote – deuteten darauf hin, dass die Länder vor allem als Einlagensammelstelle genutzt, das Kreditgeschäft mit heimischen Unternehmen und Haushalten jedoch nur verhalten betrieben würden. Bald zeigte sich jedoch, dass der Markteintritt der westlichen Banken den Grundstein für das in Kapitel 2 dargestellte rapide Wachstum der Kredite an Unternehmen und Haushalte legen sollte (Domanski 2005).

Tabelle 13 illustriert die starke Orientierung am Retail-Geschäft anhand des Wachstums der Kredite an private Haushalte sowie den Ausbau des Filialnetzes des Bankensystems in den Ländern des westlichen Balkans. Während die Kreditvergabe an private Haushalte zwischen 2000 und 2007 auch in den GUS-Staaten und der Türkei stark zunahm, wurde der Ausbau des Filialnetzes in den Staaten des westlichen Balkans besonders forciert, also von den in diesen Ländern aktiven ausländischen Banken.

Tabelle 11: Kredite an private Haushalte sowie Anzahl der Filialen in den Bankensystemen im westlichen Balkan, der Türkei und den GUS-Staaten

		2000	2004	2007
Kroatien	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	15,3	30,4	41,1
	Anzahl der Filialen	753	1037	1191
EJR Mazedonien	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	1,6	5,6	13,5
	Anzahl der Filialen	n.a.	239	333
Albanien	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	n.a.	2,8	10,6
	Anzahl der Filialen	45	88	316
Bosnien & Herzegowina	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	3,2	13,6	20,6
	Anzahl der Filialen	263	766	946
Kosovo*	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	0,3	4,4	5,9
	Anzahl der Filialen	112	217	231
Montenegro	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	n.a.	4,8	32,8
	Anzahl der Filialen	n.a.	93	160
Serbien	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	n.a.	4,9	12,6
	Anzahl der Filialen	n.a.	1709	2435
Türkei**	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	4,1	4,7	10,8
	Anzahl der Filialen	n.a.	6197	7477
Russland	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	0,5	3,2	9,0
	Anzahl der Filialen	3793	3238	3455
Ukraine	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	0,6	6,6	22,5
	Anzahl der Filialen	1351	1413	1362
Kasachstan	Kredite an private Haushalte (in% des BIP)	0,6	5,2	20,3
	Anzahl der Filialen	418	385	352

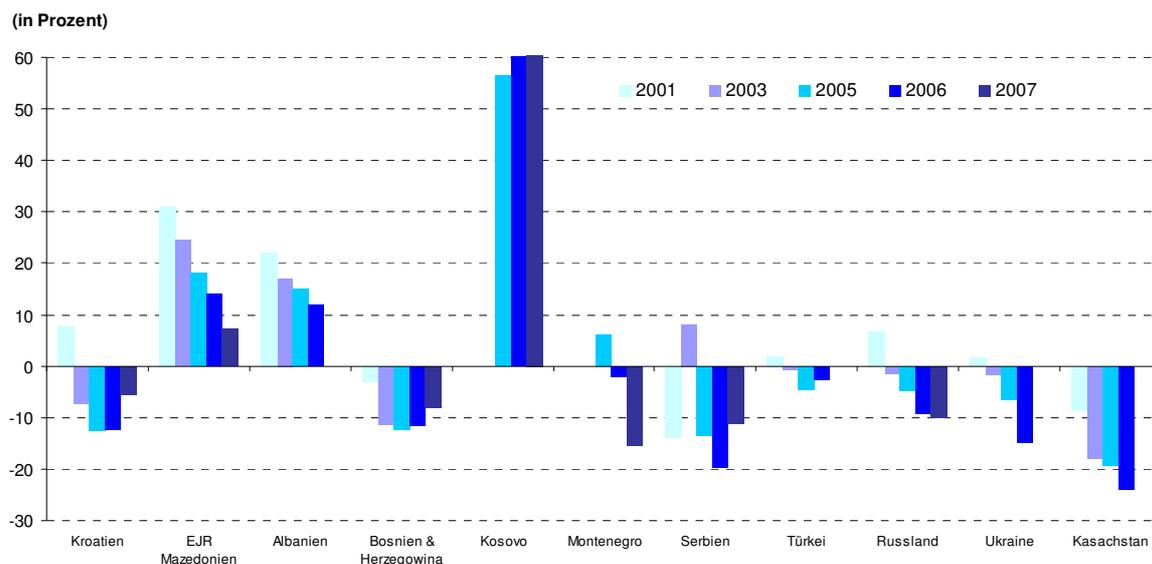
Quellen: EBRD, nationale Behörden, eigene Berechnungen.

*Banking and Payment Authority (Kosovo)

**Deposit money banks only

Entsprechend stieg der Anteil der Kredite an den Gesamtaktiva des Bankensystems und sanken die Nettoauslandsforderungen (Abbildung 8). Allerdings waren es nicht nur die Banken im westlichen Balkan, die in verstärktem Maße Mittel im Ausland aufnahmen, sondern auch die Banken in der Türkei und den GUS-Staaten. Die Finanzierungsstrukturen unterschieden sich jedoch erheblich. Während die Banken in der Türkei und in den GUS-Staaten direkt an die internationalen Kapitalmärkte herantraten, fungierten für die Banken in den Ländern des westlichen Balkans die Mutterbanken als Finanzintermediäre bei der Mittelaufnahme.

Abbildung 8: Nettoauslandsforderungen der Bankensysteme des westlichen Balkans, der Türkei und der GUS-Staaten



Quellen: Nationale Zentralbanken, IWF, eigene Zusammenstellung. Kosovo und Montenegro: Daten erst ab 2005.

In beiden Fällen wurden die Kapitalströme von einer erheblichen Zinsdifferenz zwischen den internationalen Kapitalmärkten und den Kreditzinsen in der Region motiviert, also von dem "search for yield", der in den entwickelten Volkswirtschaften bis zum August 2007 zu beobachten war (Hardy and Tiemann, 2008). Trotz einsetzender Konvergenz waren die Kreditzinsen in der Region immer noch deutlich höher als die Refinanzierungskosten auf den internationalen Kapitalmärkten. Die Ausnutzung dieser Zinsdifferenzen erwies sich für die Mutterbanken der Niederlassungen im westlichen Balkan als eine wichtige Gewinnquelle. 2007 erzielten sie bis zu 75 Prozent ihrer Gewinne in den Niederlassungen der Region sowie in den neuen EU-Mitgliedsstaaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas (vgl. auch Kasten 1).

Die Mutterbanken stützten die Kreditvergabe im westlichen Balkan jedoch nicht nur in Form von Krediten an ihre Niederlassungen. Vielmehr vergaben sie auch direkt grenzüberschreitende Kredite an Unternehmen und private Haushalte in der Region,³³ nicht zuletzt um die administrativen Maßnahmen einiger Zentralbanken zur Begrenzung des Kreditwachstums im heimischen Bankensystem zu umgehen (Kapitel 2). Berücksichtigt man diese grenzüberschreitenden Kredite wird die herausragende Bedeutung der ausländischen Institute bei der Finanzierung des Wachstumsprozesses im westlichen Balkan noch deutlicher (Tabelle 12). Ende 2007 betrug die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken – sei es in Form grenzüberschreitender Verbindlichkeiten oder in Form von Verbindlichkeiten, die aus Krediten der Niederlassungen ausländischer Banken in der Region resultierten – in Kroatien mehr als 180 Prozent des BIPs, in Bosnien und Herzegowina mehr als 90 Prozent, in Montenegro und Serbien mehr als 75 Prozent bzw. 65 Prozent, und in Albanien rund 50 Prozent des BIP. Nur in EJR Mazedonien, das seinen Bankensektor erst relativ spät ausländischen Investoren öffnete, lag dieser Wert bei knapp 25 Prozent, also in ähnlichen Größenordnungen wie in der Türkei, der Ukraine, Kasachstan und Russland. Für die Länder des westlichen Balkans

³³ Kredite wurden auch an den Staatssektor in der Region vergeben. Ihr Anteil an den Gesamtkrediten nahm in den letzten Jahren jedoch spürbar ab; vgl. Maechler und Lian Ong (2009).

bedeutet dies, dass es außer den westlichen Banken und ihren Niederlassungen praktisch keine andere nennenswerte Quelle für Finanzierungen gibt.

Tabelle 12: Verbindlichkeiten des privaten und öffentlichen Sektors in den Staaten des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten an BIZ berichtende Banken in ausgewählten Staaten Westeuropas (in Prozent des BIP der Staaten in der Region, 2007)

	gesamte Verbindlich- keiten	Österreich	Deutschland	Italien	Frankreich	Belgien	Schweden	Holland	Schweiz
Kroatien	182,8	66,5	35,5	59,5	15,0	0,8	0,0	0,3	0,3
EJR Mazedonien	25,8	1,8	1,4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2
Albanien	50,7	23,6	0,3	10,2	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bosnien und Herzegowina	94,6	47,2	21,3	24,3	0,1	0,1	0,0	0,6	0,3
Montenegro	77,6	26,5	29,2	19,0	1,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Serbien	65,7	23,9	8,4	12,8	3,8	0,1	0,0	0,0	3,7
Türkei	25,7	4,0	2,8	0,0	2,5	2,2	0,0	2,9	1,3
Russland	18,0	1,6	3,5	1,6	2,4	0,7	0,5	1,6	1,6
Ukraine	32,0	8,2	2,9	1,9	6,4	0,4	1,3	2,0	5,2
Kasachstan	24,9	0,9	3,0	8,1	1,3	0,6	0,2	2,2	1,2

Quelle: Arvai, Driessen and Otker-Robe (2009), eigene Berechnungen

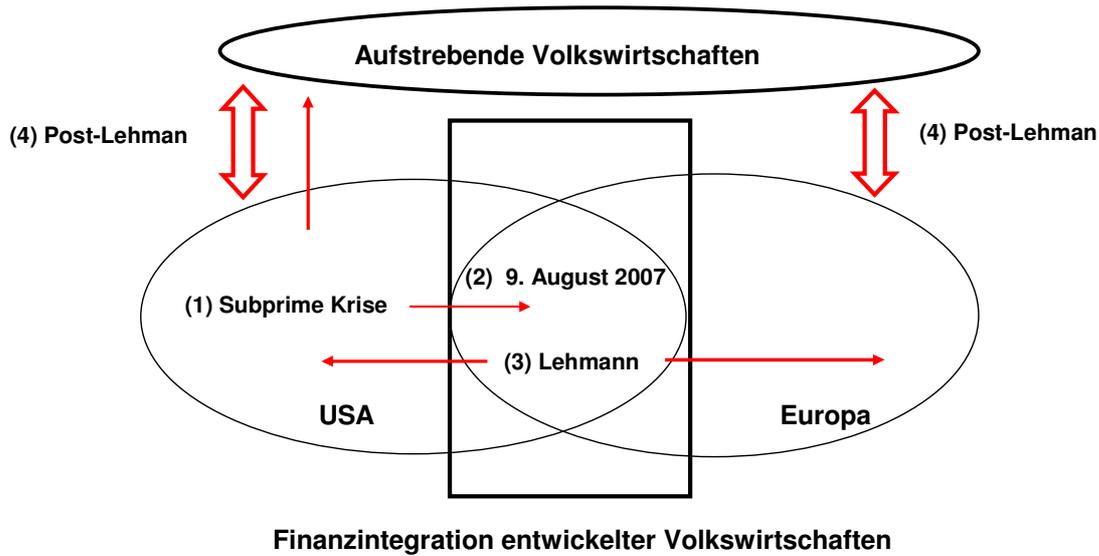
4. Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten

4.1 Die Finanzkrise: eine kurze Zusammenfassung in Etappen

Der 9. August 2007 markiert den Beginn der weltweiten Finanzkrise. Seitdem müssen die Zentralbanken der entwickelten Volkswirtschaften massiv an den Geldmärkten intervenieren, um diese einigermaßen funktionsfähig zu halten. Die Funktionsstörungen waren die Folge des Zusammenbruchs der Märkte für strukturierte Finanzprodukte auf der Basis zweitklassiger US-Hypothekendarlehen (Schritt (1) in Abbildung 9).³⁴ Da sich die Banken nicht mehr in der Lage sahen, die direkten und indirekten Risikopositionen, die sich aus diesem Zusammenbruch ergaben, verlässlich zu bewerten und zu lokalisieren, entstanden Zweifel an der Solvenz der Transaktionspartner. Konsequenterweise weigerten sie sich, einander Kredit zu geben. Dies zwang die Zentralbanken, die *lender of last resort* Funktion auszuüben (Schritt (2), Abbildung 9; Deutsche Bundesbank 2007). Die Ansteckungseffekte aus dem subprime-Segment erreichten in der Folgezeit alle entwickelten Volkswirtschaften, die seit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs den grenzüberschreitende Austausch von Forderungen und Verbindlichkeiten erheblich ausgeweitet hatten (Deutsche Bundesbank 2008).

³⁴ Es gibt unterschiedliche Erklärungsansätze, wie es zu diesem Zusammenbruch kam; vgl. Krahen (2006), Gorton (2008) und Calomiris (2008).

Abbildung 9: Die Finanzkrise – eine schematische Darstellung



Quelle: eigene Zusammenstellung

Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren von den Auswirkungen der Krise zunächst vergleichsweise wenig betroffen, auch weil sie nicht direkt in die Finanzierungskette, die auf den zweitklassigen US-Hypothekenkrediten basierte, involviert waren. So blieben die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften – von wenigen Ausnahmen abgesehen (siehe Abschnitt 4.4) – weiterhin auf einem hohen Niveau. Bis zum 15. September 2008 standen folglich auch weniger die Finanzkrise, als vielmehr die Gefahr von Überhitzung und Inflation bei einer möglicherweise dauerhaften konjunkturellen Abkoppelung von den USA im Mittelpunkt der Diskussion (Remsperger und Winkler 2008).

Dies änderte sich mit dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* (Schritt (3) in Abbildung 9). Der Konkurs dieser systemisch relevanten Investmentbank löste einen globalen Liquiditätsschock aus. Globaler Liquiditätsschock bedeutet, dass Anleger als Folge des Konkurses von *Lehman Brothers* weltweit an der Solvenz ihrer Schuldner zu zweifeln begannen. Folglich zogen Investoren – ohne das konkrete Insolvenzrisiko ihrer Schuldner zu prüfen – ihre Engagements zurück. Weltweit kam es zu einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme, weg von risikoreicheren, hin zu risikoarmen Anlagen (Schritt (4) in Abbildung 9).³⁵ Ein großer Teil der risikoreicheren Anlagen wurde dadurch illiquide, während die risikoarmen Anlagen einer Überschussnachfrage nach Liquidität ausgesetzt waren, wie der Rückgang der Zinsen auf US-Staatsanleihen und Bundeswertpapieren verdeutlicht.³⁶

³⁵ Walter Bagehot hat dieses Phänomen bereits 1873 wie folgt beschrieben: „At first, incipient panic amounts to a kind of vague conversation: Is A.B. as good as he used to be? Has not C.D. lost money? And a thousand such questions. ... And every day, as a panic grows, this floating suspicion becomes both more intense and more diffused; A panic grows by what it feeds on; if it devours these second-class men, shall we, the first class, be safe?“ Bagehot (1873, S. 24f.).

³⁶ Insofern ist die Auffassung irreführend, dass der Zinsrückgang und die damit einhergehenden Kursgewinne dieser Papiere als eine neue Blase an den Vermögensmärkten zu interpretieren sind (Starbatty et al 2009). Eine Blase ist dadurch definiert, dass der Preis eines Vermögensgutes, z.B. von Aktien oder anderen Wertpapieren, im Vergleich zu Liquidität überhöht ist. US-Staatsschuldtitle und Bundeswertpapiere sind Inbegriffe von Liquidität und können daher nicht Gegenstand einer Blase sein. Vielmehr zeigt der Anstieg der Kurse von US-Staatsschuldtitle und Bundeswertpapieren allein das Platzen

In den entwickelten Volkswirtschaften reagierten Zentralbanken und Regierungen auf diese Umkehr der Kapitalflüsse mit den massiven Rettungs- und Stützungsaktionen für Finanzmärkte und Banken. Sie verhinderten den Zusammenbruch des globalen Finanzsystems, indem sie die drohende Überschussnachfrage nach der ultimativen Form von Liquidität, US Dollar und Euro Bargeld, konterkarierten.

Die Garantien und Liquiditätshilfen der westlichen Regierungen und Zentralbanken gelten jedoch nicht für Schuldtitel, die vom öffentlichen oder privaten Sektor in aufstrebenden Volkswirtschaften emittiert worden waren. Zentralbanken und Regierungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften konnten dem Liquiditätsbedarf jedoch nicht in der gleichen Weise wie die entwickelten Volkswirtschaften begegnen. Dies lag daran, dass diese Schuldtitel zu einem erheblichen Teil nicht in lokaler Währung, sondern in fremder Währung, vor allem US Dollar und – besonders im aufstrebenden Europa – in Euro emittiert worden waren. Wie in der Asienkrise 1997 waren die aufstrebenden Volkswirtschaften dem „sudden stop“ der Kapitalzuflüsse hilflos ausgeliefert. Dies galt auch für die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten. Auf den ersten Blick gaben die Ereignisse daher denen Recht, die mit Blick auf die Ähnlichkeiten zwischen Asien vor 1997 und den Entwicklungen in der Region vor 2007 eine Finanz- und Währungskrise vorhergesagt hatten (Kapitel 2). Offensichtlich konnte die Besonderheit der Finanzsystementwicklung im westlichen Balkan (und in den mittel-, ost- und südosteuropäischen Mitgliedsländern der EU), die Dominanz von Niederlassungen der EWU-Banken in den lokalen Bankensystemen, den Ausbruch der Krise nicht verhindern.

Im Folgenden soll daher genauer geprüft werden, ob und inwiefern die institutionelle Integration Ausmaß und Charakter einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme beeinflussen kann. Dazu wird auf ein zentrales Modell der informationsökonomisch geprägten Theorie der Finanzintermediation zurückgegriffen, das Modell von Diamond und Dybvig (1983). Das Modell hilft,

- die Unterschiede zwischen den Ländern des westlichen Balkans bei der Bewältigung der Finanzkrise zwischen dem 9. August 2007 und dem 15. September 2008 gegenüber Ländern wie Russland und Kasachstan zu erklären, in deren Bankensysteme EWU-Banken eine vergleichsweise untergeordnete Rolle spielen, sowie
- die Implikationen für die Gast- und Heimatländer aufzuzeigen, die sich aus der Krise nach dem 15. September 2008 ergeben haben.

4.2 Vorteile der Finanzsystementwicklung auf der Basis ausländischer, EWU Banken: eine informationsökonomische Analyse

Das Modell von Diamond und Dybvig

Im Mittelpunkt des Diamond-Dybvig Modells steht eine Bank, die von Einlegern gegründet wird, um über zwei Perioden (t_1 , t_2) hinweg Fristentransformation zu betreiben (Abbildung 10). Kurzfristigen Einlagen auf der Passivseite, Laufzeit: eine Periode, die einen Zins in der Höhe von r_1 aufweisen, stehen kurz- und langfristige

der alten Blase (z.B. an den Immobilienmärkten und den mit ihnen verbundenen Wertpapieren), aber keine neue Blase an.

Kredite auf der Aktivseite gegenüber. Die langfristigen Kredite, Laufzeit: zwei Perioden, erwirtschaften einen höheren Zins (r_2) als die kurzfristigen Kredite.

Die Einleger gründen die Bank, weil sie individuell dem Risiko ausgesetzt sind, bereits in der Periode 1 einen Liquiditätsbedarf zu haben. Per Annahme ist der Prozentsatz (x) der Einleger (Typ 1) bekannt, die ihre Einlagen kurzfristig abheben, also in Bargeld umwandeln wollen. Alle anderen ($1-x$) Einleger (Typ 2) wollen an den höheren Erträgen der langfristigen Kredite partizipieren, die am Ende der zweiten Periode von der Bank an sie ausgeschüttet werden.

Abbildung 10: Stilisierte Bilanz der Diamond-Dybvig Bank

Aktiva	Passiva
Kurzfristige Aktiva	Kurzfristige Passiva
Langfristige Aktiva	
<i>Gesamtaktiva</i>	<i>Gesamtpassiva</i>

Quelle: eigene Zusammenstellung

Das Modell, das gegenüber dem Originalbeitrag weiter vereinfacht wurde, kann – wie jedes ökonomische Modell – zu Recht als unrealistisch bezeichnet werden. Banken werden nicht von Einlegern gegründet. Die Annahme, dass der Prozentsatz der Einleger bekannt ist, die in Periode 1 einen Liquiditätsbedarf haben, ist ebenfalls wenig realitätsnah.

Diese Einwände sind jedoch relativ unbedeutend im Vergleich zu den beiden Charakteristika, die im Mittelpunkt des Modells stehen und die Realität marktwirtschaftlich organisierter Bankensysteme zutreffend beschreiben:

1. Die Bank ist solvent. Sie erwirtschaftet über die beiden Perioden Erträge, die ausreichen, ihre Verbindlichkeiten zu decken.
2. Wenn alle Einleger in Periode 1 ihre Einlagen abziehen, ist die Bank illiquide.

Aus diesen beiden Eigenschaften lässt sich eine für das Verständnis der Wirkungen der Finanzkrise zentrale Aussage ableiten: Die Einleger vom Typ 2, die in Periode 1 keinen genuine Liquiditätsbedarf haben, werden von ihrem Recht, ihre Einlagen in der Periode 1 abziehen zu können, keinen Gebrauch machen, solange sie von der Solvenz der Bank überzeugt sind. Umgekehrt gilt aber: Jeder einzelne Einleger vom Typ 2 hat einen Anreiz, seine Einlagen vorzeitig abzuziehen, wenn er den Eindruck hat, dass andere Einleger des gleichen Typs ihre Einlagen bei der Bank auflösen. In diesem Fall ist es rational, der „Herde“ der anderen Einleger zu folgen, da die Illiquidität der Bank und damit der Verlust der eigenen Einlage drohen. Mit dem Abzug seiner Einlagen führt jeder individuelle Einleger vom Typ 2 jedoch jene Situation selbst herbei, die ihn zu seinem Handeln veranlasst: die Illiquidität der Bank. Es kommt zu einer Umkehr der Kapitalströme, einem „bank run“, der nicht durch Fundamentalfaktoren, sondern von sich selbst erfüllenden Prophezeiungen ausgelöst wird.

Empirische Untersuchungen zu historischen „bank runs“ (Calomiris and Gorton 1991) deuten darauf hin, dass das Modell übertreibt, wenn es allein selbst erfüllende Prophezeiungen für Bankenzusammenbrüche verantwortlich macht. In aller Regel gab es konkrete Anlässe, die bei den Einlegern Zweifel an der Solvenz der Banken haben aufkommen lassen. Dabei handelte es sich überwiegend um makroökonomische Schocks, also z.B. eine Eintrübung der wirtschaftlichen Lage oder ein Rückgang der

Häuserpreise. Insofern bleibt es stets unklar, ob eine Umkehr der Kapitalströme vor allem Solvenz- oder Liquiditätsprobleme anzeigt (Goodhart 1999). Entscheidend bleibt, dass die Vermutung über die Insolvenz der Banken genügt, um den „run“, die plötzliche Umkehr der Kapitalflüsse auszulösen.

Dies gilt auch für die derzeitige Finanzkrise (Gorton 2008). Der Rückgang der Häuserpreise in den USA ließ die Vermutung berechtigt erscheinen, dass ein Teil der zweitklassigen Immobilienkredite, mit denen Häuser finanziert wurden, säumig werden würden. Schätzungen sprachen von signifikanten Verlusten, die allerdings die Solvenz des Finanzsystems als Ganzes nicht beeinträchtigen würden (ECB 2007b). Die Anleger wussten allerdings nicht genau, wie groß die Verluste sein würden und wer sie in welcher Höhe zu tragen haben würde. So kam es zu einem „run“: alle Marktteilnehmer wollten ihre Papiere verkaufen, fanden aber keine Käufer, so dass der Markt zusammenbrach. Mit dem rapiden Preisverfall der Papiere sprang die Unsicherheit auf den Geldmarkt und - nach dem Konkurs von Lehman Brothers – auf das ganze internationale Finanzsystem über.

Die *lender of last resort Funktion* der Zentralbank sowie die Errichtung einer Einlagenversicherung gehören zu den zentralen Politikimplikationen des Diamond-Dybvig Modells. Sie können dem „bank run“ begegnen, indem sie den Einlegern vom Typ 2 verdeutlichen, dass es aus Liquiditätsgründen, also allein aufgrund des Abzugs von Depositen anderer Einleger, keinen Grund gibt, ebenfalls ihre Einlagen abzuziehen. Das Handeln von Federal Reserve und Europäischer Zentralbank sowie der Regierungen der entwickelten Volkswirtschaften in der derzeitigen Finanzkrise steht daher im Einklang mit den Modellimplikationen (Kapitel 4.4).

Das Diamond-Dybvig Modell im internationalen Finanzsystem

Das Diamond-Dybvig Modell erhält eine internationale Dimension, wenn die Fristentransformationsleistung auf der Basis einer ausländischen Währung erbracht wird (Chang and Velasco 2000). Forderungen und Verbindlichkeiten der Bank lauten daher nicht nur auf heimischer, sondern auch auf ausländischer Währung (Abbildung 11).

Abbildung 11: Stilisierte Bilanz der Diamond-Dybvig Bank in einem internationalen Finanzsystem

Aktiva	Passiva	
Kurzfristige Aktiva <i>in heimischer Währung</i>	Kurzfristige Passiva <i>in heimischer Währung</i>	} Nationaler lender of last resort - bei festen Wechselkursen: internationaler lender of last resort
Langfristige Aktiva <i>in heimischer Währung</i>		
Kurzfristige Aktiva <i>in ausländischer Währung</i>	Kurzfristige Passiva <i>in ausländischer Währung</i>	} Internationaler lender of last resort - unabhängig vom Wechselkurssystem
Langfristige Aktiva <i>in ausländischer Währung</i>		
Gesamtaktiva	Gesamtpassiva	

Quelle: eigene Zusammenstellung

Am Grundproblem, dass Fristentransformation das Risiko der Illiquidität beinhaltet, ändert sich dadurch nichts. Es ändern sich aber die Möglichkeiten der lokalen Zentralbanken und Regierungen, Liquiditätsproblemen entgegenzutreten. Denn bei Fristentransformation in fremder Währung können Zentralbank und Regierung dem Liquidi-

tätsproblem nur in Höhe der in der Vergangenheit akkumulierten Währungsreserven und Guthaben in ausländischer Währung (Staatsfonds) begegnen. Angesichts dieser Beschränkung können sie die Rolle des *lender of last resort* nur beschränkt übernehmen. Bei einem Regime fester Wechselkurse gilt dies auch für die Fristentransformation auf der Basis der heimischen Währung, sofern der Wechselkurs zu der gegebenen Parität verteidigt werden soll (Jeanne and Wyplosz 2001).

Die begrenzten Möglichkeiten nationaler Zentralbanken und Regierungen gegen das Problem der internationalen Illiquidität vorzugehen, erhöhen die Anfälligkeit des internationalen Finanzsystems für Liquiditätskrisen im Vergleich zu einem nationalen Finanzsystem. Denn die internationalen Anleger können bei steigenden Zweifeln an der Solvenz ihrer Schuldner nicht davon ausgehen, dass ihre „Einlagen“ bei einem möglichen „run“ vor der Illiquidität geschützt sind. Dies gilt für den bosnischen Haushalt, der in seiner Bank in Sarajewo Euro-Guthaben unterhält in gleichem Maße wie für den deutschen Investor, z.B. eine deutsche Bank, die einer russischen Bank einen auf US-Dollar lautenden Kredit zur Verfügung gestellt hat.

Akkumulation von Währungsreserven und institutionelle Integration der Finanzmärkte – unterschiedliche Schlussfolgerungen aus dem Problem der internationalen Illiquidität nach der Asienkrise

Das Liquiditätsproblem auf internationalen Finanzmärkten wurde bereits Ende der neunziger Jahre thematisiert, da sich die damaligen Finanz- und Währungskrisen nur schwer mit den traditionellen Währungskrisenmodellen erklären ließen. Der makroökonomische Datenkranz – Inflation, Budget- und Leistungsbilanzdefizite – lieferte nur wenige Anhaltspunkte, die spekulativen Attacken auf die Festkurssysteme der betroffenen Länder zu rechtfertigen.³⁷ Als Konsequenz aus dieser internationalen Illiquidität wurde vorgeschlagen, dem IWF die Rolle eines *internationalen lender of last resort* zu übertragen (International Financial Advisory Commission 2000, Fischer 2001).

Aus dem Scheitern der Reformvorschläge zugunsten eines internationalen *lender of last resort* zogen die aufstrebenden Volkswirtschaften zwei unterschiedliche Konsequenzen, um bei zunehmender finanzieller Integration dem Problem der internationalen Illiquidität entgegenzuwirken:

- Die asiatischen Volkswirtschaften betrieben eine Politik der vorsichtigen Öffnung des Kapitalverkehrs und der Selbstversicherung durch Leistungsbilanzüberschüsse und den Aufbau von Währungsreserven. Russland schloss sich dieser Strategie weitgehend an.
- Die Staaten des westlichen Balkans und die neuen EU-Mitgliedsstaaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas optierten für eine vollständige Integration ihrer Finanzsysteme mit dem Finanzsystem der EWU. Auf diesem Weg sollte der fehlende Zugang zu einem internationalen *lender of last resort* durch Rückgriff auf international agierende Banken ersetzt werden.

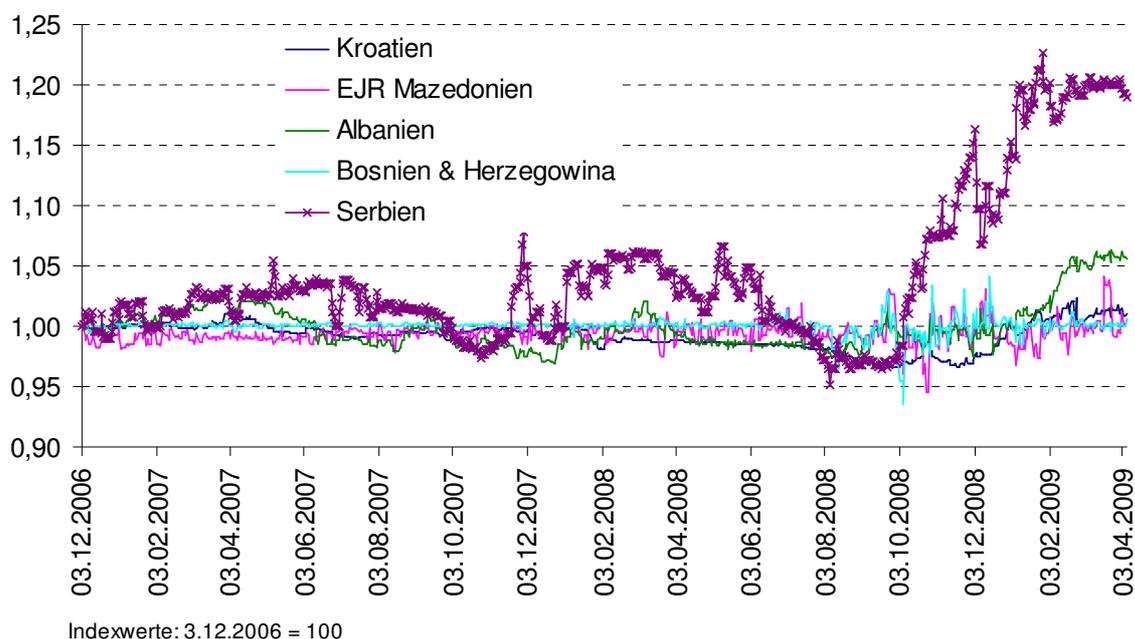
³⁷ Vgl. Winkler (2001b) und die dort angegebene Literatur.

Ausländische Banken als Liquiditätsgaranten

In den Staaten des westlichen Balkans ist das Risiko internationaler Illiquidität in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Dies lag zum einem an den gewählten Währungsregimes, die durch eine mehr oder weniger starke Orientierung am Euro gekennzeichnet sind (Abbildung 12):

- Kosovo und Montenegro haben unilateral den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt.
- Bosnien und Herzegowina betreibt ein *currency board* auf der Basis des Euro.
- Der Wechselkurs des Mazedonischen Dinars ist seit 1997 gegenüber dem Euro konstant.
- Die kroatische Zentralbank hält den Wechselkurs der Kuna gegenüber dem Euro innerhalb einer sehr engen Bandbreite.³⁸
- Serbien, das seit dem Beginn des Transformationsprozesses verschiedene wechselkurspolitische Arrangements verfolgte, hat Anfang 2009 den Übergang zu einem inflation targeting Regime mit managed floating abgeschlossen, wobei der Euro als Ankerwährung fungiert.
- Albanien betreibt offiziell ein flexibles Wechselkursregime; allerdings bewegte sich der albanische Lek zuletzt in einer engen Bandbreite gegenüber dem Euro.

Abbildung 12: Verlauf der Wechselkurse der Länder des Westbalkans (indexiert)



Quelle: Bloomberg

Dies bedeutet, dass – sofern die Zentralbanken an der bisher verfolgten Währungspolitik festhalten wollen – jede Nachfrage nach Liquidität in heimischer Währung zu einer potentiellen Nachfrage nach Liquidität in ausländischer Währung werden kann (Saxton 1999; Obstfeld et al 2008).

³⁸ Andere Merkmale der kroatischen Wechselkurspolitik rechtfertigen es, von einem quasi currency board Regime zu sprechen (Vujcic 2004).

Darüber hinaus weisen alle Länder der Region einen hohen Grad inoffizieller Euroisierung auf, d.h. ein erheblicher Teil der Bankeinlagen sowie der Bankkredite lauten auf Euro. Damit sind die gleichen Verwundbarkeiten gegeben, die 1997 als zentrale Auslöser der Asienkrise identifiziert wurden: (weitgehend) feste Wechselkurse und ein hoher Anteil in ausländischer Währung denominierter Bankeinlagen bzw. von Banken ausgegebener Schuldtitel, auf deren Basis in den Ländern Fristentransformation betrieben wurde (Eichengreen and Hausmann 1999).

Im Gegensatz zu Asien 1997 (sowie den GUS-Staaten und der Türkei 2007/2008) sind im westlichen Balkan aber Niederlassungen der EWU-Banken die Träger dieser Fristentransformation auf Basis ausländischer Währungen (Basso et al., 2007). Dies schien das Risiko internationaler Illiquidität aus zwei Gründen zu reduzieren:

- Die Mutterbanken selbst gehören – neben ihrem Engagement in Form von Eigenkapital – zu den wichtigsten Gläubigern ihrer Niederlassungen (Abbildung 8).
- Die Mutterbanken haben als Eigentümer wesentlich bessere Möglichkeiten als andere Gläubiger, die Solvenz ihrer Schuldner, also der eigenen Niederlassungen, zu beurteilen (De Haas und van Lelyveld 2008). Dies gilt insbesondere im Vergleich zu anderen Banken, die in traditioneller Weise grenzüberschreitende Interbankgeschäfte mit Banken im Ausland tätigen.

Abbildung 13: Stilisierte Bilanz der Bankensysteme des westlichen Balkans aus Sicht des Diamond-Dybvig Modells

Aktiva	Passiva
Kurzfristige Aktiva <i>in heimischer Währung</i>	Kurzfristige Passiva <i>in heimischer Währung</i>
Kurzfristige Aktiva <i>in ausländischer Währung</i>	Kurz- und langfristige Passiva (Einlagen von lokalen privaten Haushalten und Unternehmen) <i>in ausländischer Währung</i>
Langfristige Aktiva <i>in ausländischer Währung</i>	Kurz- und langfristige Passiva (Einlagen, Kredite, Eigenkapital von den EWU-Mutterbanken) <i>in ausländischer Währung</i> (Ausnahme: Eigenkapital)
Gesamtaktiva	Gesamtpassiva

Quelle: eigene Zusammenstellung

Das Engagement der Mutterbanken senkt das Risiko eines "sudden stop", weil es die Wahrscheinlichkeit eines Herdenverhaltens unter den Einlegern der Niederlassungen reduziert. Herdenverhalten setzt eine große "Herde" vieler kleiner Einleger voraus, die beim Ausbruch einer Panik Handlungen unternehmen, die nicht ihren Interessen entsprechen: sie stürzen die Bank in die Illiquidität trotz gegebener Solvenz. Mit ihrem Engagement als strategische Investoren und wichtigste Gläubiger geraten die Mutterbanken in die Rolle eines "Anführers", an dessen Verhalten sich die Herde orientieren kann. Solange die Mutterbanken an ihren Engagements festhalten, kann davon ausgegangen werden, dass das Risiko eines Herdenverhaltens aller anderen Einleger gering ist, weil sie sehen, dass der starke Einleger seine Einlagen nicht abzieht.

Mit dem relativ detaillierten Einblick in die Aktivitäten ihrer Niederlassungen unterliegen die Mutterbanken zudem nicht der Gefahr, allein aus Zweifeln an der Solvenz ihrer

Niederlassungen ihre Engagements zurückzuziehen. Als Eigentümer sollten die Mutterbanken über die Kreditrisiken ihrer Niederlassungen gut informiert sein, d.h. keinem gravierenden Problem asymmetrischer Informationsverteilung in Bezug auf die Solvenz der Kreditnehmer einer Bank unterliegen, die für Bankeinleger sonst typisch ist (Diamond 1984).³⁹

Beide Argumente werden noch von der Überlegung verstärkt, dass die Mutterbanken im Fall eines Liquiditäts- oder Solvenzproblems *in einem Gastland* in der Lage und Willens gewesen wären, ihre Niederlassung mit zusätzlicher Liquidität und Kapital auszustatten und damit einer Krise entgegenzutreten (De Haas und van Lelyveld, 2008). Insgesamt deuten diese Überlegungen daher darauf hin, dass die institutionelle Integration in Form des Markteintritts der EWU-Banken das Risiko der internationalen Illiquidität erheblich reduziert.

4.3 Zugriffsmöglichkeiten auf den internationalen lender of last resort

Die Finanzkrise hat seit dem 15. September 2008 alle aufstrebenden Volkswirtschaften erfasst. Aber es ist keine Finanzkrise aufstrebender, sondern eine Finanzkrise entwickelter Volkswirtschaften, die globale Ausmaße angenommen hat. Mit dem Zentrum der Krise in den entwickelten Volkswirtschaften wurden jedoch die Stabilitätsvorteile der institutionellen Integration weitgehend zunichte gemacht. Denn die Liquiditätsprobleme der Mutterbanken auf den westlichen Kapitalmärkten werfen die Frage auf, ob sie an ihrem Engagement in der Region festhalten können und wollen (Aydin 2008), also eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme in der Tat unwahrscheinlich ist (de Haas und Lelyveld 2008). Daraus ergibt sich für die anderen Gläubiger der Niederlassungen in der Region, also bosnische, kroatische und albanische Haushalte und Unternehmen – ganz im Einklang mit den Überlegungen des Diamond-Dybvig Modells – der Anreiz, präventiv ihre Einlagen abzuziehen. Zudem lassen Nachrichten, die eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation in der Region anzeigen, Zweifel an der Solvenz der Niederlassungen aufkommen. Angesichts der in Kapitel 2 erörterten Kreditrisiken, die in den letzten Jahren eingegangen wurde, erscheinen diese Zweifel auch keineswegs unberechtigt zu sein. Trotz institutioneller Integration drohte das Asienkrisen-Szenario.

Die Mutterbanken, die in der EWU oder in den USA beheimatet sind, weisen jedoch die Eigenschaft auf, Zugriff auf die beiden internationalen *lender of last resorts* zu haben, die Europäische Zentralbank und die Federal Reserve, sowie von den Stützungsmaßnahmen ihrer Regierungen zur Sicherung des eigenen Finanzsystems profitieren zu können. Solange die anderen Einleger der Niederlassungen im westlichen Balkan, also private Haushalte und Unternehmen, davon ausgehen, dass diese

³⁹ Da die Niederlassungen der EWU Banken ihre Kredite zudem in ihren Büchern beließen ("buy and hold"), also nicht – wie im US Kreditgeschäft mit zweitklassigen Immobilienkrediten – das "originate and distribute"-Modell anwandten, bestehen auch nicht die Informationsprobleme, die letztendlich die Illiquidität der strukturierten Produkte auslösten. Allerdings können die unterschiedlichen Kreditvergabebedingungen in Gast- und Heimatländern dazu geführt haben, dass die Mutterbanken die Kreditrisiken möglicherweise doch nicht richtig einschätzen konnten und daher auf die Urteile ihrer lokalen Bankmanager angewiesen waren. Diese hatten jedoch den Anreiz, die Kreditrisiken als gering auszuweisen, da sich ihre Bezahlung und Boni an Wachstum und Marktanteilen ausrichteten. Damit wäre die Kreditvergabe in der Region durch ähnliche Informations- und Anreizprobleme gekennzeichnet gewesen, die auf dem US-Markt für zweitklassige Immobilienkredite zu beobachten waren (Mihaljek 2008, Calomiris 2008).

Zugriffsmöglichkeiten bestehen bleiben und die Stützungsmaßnahmen erfolgreich sein werden, ist der Anreiz, ihre Einlagen aus Sorge vor Illiquidität und Konkurs der Banken abzuziehen, fast ebenso gering wie für die deutschen Einleger nach der Garantie der Einlagen durch die Bundesregierung Anfang Oktober 2008.

Unter diesen Voraussetzungen wirkt die institutionelle Integration der Finanzsysteme im westlichen Balkan selbst unter den Bedingungen einer globalen Finanzkrise stabilisierend. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu einer Situation, in der das heimische Bankensystem von lokalen Banken dominiert wird, die Fristentransformation auf der Basis fremder Währung betreiben. Denn Banken mit lokalen Eigentümern haben keinen Zugriff auf den internationalen *lender of last resort*, der ihre Liquidität in Euro oder US-Dollar sicherstellen kann. Asien 1997 ist dafür ein Beispiel: Die lokalen Banken hatten in den Jahren vor Ausbruch der Krise in erheblichem Umfang kurzfristige Mittel am internationalen Kapitalmarkt, also von westlichen Banken aufgenommen und auf dieser Basis Fristentransformation betrieben. Westliche und asiatische Banken agierten in diesen Kreditbeziehungen als unabhängige Partner (*arm's length relationship*), so dass die "Einleger", die westlichen Gläubigerbanken keine genauen Einblicke in die Solvenz ihrer Schuldner, der asiatischen Banken hatten. Zudem handelte es sich um sehr viele Transaktionspartner. Es genügten daher aufkommende Zweifel an der Solvenz der asiatischen Transaktionspartner um den „run“ und damit die plötzliche Umkehr der Kapitalströme auszulösen. Ohne *internationalen lender of last resort* war das Ergebnis eine der schwersten Finanz-, Währungs- und Wirtschaftskrisen in der Geschichte aufstrebender Volkswirtschaften.

4.4 Der westliche Balkan, die Türkei und die GUS-Staaten vor und nach Lehman Brothers

Die Bedeutung der institutionellen Finanzintegration für die Krisenanfälligkeit aufstrebender Volkswirtschaften lässt sich am Beispiel der Länder der Region verdeutlichen. Dazu ist es erneut sinnvoll, zwischen zwei Perioden der Finanzkrise zu unterscheiden: der Periode zwischen dem 9. August 2007 und dem Zusammenbruch von Lehman Brothers, und der Periode nach dem 15. September 2008. Wie bereits erwähnt waren die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften von der Krise zunächst nicht betroffen. Es gab allerdings auch Ausnahmen, darunter zwei Länder in der Region: Russland und Kasachstan. Beide Länder zeichnen sich dadurch aus, dass der Anteil der ausländischen Banken in den lokalen Bankensystemen relativ gering ist, die einheimischen Banken in den Jahren vor der Krise jedoch in erheblichem Umfang Mittel im Ausland und in Fremdwährung aufgenommen hatten, um auf dieser Basis die Kreditvergabe im Inland zu erhöhen (Tabelle 17, Tabelle 18, Abbildung 11). Die internationale Finanzintegration war daher weit vorangeschritten, institutionell jedoch nur wenig gesichert. So entstanden Zweifel an der Solvenz der russischen und kasachischen Banken, die – vergleichbar der Situation in Asien 1997 – ein plötzliches Versiegen der Kapitalströme in den privaten Sektor auslöste.

In Russland stiegen die Zinsen am Interbankenmarkt (Abbildung 14) und der Aufwertungstrend des Rubels gegenüber dem Währungskorb aus US-Dollar und Euro wurde gestoppt. Die russische Zentralbank reagierte entschlossen, indem sie die Refinanzierungsmöglichkeiten des Bankensektors erweiterte und erleichterte. Zudem fand die seit Jahren erste, den Rubel stützende Intervention am Devisenmarkt statt. Ende 2007 normalisierten sich die Verhältnisse sowohl auf dem Interbanken- als auch auf

dem Devisenmarkt. Unterstützt durch bis Mitte 2008 weiter steigenden Ölpreise kam es zu erneuten Kapitalzuflüssen, die die Währungsreserven der russischen Zentralbank auf die Rekordhöhe von nahezu USD 600 Milliarden ansteigen ließen.

Abbildung 14: Zinssätze am russischen Geldmarkt (in Prozent)

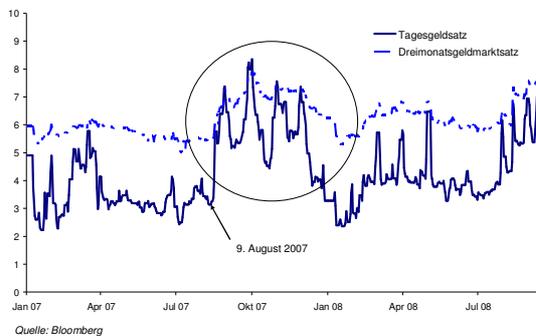
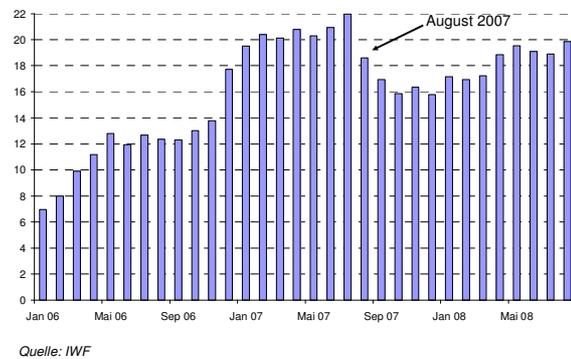


Abbildung 15: Währungsreserven der kasachischen Nationalbank (in Mrd. USD)



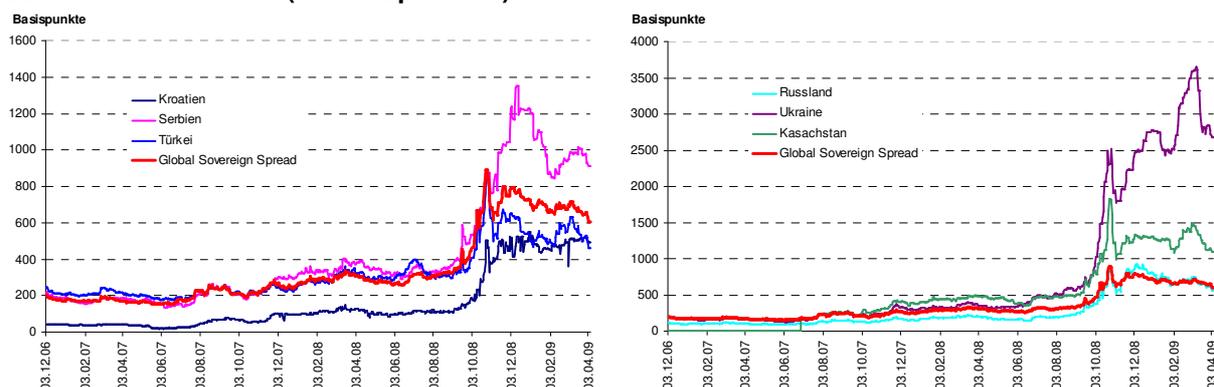
In Kasachstan waren die Verwerfungen stärker und konnten nur mittels erheblicher Interventionen der Nationalbank auf dem Geld- und Devisenmarkt eingedämmt werden (IWF 2008). Die Notenbank verkaufte Währungsreserven an die Geschäftsbanken, die US-Dollar Liquidität zur Rückzahlung von Krediten benötigten, die von den ausländischen Kreditgebern nicht mehr verlängert wurden. Entsprechend sanken die Währungsreserven der Zentralbank (Abbildung 15) und die defizitäre Nettoposition der kasachischen Banken gegenüber dem Ausland. Gleichzeitig stiegen die Zinsen, sowohl auf heimische als auch internationale Schuldtitel. Ausbleibende Kapitalzuflüsse führten zu einem Rückgang des nominalen Wachstums der Kredite des kasachischen Bankensystems an den privaten Sektor im Jahresvergleich von über 100 (Juni 2007) auf unter 10 Prozent (Juli 2008). Es war die erste Kreditkontraktion in der Region, die auf die Finanzkrise zurückzuführen ist.

In den Staaten des westlichen Balkans, aber auch in der Türkei und der Ukraine, blieben die Auswirkungen des ersten Geldmarktschocks in den entwickelten Ländern dagegen begrenzt. Der vergleichsweise mäßige Anstieg der Risikoaversion, der sich zum Beispiel in dem Zinsaufschlag auf internationale Schuldtitel im Vergleich zu US-Staatsschuldtiteln ausdrückt (Abbildung 16), wurde vielmehr als Zeichen gewertet, dass der starke Zufluss an Kapital graduell gebremst würde. Dies stärkte die Erwartung auf eine Rückkehr zu Wachstumsraten von Kredit und Bruttoinlandsprodukt, die als nachhaltig angesehen werden konnten, also Inflationstendenzen entgegenwirkten und Leistungsbilanzdefizite begrenzten. Im Vergleich zu Russland und Kasachstan wurden zudem die Vorteile der institutionellen Finanzintegration bestätigt: Während die internationalen Banken und Kapitalgeber ihre Kredite an die russischen und kasachischen Banken zurückzogen bzw. nicht mehr verlängerten, blieben die Kreditbeziehungen zwischen den EWU-Mutterbanken und ihren Niederlassungen stabil, nicht nur im westlichen Balkan, sondern auch in Russland und Kasachstan selbst (De Haas and Lelyveld 2008). Der „sudden stop“ blieb aus.

Mit dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* gerieten jedoch auch die Mutterbanken der im westlichen Balkan operierenden EWU-Banken in Liquiditätsschwierigkeiten, weil die bisher problemlose Refinanzierung der Aktivitäten in der Region über die internationalen Kapitalmärkte versiegt. Damit registrierten nicht nur Russland und

Kasachstan, sondern auch die anderen Länder der Region die klassischen Symptome einer Finanz- und Währungskrise: steigende Zinssätze (Abbildung 16) sowie unter Druck geratene Wechselkurse (Tabelle 13), die einen starken Rückgang bzw. eine Umkehr der zuvor noch kräftigen Kapitalzuflüsse signalisierten. Das internationale Finanzsystem, die Finanzintermediation zwischen Gläubigern und Schuldern war kollabiert, nicht nur zwischen den reifen Volkswirtschaften, sondern auch zwischen den reifen und den aufstrebenden Volkswirtschaften (Greenspan 2008).

Abbildung 16: Westlicher Balkan, Türkei und GUS-Staaten – Entwicklung der Zinsdifferenz zu US-Staatsschuldtiteln (in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg

Tabelle 13: Westlicher Balkan, Türkei und GUS-Staaten - Wechselkursentwicklung

Nationale Währung	01.01.2007	09.08.2007	15.09.2008	ZU:	
				09.08.2007	15.09.2008
Kroatien	\$ -4,2	-6,2	12,6	€ -0,6	-2,7
EJR	\$ -4,0	-3,3	7,6	€ -0,4	0,3
Mazedonien	\$ -5,0	-2,5	13,5	€ -1,4	1,1
Albanien	\$ -3,8	-3,4	7,0	€ -0,2	0,2
Bosnien & Herzegowina	\$ -3,4	-8,2	33,7	€ 0,2	-4,0
Serbien	\$ -9,3	-1,8	32,1	€ -5,9	1,8
Türkei	\$ -3,3	0,5	32,9	€ 0,4	4,1
Russland	\$ -0,9	-4,4	68,4	€ 2,8	-0,9
Ukraine	\$ -1,5	-4,4	26,3	€ 2,2	-0,8
Kasachstan					

Quelle: Bloomberg

positive Werte: Abwertung (in Prozent)
negative Werte: Aufwertung (in Prozent)

Die Zentralbanken der reifen Volkswirtschaften reagierten auf die internationale Illiquidität ihrer Bankensysteme, indem sie füreinander als internationale *lender of last resort* auftraten. Dazu stellten sie sich untereinander Liquidität in Form von befristeten Währungsabkommen (Swap-Vereinbarungen) zur Verfügung.⁴⁰ Selektiv, aber in einem

⁴⁰ Vgl. die entsprechenden Pressemitteilungen auf den Webseiten der Federal Reserve, der Europäischen Zentralbank und der Deutschen Bundesbank, sowie McGuire and von Peter (2009). In ihren nationalen Finanzsystemen reagierten die Notenbanken mit einer massiven Ausweitung der Liquiditätsbereitstellung

bisher unbekanntem Ausmaß, wurden auch Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften in diese Vereinbarungen eingeschlossen. So stellte die Federal Reserve Ende Oktober 2008 Brasilien, Südkorea, Mexiko und Singapur über Swap-Vereinbarungen Liquidität in Höhe von 120 Milliarden Dollar zur Verfügung und trug damit erheblich zu einer ersten Entspannung bei Zinsen und Wechselkursen in den aufstrebenden Volkswirtschaften bei. Zuvor hatte bereits die Europäische Zentralbank eine ähnliche Vereinbarung mit der Ungarischen Zentralbank geschlossen, um dem Euro-Liquiditätsbedarf in Ungarn in der Größenordnung von bis zu 5 Milliarden Euro zu begegnen. Am 21. November folgte eine weitere Vereinbarung mit der polnischen Nationalbank über 10 Milliarden Euro. Zum erstenmal hatten die wichtigsten Zentralbanken der Welt, die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank, auf eine Finanzkrise in den aufstrebenden Volkswirtschaften offen mit Aktivitäten im Stile eines internationalen *lenders of last resort* reagiert.

Allerdings waren diese Aktivitäten angesichts der Dimension der globalen Finanzkrise bei weitem nicht ausreichend. Für die Länder der Region, die nicht zu den Transaktionspartnern der Federal Reserve und der EZB gehörten, wurde die Finanzkrise daher zum Test der in den letzten Jahren gewählten Strategien zur Integration in das internationale Finanzsystem.

Die russische Zentralbank folgte dem kasachischen Beispiel und ermöglichte es dem russischen Bankensektor über entsprechende Verkäufe ihrer Währungsreserven, seine Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland erheblich zurückzufahren (Abbildung 17). Im Kern handelte es sich bei der Auflösung von Währungsreserven um die gleiche Reaktion auf die Finanzkrise, die in den entwickelten Volkswirtschaften in Form von Rettungs- und Stützungsprogrammen zu beobachten waren. Die Zentralbank, hier: unter Einsatz ihrer Währungsreserven, agierte als *lender of last resort* für die russischen Banken, die in den Jahren zuvor Kredite im Ausland aufgenommen hatten und nun zurückgefordert wurden. Mit dem Verkauf ihrer Währungsreserven verhinderte die Zentralbank die internationale Illiquidität des russischen Bankensystems. Darüber hinaus wurde die maximale Einlagenhöhe, die von der Einlagenversicherung gedeckt wird, erhöht. Schließlich gab es in Russland, ebenso wie in Kasachstan und der Ukraine, staatliche Übernahmen und Rettungsaktionen für einzelne Banken, die vor dem Zusammenbruch standen (Tabelle 14). Alle diese Maßnahmen dienten dem Ziel, die Gefahr eines systemweiten „bank runs“ einzudämmen, die sich in Form eines erheblichen Rückgangs der Einlagen bei den Banken insgesamt sowie einzelner Banken

an das Bankensystem, die sich in einer starken Ausweitung der Zentralbankbilanzen niederschlug. Damit wurde die Liquiditätsversorgung der Realwirtschaft insgesamt jedoch nicht erhöht, da die Zentralbanken mit ihren Maßnahmen lediglich einen Teil der Liquidität ersetzen, die der private Sektor – wie im Diamond-Dybvig Modell beschrieben – in der Krise dem Bankensystem und damit der Realwirtschaft entzogen hat. Entsprechend bestehen aufgrund der Maßnahmen der Zentralbanken auch keine Inflationsgefahren; diese zielen vielmehr darauf ab, das Finanzsystem zu stützen und Deflation zu verhindern. Die Vorgehensweise der Zentralbanken entspricht somit ihrer ureigenen Existenzberechtigung, Finanzkrisen und Deflation über die Bereitstellung einer „elastischen Kreditversorgung“ – so die Formulierung im Gesetz von 1913, das die Federal Reserve begründete – entgegenzuwirken (Goodhart 1988, Friedman 1989). Mit dem Begriff „elastisch“ wird bereits ausgedrückt, dass bei einer entsprechenden Zunahme der Liquiditätsversorgung durch den privaten Sektor selbst, die Notenbanken – wie in jedem anderen Konjunkturzyklus auch – ihre Maßnahmen zurückführen und die Liquiditätsbereitstellung über Zinserhöhungen wieder verteuern werden. Insofern handelt es sich bei den jetzt getroffenen Maßnahmen prinzipiell um normales Zentralbankverhalten. Lediglich die Größenordnungen sind „unnormale“, reflektieren allein die Schärfe der Krise. Sie stellen daher für sich genommen keinen Grund dar, für die Zukunft, also bei einer Normalisierung der Situation der Finanzsysteme, eine höhere Inflation zu erwarten als nach jeder anderen geldpolitischen Lockerung, die es in der Vergangenheit gegeben hat.

abzeichnete. Auch fiskalpolitisch war und ist Russland aufgrund der Überschüsse in den vergangenen Jahren in der Lage gegenzusteuern und damit makroökonomische Impulse zur Stärkung der Realwirtschaft zu setzen.

Abbildung 17: Nettoposition der russischen Zentralbank und des russischen Bankensystems gegenüber dem Ausland

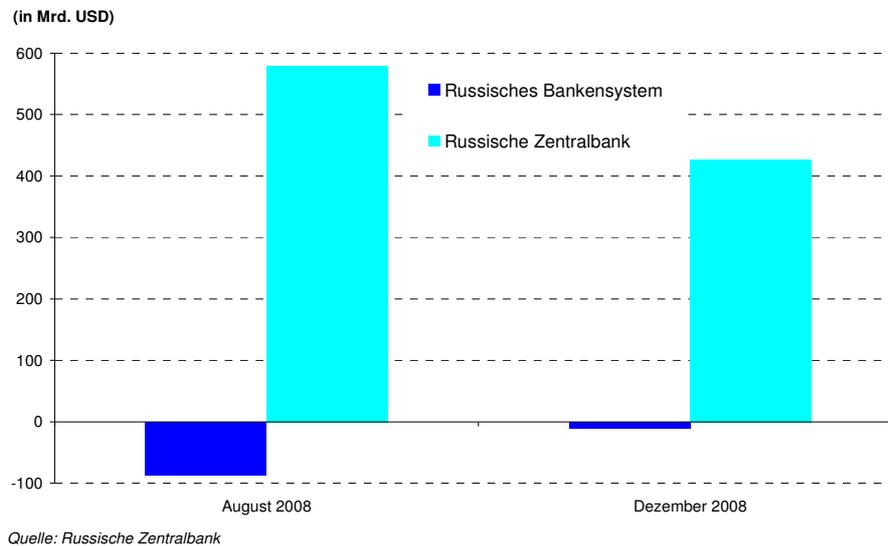


Tabelle 14: Maßnahmen der Zentralbanken und Regierungen in den Staaten des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers

	Liquiditätsmaßnahmen		Weitere regulatorische Maßnahmen	Internationale Unterstützung	Staatliche Hilfen/Übernahme von Banken	Devisenreserven	Zinspolitik	
	Mindestreserveanforderungen	Sonstige Maßnahmen					Veränderung	Stand 01.04.09
Kroatien	↓	ja	ja	/	nein	↓	→	9%
EJR	→	nein	ja	/	nein	↓	→	7%
Mazedonien	→	ja	nein	/	nein	→*	-0,50%	5,75%
Bosnien und Herzegowina	↓	ja	nein	/	nein	↓*	**	**
Kosovo	→	nein	nein	/	nein	k.A.	**	**
Montenegro	↓	ja	nein	/	ja	↓	**	**
Serbien	↓	ja	nein	IWF: € 3 Mrd.	nein	↓	+0,75%	16,5%
Türkei	↓	ja	nein	/	nein	↓	-5,25%	11,5%
Russland	↓	ja	ja	/	ja	↓	+2%	13%
Ukraine	↓	ja	nein	IWF: € 16,4 Mrd.	ja	↓	→	12%
Kasachstan	↓	ja	nein	/	ja	↓	-1%	9,5%

Quelle: eigene Zusammenstellung

* bis Ende 2008

** keine eigene Geldpolitik

In den Ländern des westlichen Balkans und in der Türkei versorgten die Zentralbanken die lokalen Bankensysteme ebenfalls mit zusätzlicher US-Dollar und Euro Liquidität, wenngleich sich Ausmaß und Form deutlich von denen in Russland und Kasachstan unterschieden. Auch hier reagierten die Zentralbanken mit Stützungsaktionen für die heimische Währung, allerdings in deutlich geringeren Größenordnungen als in Russland oder Kasachstan. In vielen Ländern, z.B. Kroatien, Bosnien und Herzegowina und Serbien, bestanden die ersten Schritte zur Erhöhung der Liquidität der Bankensysteme daher vor allem darin, die zusätzlichen Mindestreserveanforderungen zu lockern oder ganz aufzuheben, die in den Jahren zuvor erlassen worden waren, um die Kapitalzuflüsse und deren Transformation in Kredite des Bankensystems zu bremsen. In

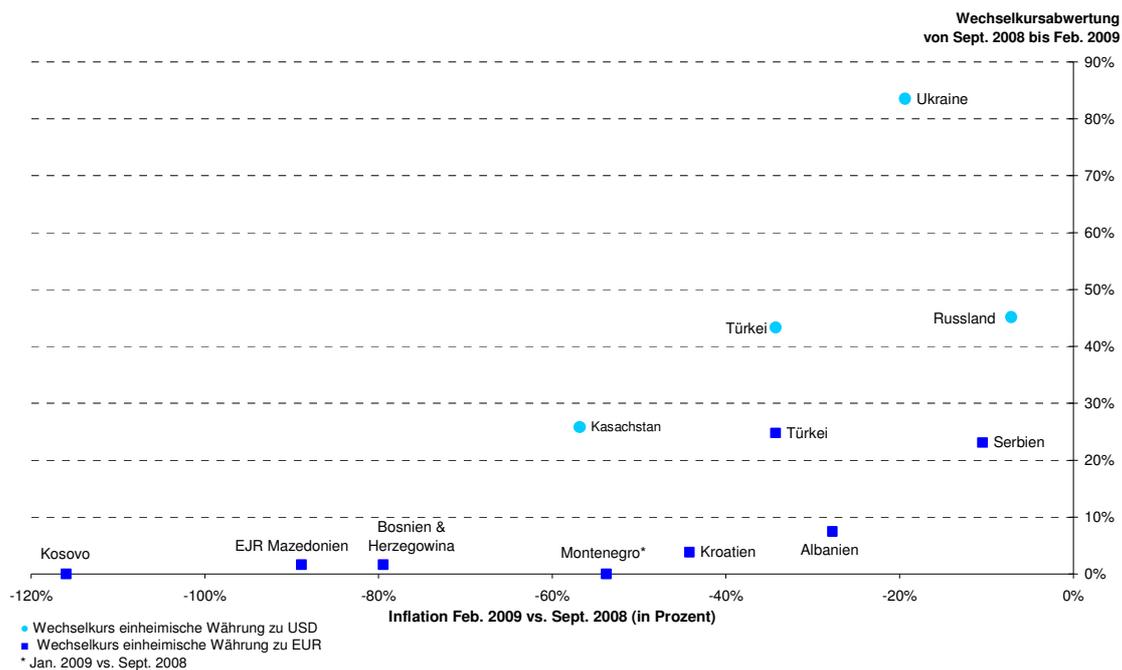
Kroatien unterstützte die Zentralbank betroffene Banken selektiv außerdem direkt mit kurzfristigen Liquiditäts-/ Refinanzierungskrediten.

In einigen Ländern des westlichen Balkans kam es ebenfalls zu spürbaren Abzügen von Einlagen aus dem Bankensystem, sowohl systemweit als auch bei einzelnen Banken. Im Einklang mit der auf dem Diamond-Dybvig Modell basierenden Analyse internationaler Illiquidität waren davon vor allem Banken mit einheimischen Eigentümern betroffen. In Montenegro führte dies zur Übernahme einer einheimischen Bank durch den Staat (IMF 2009a). Im Oktober 2008 führten Meldungen über die Schwierigkeiten der Hypo Real Estate in Deutschland zu einem erheblichen Abzug von Einlagen aus dem serbischen Bankensystem. In Albanien, Bosnien und Herzegowina, Serbien und der Türkei wurde die vom Staat garantierte Höhe der Bankeinlagen erhöht, um einem weiteren Mittelabfluss entgegenzuwirken. In Montenegro gab der Staat sogar eine Garantie auf alle Einlagen ab.

Insgesamt fielen im westlichen Balkan, in denen die Niederlassungen von EWU-Banken die Bankensysteme dominieren, die Kapitalrückflüsse aus dem Bankensystem erheblich geringer aus als in den GUS-Staaten. Zumindest bisher haben die westlichen Mutterbanken ihre Direktinvestitionen in den Ländern der Region nicht aufgegeben. Mit der Finanzkrise ist es jedoch auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem drastischen Einbruch der ökonomischen Aktivität gekommen. Dies gilt auch und gerade für die Länder der Region, deren Wachstumsmodell auf dem Zufluss jener Kapitalströme aufbaute, die nun versiegt sind. In Russland und Kasachstan kommt erschwerend der Rückgang der Öl- und Gaspreise hinzu, die den Wachstumsprozess in beiden Ländern erheblich unterstützt hatten. Entsprechend dramatisch sind die Rückgänge bei Produktion und Exporten. Deren disinflationäre Wirkungen waren so groß, dass selbst in der Türkei und den GUS-Ländern, deren Währungen seit September 2008 zwischen 26 und 68 Prozent gegenüber dem US-Dollar abgewertet haben (18 – 57 Prozent gegenüber dem Euro), die Inflationsraten nicht weiter anstiegen, sondern sogar zurückgingen. Im westlichen Balkan, wo lediglich Serbien eine stärkere Abwertung hinzunehmen hatte, sanken die Inflationsraten zum Teil deutlich (Abbildung 18). Im Gegensatz zu Russland sind zudem die Fähigkeiten der Regierungen begrenzt, dem Outputkollaps mit Hilfe einer antizyklischen Fiskalpolitik zu begegnen. Dies ist auch auf die unzureichend antizyklische Position in den vergangenen Jahren hoher Wachstumsraten zurückzuführen. So ist eine Fortsetzung der prozyklischen Politik zu erwarten, da eine Ausweitung der Budgetdefizite, die aus makroökonomischen Gründen wünschenswert wäre, in der Krise das Vertrauen in die Stabilität, insbesondere die Stabilität der Wechselkursregime, unterminieren würde.

Vor diesem Hintergrund ist abzusehen, dass neben der Ukraine und Serbien weitere Länder in der Region Hilfspakete des IWF in Anspruch nehmen werden (Tabelle 14). Anfang April kündigte Bosnien und Herzegowina an, dass es sich um einen IWF Kredit bemühen werde. Dabei geht es nicht nur um makroökonomische Unterstützung, sondern auch um die Stabilisierung der Bankensysteme. Denn ähnlich wie in den entwickelten Volkswirtschaften stellt ein funktionierendes Bankensystem, das die Kreditversorgung der Realwirtschaft sichert, eine Grundvoraussetzung dafür dar, den Abschwung zu bremsen und den Aufschwung einzuleiten.

Abbildung 18: Inflation und Wechselkurs, Prozentuale Veränderungen von Sept. 2008 – Feb. 2009



Quelle: eigene Berechnungen

Die Banken in der Region stehen jedoch zunehmend nicht nur Liquiditäts-, sondern auch Solvenzproblemen gegenüber. Zinserhöhungen auf der einen, sowie Einkommensrückgänge und damit verbundene Liquiditäts- und Solvenzprobleme ihrer Schuldner auf der anderen Seite, lassen erwarten, dass der Anteil säumiger Kredite in den Portefeuilles der Banken stark ansteigen und die Solvenz der Institute bedrohen wird. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der in den letzten Jahren angehäuften Kreditrisiken. Um die Stabilität der Bankensysteme in der Region zu gewährleisten wird es daher nicht nur der Versicherung der EWU-Mutterbanken bedürfen, auf einen plötzlichen Abzug ihrer Engagements in der Region zu verzichten. Vielmehr ist zu erwarten, dass sie bald ihre Niederlassungen mit der Zufuhr frischen Kapitals unterstützen werden müssen.

Angesichts der Liquiditäts- und Solvenzprobleme der Mutterbanken selbst, stellt sich jedoch die Frage, ob diese Zufuhr von Kapital geleistet werden kann und wird. Dies ist auch eine Frage an die Regierungen der Länder, in denen die Mutterbanken beheimatet sind. Sie haben in den letzten Monaten ebenfalls Rettungspakete in erheblichem Umfang geschnürt, um die Stabilität ihrer Banken zu gewährleisten. Zu befürchten ist, dass die Regierungen sich entweder nicht in der Lage sehen oder – auch aus politischen Gründen – nicht willens sein werden, „ihren“ Mutterbanken zu gestatten, Mittel aus den nationalen Rettungspaketen zur Stützung der Niederlassungen in der Region zu verwenden (Hope and Wagstyl 2009).

Die Krise zeigt daher eine weitere Komponente der institutionellen Finanzintegration auf: die stärkere Gleichverteilung der Risiken zwischen Heimat- und Gastland (Kasten 1). Mögliche Solvenzprobleme der Banken in der Region müssen von den entwickelten Volkswirtschaften stärker berücksichtigt werden als dies bei klassischen grenzüberschreitenden Transaktionen zwischen Banken in entwickelten und ausstrebenden Volkswirtschaften (Asien 1997, Russland, Kasachstan 2007 – 2009) der Fall ist, weil sie die Solvenz und Reputation der westlichen Banken direkt berühren. Im konkreten

Beispiel kommt erschwerend hinzu, dass Heimatländer betroffen sind, deren Bruttoinlandsprodukt und Bankensysteme zwar immer noch erheblich größer sind als die der Volkswirtschaften, in denen „ihre“ Mutterbanken investiert haben. Insgesamt gesehen sind die Engagements jedoch von einer beträchtlichen Größenordnung, vor allem wenn die Engagements in den neuen Mitgliedsländern der EU ebenfalls miteinbezogen werden (IWF 2009c). Bei einer weiteren Verschärfung der Krise ist daher eine Situation, in der sich Regierungen und Mutterbanken gegen eine weitere Unterstützung einer oder mehrerer Niederlassungen in der Region entscheiden, nicht auszuschließen.

Das Diamond-Dybvig Modell lässt die Folgen eines solchen Schrittes erahnen: die bestätigten Zweifel an der Solvenz eines Instituts könnten Ansteckungseffekte auslösen (Geršl 2007), die zu einem massiven Abzug von Einlagen bei allen Niederlassungen von EWU-Banken in der Region führen würden. Der Kollaps der Finanzsysteme in der Region wäre wohl kaum zu vermeiden und die Auswirkungen auf das europäische Bankensystem unübersehbar (Berglöf 2009).

Vor diesem Hintergrund kam es zu intensiven Bemühungen

- der in der Region agierenden Mutterbanken, z.B. in der Form des gemeinsamen Briefes an die EU Kommission vom Dezember 2008,
- der internationalen Finanzinstitutionen, z.B. in Form der gemeinsamen Initiative von EBRD, EIB und Weltbank vom Februar 2009 zur Stützung der Bankensysteme in der Region, als auch
- des IWFs, z.B. in Form der Koordinationstreffen mit den wichtigsten Auslandsbanken in der Region (IMF 2009b),

ein sich gegenseitiges Aufschaukeln von Finanz- und Wirtschaftskrise in der Region zu verhindern. Diese Bemühungen wurden mit den Beschlüssen des G-20 Gipfels gestärkt, die eine erhebliche Ausweitung der Mittel des IWF vorsehen. Zusammen tragen diese Anstrengungen sowohl im Ansatz als auch in der Dimension dem globalen Charakter der Krise Rechnung.⁴¹

5. Schlussfolgerungen und wirtschaftspolitische Konsequenzen

Seit Mitte September 2008 befinden sich die Länder des westlichen Balkans, die Türkei und die GUS-Staaten in einer schweren Finanz- und Währungskrise. Sie weist die aus früheren Krisen aufstrebender Volkswirtschaften bekannten Phänomene auf: eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme, die Liquiditätsengpässe in den lokalen Finanzsystemen begründet und zu Zinsanstieg und Abwertungsdruck, Interventionen der Zentralbanken auf den Devisenmärkten, und Bankzusammenbrüchen führt.

Die Krise unterscheidet sich dennoch grundsätzlich von den Finanz- und Währungskrisen aufstrebender Volkswirtschaften in den 90er Jahren: sie stellt eine globale Liquiditätskrise dar, die – nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers – von Zweifeln an der Solvenz der international agierenden Banken ausgelöst wurde. Die Überschussnachfrage nach Liquidität, vor allem in US Dollar und Euro, hat zu einem fast vollständigen Zusammenbruch der internationalen Finanzintermediation geführt.

⁴¹ Schätzungen weisen sogar einen wesentlich größeren Mittelbedarf für den IMF aus, wenn dem Zusammenbruch der internationalen Finanzintermediation wirksam begegnet werden soll (Buiters 2009).

Alle Länder der Region haben sich in den letzten Jahren verstärkt in das internationale Finanzsystem integriert und sind Ziel erheblicher (Brutto-)Kapitalströme aus den entwickelten Volkswirtschaften gewesen. Sie unterscheiden sich jedoch darin, dass der westliche Balkan auch die institutionelle Integration seiner Finanzsysteme forcierte: Niederlassungen von EWU-Banken dominieren die Bankensysteme in diesen Ländern. Damit erhielt der grenzüberschreitende Kapitalverkehr eine neue Qualität: während in den GUS-Staaten und der Türkei lokale Banken und Unternehmen in überwiegend traditioneller Weise auf dem internationalen Kapitalmarkt Mittel aufnahmen, waren es im westlichen Balkan die Mutterbanken der vor Ort tätigen Niederlassungen, die die Mittel bereitstellten.

Die institutionelle Integration schien das Risiko einer Finanz- und Währungskrise im westlichen Balkan aus zwei Gründen zu reduzieren. Einerseits würden die Mutterbanken kein Interesse daran haben, die Stabilität und Profitabilität ihrer Niederlassungen durch eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme zu gefährden. Andererseits würden ihr Engagement, ihre Reputation und ihre Kapitalkraft dafür sorgen, dass eine von anderen Marktteilnehmern ausgelöste plötzliche Umkehr der Kapitalströme von vornherein begrenzt bzw. konterkariert wird. Die betroffenen Volkswirtschaften schienen dadurch den Vorteil aufzuweisen, dem Risiko der internationalen Illiquidität weder durch Leistungsbilanzüberschüsse und Währungsreservenaufbau noch durch einen direkten Anschluss an einen internationalen *lender of last resort* begegnen zu müssen. Die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Wachstumsprozess schienen gegeben zu sein.

Der globale Charakter der Finanzkrise hat die Vorteile der institutionellen Finanzintegration außer Kraft gesetzt, weil sie die Gültigkeit zweier zentraler Annahmen außer Kraft setzte: uneingeschränkte Stabilität und Liquidität der Mutterbanken sowie Krisenphänomene, die von den Gast- und nicht den Heimatländern ausgehen. Vor diesem Hintergrund wird die Stabilität der Finanzsysteme in den Ländern des westlichen Balkans seit Herbst 2008 vor allem durch die Stützungsmaßnahmen der Heimatländer für die eigenen Banken garantiert. Nur deshalb blieben klassische „bank runs“ auf die wenigen verbliebenen Banken mit einheimischen Eigentümern beschränkt. Allerdings zeigt sich eine zunehmende Überforderung einzelner Heimatländer der in der Region agierenden Banken. Die Folge sind verstärkte Bemühungen um eine internationale Koordination zwischen Banken, Staaten und internationalen Finanzinstitutionen mit dem Ziel, die Bankensysteme im westlichen Balkan zu stabilisieren.

Das Beispiel Russland zeigt, dass auch eine auf Leistungsbilanzüberschüsse und Währungsreservenakkumulation aufbauende Finanzintegrationsstrategie keine Sicherheit vor krisenhaften Entwicklungen bietet. Angesichts der starken Kreditaufnahme im Ausland und der damit verbundenen massiven Verschuldung des privaten Sektors konnten selbst hohe Leistungsbilanzüberschüsse und der Aufbau einer Nettogläubigerposition die Krisenanfälligkeit des russischen Finanzsystems nicht reduzieren. Im Gegenteil: Russland – ebenso wie Kasachstan – wurde von der Krise noch früher betroffen als die Länder des westlichen Balkans, die in den Jahren zuvor hohe Leistungsbilanzdefizite und eine steigende Auslandsverschuldung gekennzeichnet haben.

Leistungsbilanz und Nettoverschuldung beeinflussen allerdings die Fähigkeit der Länder in der Region, wirtschaftspolitisch auf eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme zu reagieren. In Russland konnten Geld- und Fiskalpolitik aufgrund der hohen Währungsreserven und der Haushaltsüberschüsse der vergangenen Jahre eigenständig der internationalen Illiquidität und dem Nachfrageausfall entgegenreten. Die Zentralbank stellte dem privaten Sektor Liquidität in fremder Währung bereit (und baute damit einen Teil ihrer extrem hohen Währungsreserven ab), während die Regierung über

eine expansive Fiskalpolitik die Binnennachfrage stärkte. Allerdings sind die Handlungsoptionen der russischen Wirtschaftspolitik – zum Beispiel im Vergleich zu den USA oder dem Eurowährungsgebiet – aufgrund des mangelnden Zugriffs auf den internationalen *lender of last resort* inhärenterweise quantitativ begrenzt. Außerdem wirkt die starke Abwertung des Rubels inflationstreibend, so dass die Geldpolitik über wenig Spielraum für einen expansiveren Kurs verfügt.

In den anderen Ländern in der Region, insbesondere im westlichen Balkan, sind die wirtschaftspolitischen Optionen jedoch noch stärker eingeschränkt. Geldpolitisch gibt es aufgrund der gewählten Wechselkursregimes sowie der hohen Verschuldung des privaten Sektors in Fremdwährung praktisch keine Handlungsspielräume. Abwertungen sind nicht gewollt, während die bestehenden Abwertungserwartungen die Möglichkeiten der Geldpolitik begrenzen, die Zinsen zu senken. Feste Wechselkurse und „tightly managed floats“ setzen auch einer expansiven Fiskalpolitik enge Grenzen. Zudem hat es die Fiskalpolitik in nahezu allen Länder – mit der Ausnahme Russlands – in den Jahren starken Wachstums versäumt, über eine entsprechend restriktive Politik Puffer aufzubauen, die nun für konjunkturelle Impulse genutzt werden könnten.

Der Rückgang der realwirtschaftlichen Aktivität bei fehlenden wirtschaftspolitischen Optionen zur Bekämpfung der Krise erhöht den Abwertungsdruck auf die Währungen in der Region und lässt Regierungen und Zentralbanken um internationale Unterstützung, insbesondere durch den IWF, bitten. Die Ukraine und Serbien haben diese Unterstützung bereits in Anspruch genommen.

Die Erfahrungen der Staaten des westlichen Balkans, der Türkei und der GUS-Staaten bestätigen daher zwei Schwachstellen des internationalen Finanz- und Währungssystems, die schon nach Ausbruch der Asienkrise 1997 intensiv diskutiert wurden:

1. Unilaterale Strategien der internationalen Finanzintegration, selbst wenn sie weitgehend konsequent umgesetzt werden, können Finanz- und Währungskrisen in aufstrebenden Volkswirtschaften nicht verhindern. Die gegenwärtige Krise zeigt, dass weder Reserven Aufbau und Leistungsbilanzüberschüsse noch die institutionelle Integration der lokalen Finanzsysteme mit denen der entwickelten Volkswirtschaften die Gewähr für eine krisenfreie Integration in das internationale Finanzsystem bieten. Beide Strategien enthalten zwar Elemente, die das Risiko der internationalen Illiquidität reduzieren, sie können es jedoch nicht ausschließen. Dies gilt besonders dann, wenn es sich um einen globalen Liquiditätsschock handelt, der auf den Finanzmärkten der entwickelten Volkswirtschaften ausgelöst wird. Es bedarf daher einer multilateralen Strategie, deren Kern beim Gipfel der G-20 Staaten in London im April 2009 bereits angegangen wurde: die Schaffung eines internationalen *lenders of last resort* – angedeutet durch die erhebliche Mittelaufstockung für den IWF – sowie eine tiefgreifende Reform der Regulierung der internationalen Finanzmärkte. Wie im nationalen Rahmen gehört beides untrennbar zusammen: *lender of last resort* und Regulierung (Calvo 2009).
2. Das gegenwärtige Weltwährungssystem lässt aufstrebenden Volkswirtschaften praktisch keine andere Wahl als danach zu streben, Leistungsbilanzdefizite zu vermeiden und Währungsreserven zu akkumulieren. Das russische Beispiel⁴² zeigt, dass die Strategie der Akkumulation von Währungsreserven sowie des Erzielens von Leistungsbilanz- und Haushaltsüberschüssen eine Finanz- und Währungskrise zwar nicht verhindern kann, sie jedoch die Voraussetzung dafür darstellen, eine solche Krise – in Grenzen – unilateral zu bekämpfen. Sollte sich diese Strategie im Vergleich

⁴² Das gilt noch verstärkt für das Beispiel China.

zu anderen Strategien als relativ erfolgreich erweisen, dürfte ihre Attraktivität unter den aufstrebenden Volkswirtschaften weiter zunehmen. Dies gilt auch für die Länder des westlichen Balkans und die Türkei, die sich – zusammen mit den neuen EU-Mitgliedsstaaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas – angesichts hoher Leistungsbilanzdefizite vor und nach dem Ausbruch der derzeitigen Finanzkrise dem Vorwurf ausgesetzt sahen, aus den Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika der neunziger Jahre nicht gelernt zu haben (Calvo 2009).

Die Summe aller Leistungsbilanzsalden dieser Welt ist jedoch notwendigerweise Null, so dass nicht alle Volkswirtschaften auf der Welt Leistungsbilanzüberschüsse erzielen können. Sollten die Vereinigten Staaten, als bisher (in US Dollar) größtes Defizitland, ihre Leistungsbilanzdefizite tatsächlich abbauen, stellt sich daher die Frage, welches Land oder welche Ländergruppe die Leistungsbilanzdefizite der Zukunft aufweisen will und wird.⁴³ Solange diese Frage unbeantwortet bleibt, droht ein zunehmender Handels- und Finanzprotektionismus, einschließlich Abwertungswettlauf. Um dies zu verhindern, bedarf es einer Reform des Weltwährungssystems, in deren Mittelpunkt die Koordinierung der Makropolitiken der wichtigsten Volkswirtschaften, wie sie z.B. im G-20 Format versammelt sind, stehen sollte. Insbesondere Fiskal- und Wechselkurspolitik sind antizyklisch so zu gestalten, dass sowohl Überhitzungserscheinungen als auch Rezessionstendenzen bekämpft werden können. Auf dieser Basis kann dann aufstrebenden Volkswirtschaften glaubhaft die Perspektive vermittelt werden, dass eine auf die Binnennachfrage setzende Wachstumsstrategie nicht zwangsläufig mit einer Währungs- und Finanzkrise enden muss. Nur dann werden sie bereit sein, von einer Strategie der Akkumulation von Leistungsbilanzüberschüssen und Währungsreserven abzusehen, um sich gegen das Risiko einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme zu versichern.

Der Ausgang des Integrationsexperiments im westlichen Balkan (und in den neuen EU-Mitgliedsstaaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas), das bei vollständiger Finanzintegration auch hohe Leistungsbilanzdefizite beinhaltete, hat daher Signalcharakter, der über Europa hinausgeht (Berglöf 2009, Fabrizio, Leigh and Mody 2009). Ein Fehlschlag in Form eines Zusammenbruchs der dortigen Bankensysteme würde nicht nur die Reputation der EWU-Banken sowie des westlichen Modells insgesamt in der Region zerstören. Ein Fehlschlag würde auch all jenen Recht geben, die aus den unterschiedlichsten Blickwinkeln argumentierend behaupten, dass Finanzintegration zwischen entwickelten und aufstrebenden Volkswirtschaften selbst unter den besten institutionellen Bedingungen, wie sie für die Länder des westlichen Balkans in Form des EU-Integrationsprozesses gegeben sind, nicht funktioniert. Dies dürfte aber das vorläufige Ende der finanziellen Globalisierung bedeuten, die in den letzten Jahren zu beobachten war und einen in der jüngsten Wirtschaftsgeschichte beispiellosen Konvergenzprozess ermöglichte. Der Preis, der in Form von Wachstums- und Beschäftigungsverlusten als Folge einer durchgreifenden Finanzkrise zu bezahlen ist, wäre schlicht zu hoch.

⁴³ Dies ist gerade für Deutschland eine zentrale Frage. Denn sowohl der Aufschwung der vergangenen Jahre als auch der zur Zeit zu beobachtende Outputkollaps wurde und wird von Leistungsbilanzüberschüssen und deren rapiden Verfall getrieben.

6. Annex

Tabelle 15: Übersicht über wichtige Ein- und Ausfuhr Güter (2007)

	Kroatien		EJR Mazedonien		Albanien		Bosnien und Herzegowina		Kosovo		Montenegro	
Exporte	Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %	
Rang 1	Andere Beförderungsmittel	11,6	Eisen und Stahl	37,6	Bekleidung und Bekleidungszubehör	26,86	NE Metalle	9,99	Bearbeitete Waren	53,3	NE Metalle (Aluminium und Aluminiumprodukte)	45,6
Rang 2	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	9,3	Bekleidung und Bekleidungszubehör	18,9	Schuhe	21,04	Metallwaren, a.n.g.	8,21	Rohstoffe (ohne Nahrungsmittel und mineralische Brennstoffe)	22,7	Eisen und Stahl	17,4
Rang 3	Elektrische Maschinen, Apparate, Geräte und Einrichtungen	7,4	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	4,7	Metallurgische Erze und Metallabfälle	11,57	Eisen und Stahl	7,10	Nahrungsmittel und lebende Tiere	7,4	Pharmazeutische Produkte	4,6
Importe												
Rang 1	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	11,7	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	12,1	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	7,21	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	9,9	Bearbeitete Waren	18,7	Elektrische Maschinen, Apparate, Geräte und Einrichtungen	11,1
Rang 2	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	9,3	Eisen und Stahl	10,4	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	6,42	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	7,1	Maschinenbauerzeugnisse und Fahrzeuge	18,5	Fahrzeuge (ohne Schienenfahrzeuge)	10,5
Rang 3	Eisen und Stahl	5,0	Garne, Gewebe und verwandte Waren	8,1	Elektrischer Strom	5,92	Eisen und Stahl	5,2	Mineralische Brennstoffe, Schmiermittel und verwandte Erzeugnisse	18,3	Elektrogeräte, Geräte für Nachrichtentechnik	7,6
<hr/>												
	Serbien		Türkei		Russland		Ukraine		Kasachstan			
Exporte	Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %		Anteil in %			
Rang 1	Eisen und Stahl	12,4	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	14,6	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	47,2	Eisen und Stahl	38,2	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	62,4		
Rang 2	NE Metalle	7,9	Bekleidung und Bekleidungszubehör	12,9	Gas	12,4	Andere Beförderungsmittel	4,6	NE Metalle	9,5		
Rang 3	Gemüse und Früchte	5,3	Eisen und Stahl	8,9	Besondere Warenverkehrsvorgänge und Waren	8,1	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	3,7	Eisen und Stahl	7,3		
Importe												
Rang 1	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	10,6	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	11,4	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	16,5	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	12,7	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	13,2		
Rang 2	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	8,2	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	7,1	Arbeitsmaschinen für besondere Zwecke	5,9	Straßenfahrzeuge (einschl. Luftkissenfahrzeuge)	12,4	Erdöl, Erdölerzeugnisse und verwandte Waren	9,2		
Rang 3	Eisen und Stahl	5,0	Eisen und Stahl	6,7	Geräte für Nachrichtentechnik; Bild- und Tonaufzeichnungs- und wiedergabegeräte	5,8	Gas	10,8	Eisen und Stahl	8,3		

Quelle: Comtrade, Kosovo und Montenegro: nationale Quellen (2008), eigene Zusammenstellung

Tabelle 16: Bruttoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (einschließlich Direktinvestitionen), (in Prozent des BIP)

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kroatien	Gesamtverbindlichkeiten	74,2	75,8	89,4	105,8	116,4	110,4	147,9	174,2
	Direktinvestitionen	15,1	19,6	26,2	28,8	34,8	37,5	63,8	87,1
	Portfolioinvestitionen und andere Anlagen in Unternehmen und Banken	59,0	56,2	63,2	77,1	81,6	72,8	84,2	87,1
EJR Mazedonien	Gesamtverbindlichkeiten	n.a.	n.a.	n.a.	83,3	86,7	82,2	89,8	n.a.
	Direktinvestitionen	n.a.	n.a.	n.a.	34,8	40,7	35,8	43,3	n.a.
	Portfolioinvestitionen und andere Anlagen in Unternehmen und Banken	n.a.	n.a.	n.a.	48,5	45,9	46,4	46,5	n.a.
Türkei	Gesamtverbindlichkeiten	57,2	71,1	64,0	59,1	54,4	58,0	64,8	n.a.
	Direktinvestitionen	7,2	10,2	8,1	11,0	9,8	14,7	16,6	n.a.
	Portfolioinvestitionen und andere Anlagen in Unternehmen und Banken	50,0	60,9	55,9	48,1	44,6	43,3	48,2	n.a.
Russland	Gesamtverbindlichkeiten	70,9	70,3	72,7	77,2	70,5	71,7	77,8	n.a.
	Direktinvestitionen	12,4	17,3	20,5	22,4	20,7	23,6	27,5	n.a.
	Portfolioinvestitionen und andere Anlagen in Unternehmen und Banken	58,5	53,1	52,2	54,7	49,8	48,1	50,3	n.a.
Ukraine	Gesamtverbindlichkeiten	n.a.	68,3	66,1	62,7	62,1	66,0	71,3	n.a.
	Direktinvestitionen	n.a.	12,6	14,0	15,1	14,8	20,0	21,4	n.a.
	Portfolioinvestitionen und andere Anlagen in Unternehmen und Banken	n.a.	55,7	52,1	47,6	47,3	46,0	49,9	n.a.
Kasachstan	Gesamtverbindlichkeiten	86,1	86,7	93,7	94,1	89,9	88,3	108,9	114,6
	Direktinvestitionen	55,1	58,4	62,9	57,0	51,9	44,8	40,4	41,4
	Portfolioinvestitionen und andere Anlagen in Unternehmen und Banken	30,9	28,4	30,8	37,0	37,9	43,4	68,4	72,9

Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

Tabelle 17: Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland in Form von Portfolioinvestitionen und anderen Anlagen (in Mrd. USD)

	Kroatien		EJR Mazedonien		Türkei		Russland		Ukraine		Kasachstan	
	2000	2007	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2001	2006	2000	2007
Auslandsvermögensstatus												
Forderungen	8,33	31,02	0,00	3,26	53,19	142,20	237,66	705,98	6,22	32,67	4,61	76,80
Verbindlichkeiten	13,65	89,31	0,00	5,73	151,75	342,53	184,21	769,20	25,97	76,98	15,73	120,15
Saldo	-5,31	-58,29	0,00	-2,47	-98,55	-200,33	53,45	-63,22	-19,75	-44,31	-11,11	-43,35
Staat (einschließlich Zentralbank)												
Forderungen	3,59	13,80	0,73	1,89	25,32	65,46	151,93	380,92	3,25	22,84	2,95	38,65
<i>Wertpapieranlagen</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	2,99	0,00	0,00	0,00	20,26
<i>Andere Anlagen</i>	0,07	0,13	0,02	0,02	1,99	2,16	123,96	74,20	0,16	0,58	0,85	1,00
<i>Reserve Assets</i>	3,52	13,67	0,71	1,87	23,32	63,29	27,97	303,73	3,09	22,26	2,10	17,39
Verbindlichkeiten	5,16	9,79	1,31	1,46	63,90	97,73	114,01	53,20	10,18	13,77	2,83	1,60
<i>Wertpapieranlagen</i>	3,25	5,24	0,00	0,25	27,51	50,59	19,68	32,58	2,22	6,36	0,55	0,17
<i>Andere Anlagen</i>	1,92	4,56	1,31	1,21	36,39	47,13	94,33	20,62	7,96	7,42	2,28	1,43
Saldo	-1,57	4,01	-0,58	0,43	-38,58	-32,27	37,93	327,72	-6,93	9,07	0,12	37,05
Banken												
Forderungen	2,54	9,27	0,44	0,85	12,86	32,01	16,27	63,56	0,74	4,05	0,40	21,83
<i>Wertpapieranlagen</i>	0,08	2,03	0,00	0,00	0,00	2,56	0,68	7,65	0,01	0,01	0,04	2,67
<i>Andere Anlagen</i>	2,46	7,24	0,44	0,85	12,86	29,45	15,59	55,91	0,73	4,04	0,36	19,16
Verbindlichkeiten	2,10	13,29	0,22	0,45	23,16	42,35	8,81	114,62	0,54	14,09	0,46	51,56
<i>Wertpapieranlagen</i>	0,04	0,92	0,00	0,11	0,95	0,00	0,82	17,17	0,00	3,40	0,06	8,88
<i>Andere Anlagen</i>	2,07	12,37	0,22	0,34	22,21	42,35	7,99	97,45	0,54	10,69	0,39	42,68
Saldo	0,44	-4,02	0,22	0,40	-10,30	-10,33	7,46	-51,06	0,20	-10,04	-0,06	-29,73
Andere Sektoren (Unternehmen und Haushalte)												
Forderungen	1,38	4,45	0,00	0,48	11,34	35,86	49,32	51,72	2,08	5,44	1,25	13,30
<i>Wertpapieranlagen</i>	0,01	2,40	0,00	0,00	0,00	0,55	0,58	1,63	0,02	0,06	0,03	1,96
<i>Andere Anlagen</i>	1,37	2,05	0,00	0,48	11,34	35,31	48,73	50,09	2,06	5,38	1,22	11,34
Verbindlichkeiten	3,60	21,59	0,07	1,06	45,48	114,56	29,19	329,61	10,45	25,99	2,37	23,30
<i>Wertpapieranlagen</i>	0,11	2,41	0,00	0,01	7,40	34,20	11,63	210,03	0,76	3,14	0,08	5,04
<i>Andere Anlagen</i>	3,48	19,17	0,07	1,05	38,08	80,36	17,55	119,58	9,69	22,85	2,28	18,26
Saldo	-2,22	-17,14	-0,07	-0,58	-34,14	-78,70	20,13	-277,89	-8,38	-20,55	-1,12	-10,00
<i>Memo: Saldo der Direktinvestitionen</i>	<i>-1,96</i>	<i>-41,14</i>	<i>0,43</i>	<i>-2,72</i>	<i>-15,54</i>	<i>-79,03</i>	<i>-12,06</i>	<i>-61,99</i>	<i>-4,65</i>	<i>-22,78</i>	<i>-10,06</i>	<i>-40,68</i>

Quelle: Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen

Tabelle 18: Bankeinlagen in ausländischer Wahrung und Verbindlichkeiten von Banken gegenuber dem Ausland

		2001	2003	2005	2007
Kroatien	Bankeinlagen in ausländischer Wahrung (in % aller Einlagen)	68,62	60,97	56,81	48,09
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	15,33	25,57	26,29	19,37
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	65,70	64,51	60,27	50,02
EJR Mazedonien	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	62,40	52,54	55,65	46,16
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	50,11	42,68	47,76	43,06
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	92,87	78,94	87,64	78,30
Albanien	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	33,03	30,33	35,54	42,85
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	37,18	35,87	41,01	46,92
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	66,00	62,77	72,33	83,26
Bosnien und Herzegowina	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	63,46	55,12	57,65	57,29
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	54,12	50,46	52,81	54,42
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	100,81	91,53	95,69	97,45
Kosovo*	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	3,65	5,00	4,70	3,39
Montenegro*	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	n.a.	1,03	9,36	17,24
Serbien	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	77,23	59,16	70,66	64,17
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	61,64	47,49	62,61	53,62
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	105,10	83,37	106,78	93,07
Türkei	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	59,70	48,60	36,40	34,90
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	9,34	8,25	12,51	11,66
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	n.a.	39,55	35,77	33,86
Russland	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	45,91	33,88	29,89	17,90
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	32,11	28,09	28,15	22,79
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	45,60	39,12	38,63	28,94
Ukraine	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	n.a.	37,36	37,54	38,07
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	32,73	32,12	36,52	43,07
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	n.a.	54,56	59,95	61,47
Kasachstan	Bankeinlagen in ausländischer Währung (in % aller Einlagen)	48,57	60,20	62,79	59,27
	Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	57,70	55,43	61,31	46,76
	Bankeinlagen in ausländischer Währung und Auslandsverbindlichkeiten (in % der Bilanzsumme)	86,71	90,34	96,39	79,35

Quelle: EBRD, EZB, nationale Quellen

* Einlagen in Kosovo und Montenegro sind per Definition in ausländischer Währung, weil beide Länder über keine eigene Währung verfügen (unilaterale Euroisierung).

Tabelle 19: Marktanteile westlicher Banken in den Bankensystemen des westlichen Balkans, der Türkei und den GUS-Staaten, 2007

Ausländische Bank	Mutterbank in	Kroatien	EJR Mazedonien	Albanien	Bosnien & Herzegowina	Kosovo	Montenegro	Serbien	Türkei	Russland	Ukraine	Kasachstan
Raiffeisen International	Österreich	11.1		31.9	19.5	35.9		9.4		2.0	7.4	
Erste Bank	Österreich	11.8										
Volksbank International	Österreich	2.1			5.6							
UniCredit	Italien	23.2			2.9			4.4	9.0	1.8	5.2	8.0
Intesa Sanpaolo	Italien	17.8		1.6	4.9			11.7				
EFG Eurobank	Griechenland							5.0				
National Bank of Greece	Griechenland		24.8	4.2				3.6	3.7			
Alpha Bank	Griechenland		3.2	7.1						2.4	2.5	
Société Générale	Frankreich	7.5	5.2	5.0			6.0	3.9		2.6		
Bayerische Landesbank	Deutschland	1.7			2.9			8.0				
Nova Ljubljanska Banka	Slowenien		19.3		9.4		13.5					
Citibank	USA								12.1	0.7		
OTP	Ungarn	3.5					34.5				3.0	
ProCredit Holding	Deutschland/Int. FI		4.3	4.0		41.2		3.7				
Sonstige							13.9		5.1			
Summe		87.7	56.8	62.8	81.2	77.1	67.9	49.7	29.9	9.5	18.1	8.0

Quellen: Raiffeisenbank (28); Montenegro, Türkei: UniCredit (28), EJR Mazedonien (Bankscope), eigene Zusammenstellung

Literaturverzeichnis

- Albuquerque, R. (2003), The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment, in: *Journal of International Economics*, Vol. 61(2), pp. 353-383, December.
- Árvai, Z., K. Driessen and I. Ötker-Robe (2009), Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe, IMF Working Paper 09/06, Washington DC.
- Arclean, C., O. Calvo-Gonzalez, C. Móré, A. van Rixtel, A. Winkler and T. Zumer (2007), The Causes and Nature of the Rapid Growth of Bank Credit in the Central-Eastern and South-Eastern European Countries, in: C. Enoch and I. Ötker-Robe (eds.) *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning*, 2007, Palgrave Macmillan.
- Auer, R., M. Brown, A. Fischer and M. Peter (2009), Small man's carry trade in Central and Eastern Europe: Is he really taking the bet?, Voxeu.org.
- Aydin, B. (2008), Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries. IMF Working Paper 08/215. Washington DC.
- Bagehot, W. (1873), Lombard Street. Homewood, Ill.
- Basso, H. S., O. Calvo-Gonzalez and M. Jurgilas (2007), Financial Dollarization: The Role of Banks and Interest Rates, ECB Working Paper No. 748, Frankfurt a.M.
- Beck, R., A. Kamps and Elitza Mileva (2007), Long-term growth prospects for the Russian economy, ECB Occasional Paper No. 58, Frankfurt a.M.
- Berger, A. and G. Udell (2003), The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behaviour, BIS Working Papers No. 125, Basle.
- Berger, W. und H. Wagner (2000), Ursachen und Erklärungen der Asienkrise, Fernuniversität Hagen, Diskussionsbeitrag Nr. 286, Januar.
- Berglöf, E. (2009), Crisis in Eastern Europe: Manageable – but needs to be managed, www.voxeu.org.
- Berglöf, E. and P. Bolton (2002), The great divide and beyond. Financial architecture in transition, *Journal of Economic Perspectives*, 16(1), 77 – 100.
- Bini Smaghi, L. (2006), Monetary and financial stability: Challenges in South-Eastern Europe, Keynote Speech at the Bank of Albania 6th International Conference "Regional financial markets and financial stability. A concept between national sovereignty and globalisation", Tirana, Albania 30 October 2006, www.ecb.int.
- Brzoza-Brzezina, M., Chmielewski, T. and J. Niedwiedzi ska (2007), Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?, MPRA Paper from University Library of Munich, Germany.
- Bugamelli, M. and F. Paternò (2005), Do Workers Remittances Reduce the Probability of Current Account Reversals? Policy Research Working Paper Series 3766, The World Bank.
- Buiter, W. (2009), The G20: expect nothing, hope for the best and prepare for the worst, ft.com/maverecon.
- Calomiris, C.W. (2008), The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next, in "Maintaining Stability in a Changing Financial System", Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium Proceedings, 2008.
- Calomiris, C.W. and G. Gorton (1991), The Origins of Banking Panics, in: Hubbard, R.G. (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, S. 109-173.

- Calvo, G. (2009), Lender of last resort: Put it on the agenda!, *voxeu.org*.
- Caprio, G. and D. Klingebiel (1996a), Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?. Paper prepared for the World Bank's Annual Bank Conference on Development Economics. Washington, DC.
- Caprio, G. and D. Klingebiel (1996b), Bank Insolvencies – Cross Country Experience. World Bank Policy Research Paper No. 1620. Washington, D.C.
- Cardarelli, R., S. Elekdag and M.A. Kose (2007), Managing Large Capital Inflows, World Economic Outlook (October, Washington: IMF).
- Central Bank of Bosnia and Herzegovina (2008), Financial Stability Report 2007, Sarajevo.
- Chang, R. and A. Velasco (2000), Exchange-Rate Policy for Developing Countries. *American Economic Review*. 90(2). 71 – 75.
- Cottarelli, Carlo & Dell'Araccia, Giovanni & Vladkova-Hollar, Ivanna (2005), Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29(1), pp. 83-104.
- Croatian National Bank (2008), Financial Stability, No. 1, Zagreb.
- De Haas, R. and I. van Lelyveld (2008), Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries. EBRD Working Paper No. 105. London.
- Dell'Araccia, G., D. Igan and L. Laeven (2008), The US subprime mortgage crisis: A credit boom gone bad?, *voxeu.org*.
- Deutsche Bundesbank (2007), Finanzstabilitätsbericht, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank (2008), Neuere Entwicklungen im internationalen Finanzsystem, Monatsbericht Juli, 15-31.
- Diamond, D. (1984), Financial Intermediation as Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies* 51. 393 – 414.
- Diamond, D. W. and P. H. Dybvig (1983), Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy* 91 (3). 401 - 419.
- Domanski, D. (2005), Auslandsbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften: neue Akteure, neue Fragen, BIZ-Quartalsbericht, Dezember, 79 – 94.
- Eichengreen, B. and O. Choudhry (2005), Managing Capital Flows: Eastern Europe in an Asian Mirror, University of California, Berkeley (unpublished paper).
- Eichengreen, B. and R. Hausmann (1999), Exchange Rates and Financial Fragility, Federal Reserve Bank of Kansas City, New Challenges for Monetary Policy, Conference Proceedings, 329 – 368.
- European Central Bank (2007a) Review of the international role of the euro. Frankfurt a.M.
- European Central Bank (2007b), Financial Stability Review, December 2007.
- Fabrizio, S., D. Leigh and A. Mody (2009), The Second Transition: Eastern Europe in Perspective, IMF Working Paper 09/43, Washington D.C.
- Fischer, S. (2001), On the Need for an International Lender of Last Resort, *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 85-104.
- Friedman, B. (1989), Implications of Corporate Indebtedness for Monetary Policy, mimeo, Harvard University.

- Geršl, A. (2007), Foreign Banks, Foreign Lending and Cross-Border Contagion: Evidence from the BIS Data, Institute of Economic Studies Working Paper 8/2007, Charles University Prague.
- Goodhart, C.A.E. (1988), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge, London.
- Goodhart, C.A.E. (1999), Myths about the Lender of Last Resort, *International Finance*, 2(3), 339-360.
- Gorton, G. (2008), *The Panic of 2007*, NBER Working Paper No. 14358, Cambridge MA.
- Greenspan, A. (2008), Banks need more capital, *The Economist*, 20th December, 114.
- Hardy, D. C. and A. F. Tiemann (2008), Innovation in Banking and Excessive Loan Growth. IMF Working Paper 08/188. Washington, D.C.: IMF.
- Hausmann, R. (2009), Dealing with the global crisis: A view from the South, voxeu.org.
- Herrmann, S. and A. Winkler (2008), Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account – Emerging Europe versus Emerging Asia. ECB Occasional Paper No. 88, Frankfurt a.M.
- Herrmann, S. and É. K. Polgár (2007), Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe, ECB Occasional Paper No. 57, Frankfurt a.M.
- Hope, K. and S. Wagstyl (2009), Athens cautions banks on transfers to Balkans, *Financial Times*, 27 January.
- IMF (2007), *Financial Soundness Indicators: Experience with the Coordinated Compilation Exercise and Next Steps*, Washington DC.
- IMF (2008) Republic of Kazakhstan, Country Report 08/228. Washington D.C.
- IMF (2009a), Republic of Montenegro: 2008 Article IV Consultation, Washington DC
- IMF (2009b), Financial Sector Coordination Meeting on Serbia, Press Release, 27 March
- IMF (2009c), *Global Financial Stability Report, Market Update*, January 28, Washington D.C.
- Institute for International Finance (2009), *Capital Flows to Emerging Market Economies*, January 27.
- International Financial Advisory Commission (2000), *Report to the US Congress on Reform of the Development Banks and the International Financial Regime*, Washington DC.
- International Relations Committee (IRC) Expert Group (2008), *Financial Stability Challenges in Candidate Countries – Managing the Transition to Deeper and More Market-Oriented Financial Systems*, ECB Occasional Paper No 95, Frankfurt a.M.
- Jeanne, O. and C. Wyplosz (2001), The International Lender of Last Resort: How Large is Enough? IMF Working Papers 01/76, Washington DC.
- King, R.G. and R. Levine (1993), Finance, entrepreneurship, and growth, in: *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542.
- Kraft, E. and L. Jankov (2005) Does Speed Kill? Lending Booms and their Consequences in Croatia. *Journal of Banking and Finance* 29. 105 – 121.
- Krahnen, J. (2006), Die Stabilität von Finanzmärkten: Wie kann die Wirtschaftspolitik Vertrauen schaffen?, Johann-Wolfgang-Goethe Universität Working Paper Series Finance and Accounting No. 164, Frankfurt a.M.
- Laeven, L. and F.V. Valencia (2008), *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF Working Paper No. 08/224, Washington DC.

- Lane, P. R. and G.M. Milesi-Ferretti (2006), Capital Flows to Central and Eastern Europe, IMF Working Paper, 06/188.
- Lipsey, R.E. (2001), Foreign Direct Investors in Three Financial Crises, NBER Working Paper 8084, Cambridge MA.
- Llewellyn, D.T. (2002), An analysis of the causes of recent banking crises, in: *European Journal of Finance*, vol. 8(2), pp. 152-175, June.
- Maechler, A.M. and L. Lian Ong (2009), Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?, IMF Working Paper 09/54, Washington D.C.
- Martin, R. and A. Winkler (2009), Introduction, in: *Real convergence in Central, Eastern and South-eastern Europe*, (R. Martin and A. Winkler, eds.), Houndmills, Basingstoke: Palgrave Publishers, Macmillan's global academic publishing, forthcoming 2009.
- Martin, R., Schuknecht, L. and I. Vansteenkiste (2007), The Role of the Exchange Rate For Adjustment in Boom and Bust Episodes. ECB Working Paper No. 813. Frankfurt a. M.
- McGuire, P. and G. von Peter (2009), The US dollar shortage in global banking, *BIS Quarterly Review*, March, pp. 47 – 63.
- Mehl, A. and A. Winkler (2002), Financial sector and economic development: evidence from Southeast Europe, in: Matthäus-Maier, I. and J.D. Von Pischke (eds.), *The Development of the Financial Sector in Southeast Europe, Innovative Approaches in a Volatile Environment*, Springer Verlag, Heidelberg, 11-41.
- Mihaljek, D. (2008), The financial stability implications for capital flows for emerging market economies, in: *BIS Papers No. 44, Financial globalisation and emerging market capital flows*, December 2008, pp. 11-44.
- National Bank of Serbia (2008), *Financial Stability Report*, Belgrade.
- Obstfeld, M., J.C. Shambaugh and A. M. Taylor (2008), *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, CEPR Discussion Paper No. 6693, London.
- Polański, Z. and A. Winkler (2008), Russia, EU Enlargement and the Euro, *ECB Occasional Paper No. 93*, Frankfurt a.M.
- Profumo, A. 2006. UniCredit's strategy in Central and Eastern Europe. In: Liebscher, K., J. Christl, P. Mooslechner and D. Ritzberger-Grünwald (eds.), *Financial Development, Integration and Stability. Evidence from Central, Eastern and South-Eastern Europe*. Edward Elgar. 519–530.
- Remsperger, H. and A. Winkler (2008), Emerging markets and the global monetary system: The challenge of rising inflation, in: *Intereconomics*, Vol. 43, No. 5, pp. 268-276.
- Rosenberg, C. B. and M. Tirpák (2008), Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU, IMF Working Paper 08/173.
- Saxton, J. (1999), An International Lender of Last Resort, the IMF, and the Federal Reserve, Joint Economic Committee, United States Congress, February 1999, www.house.gov/jec/imf/loir.pdf.
- Sirtaine, S., Skamnelos I. (2007), Credit Growth in Emerging Europe. A Cause for Stability Concerns? World Bank Policy Research Working Paper No. 4281. Washington D.C.

- Sorsa, P., Bakker, B.B., Duenwald, C., Maechler, A.M. and A. Triffin (2007), *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern?*. IMF Working Paper 07/236. Washington, D.C.
- Starbatty, J., H.D. Barbier, G. Habermann, R. Hasse, S. Roth, M. Wilde, M. Wohlgemuth (2009), *Die Krise meistern – Deutschland stärken*, Offener Brief an die Bundeskanzlerin.
- Task Force on Enlargement of the International Relations Committee (2006), *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, ECB Occasional Paper No. 48, Frankfurt a.M.
- Tornell, A. and F. Westermann (2002), *Boom-Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation*. NBER Working Papers 9219. Cambridge MA.
- Turner, P. (2008), *Financial globalisation and emerging market capital flows*, BIS Papers No 44, Basle, pp. 1 – 10.
- Vujčić, B. (2004), *Euro Adoption: Views from the Third Row*, *Comparative Economic Studies*, Vol. 46, 2004, 159-176.
- Wiedner, H. 2005. *Banking in South-East Europe: the case of the Raiffeisen Group*. In: Liebscher, K., J. Christl, P. Mooslechner and D. Ritzberger-Grünwald (eds.), *European Economic Integration and South-East Europe. Challenges and Prospects*. Edward Elgar. 382–385.
- Wimmer, M. 2005. *Banking in South-East Europe: the case of Erste Bank*. In: Liebscher, K., J. Christl, P. Mooslechner and D. Ritzberger-Grünwald (eds.), *European Economic Integration and South-East Europe. Challenges and Prospects*, Edward Elgar. 386–390.
- Winkler, A. (2000), *Private and Financial Sector Development in Macedonia*, *Economic Systems* 24 (3), 257-284.
- Winkler, A. (2001a), *Zehn Jahre Bankensystementwicklung in Mittel- und Osteuropa: Die Bedeutung von Eigenkapital und Reputation*, in: Caesar, R. und F. Heinemann (Hrsg.), *EU-Osterweiterung und Finanzmärkte*, Nomos, Baden-Baden 2001, 183–200.
- Winkler, A. (2001b), *On the need for an international lender of last resort*, *Würzburg Economic Papers* No. 28, Volkswirtschaftliches Institut, Bayerische-Julius-Maximilians-Universität Würzburg.
- Winkler, A. (2008), *Policy mix challenges in South-East Europe*. Paper prepared for the Workshop „Introduction to Central Banking“, Center of Excellence in Finance, Ljubljana, November 10-14, mimeo.
- Winkler, A. (ed. 2002), *Banking and Monetary Policy in Eastern Europe – The First Ten Years*, Houndmills, Basingstoke, Palgrave.
- World Bank (1993), *Russia – The Banking System in Transition*, Washington DC.
- World Bank (1999), *Global Development Finance*, Washington DC.

FRANKFURT SCHOOL / HfB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
121.	Heidorn, Thomas / Rupprecht, Stephan Einführung in das Kapitalstrukturmanagement bei Banken	2009
120	Roszbach, Peter Die Rolle des Internets als Informationsbeschaffungsmedium in Banken	2009
119.	Herrmann-Pillath, Carsten Diversity Management und diversitätsbasiertes Controlling: Von der „Diversity Scorecard“ zur „Open Balanced Scorecard	2009
118	Hölscher, Luise / Clasen, Sven Erfolgsfaktoren von Private Equity Fonds	2009
117.	Bannier, Christina E. Is there a hold-up benefit in heterogeneous multiple bank financing?	2009
116.	Roßbach, Peter / Gießamer, Dirk Ein eLearning-System zur Unterstützung der Wissensvermittlung von Web-Entwicklern in Sicherheitsthemen	2009
115.	Herrmann-Pillath, Carsten Kulturelle Hybridisierung und Wirtschaftstransformation in China	2009
114.	Schalast, Christoph: Staatsfonds – „neue“ Akteure an den Finanzmärkten?	2009
113.	Schalast, Christoph / Alram, Johannes Konstruktion einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung	2009
112.	Schalast, Christoph / Bolder, Markus / Radünz, Claus / Siepmann, Stephanie / Weber, Thorsten Transaktionen und Servicing in der Finanzkrise: Berichte und Referate des Frankfurt School NPL Forums 2008	2009
111.	Werner, Karl / Moormann, Jürgen Efficiency and Profitability of European Banks – How Important Is Operational Efficiency?	2009
110.	Herrmann-Pillath, Carsten Moralische Gefühle als Grundlage einer wohlstandschaffenden Wettbewerbsordnung: Ein neuer Ansatz zur erforschung von Sozialkapital und seine Anwendung auf China	2009
109.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Roder, Christoph Empirische Analyse der Drawdowns von Dach-Hedgefonds	2009
108.	Herrmann-Pillath, Carsten Neuroeconomics, Naturalism and Language	2008
107.	Schalast, Christoph / Benita, Barten Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen	2008
106.	Bannier, Christina E. / Grote, Michael H. Equity Gap? – Which Equity Gap? On the Financing Structure of Germany’s Mittelstand	2008
105.	Herrmann-Pillath, Carsten The Naturalistic Turn in Economics: Implications for the Theory of Finance	2008
104.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael / Scholl, Wolfgang Aktionärsschutz in der AG falsch verstanden? Die Leica-Entscheidung des LG Frankfurt am Main	2008
103.	Bannier, Christina / Müsch, Stefan Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps	2008
102.	Cremers, Heinz / Vetter, Michael Das IRB-Modell des Kreditrisikos im Vergleich zum Modell einer logarithmisch normalverteilten Verlustfunktion	2008
101.	Heidorn, Thomas / Pleißner, Mathias Determinanten Europäischer CMBS Spreads. Ein empirisches Modell zur Bestimmung der Risikoaufschläge von Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	2008
100.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York	2008
99.	Hölscher, Luise / Haug, Michael / Schweinberger, Andreas Analyse von Steueramnestiedaten	2008
98.	Heimer, Thomas / Arend, Sebastian The Genesis of the Black-Scholes Option Pricing Formula	2008
97.	Heimer, Thomas / Hölscher, Luise / Werner, Matthias Ralf Access to Finance and Venture Capital for Industrial SMEs	2008
96.	Böttger, Marc / Guthoff, Anja / Heidorn, Thomas Loss Given Default Modelle zur Schätzung von Recovery Rates	2008

95.	Almer, Thomas / Heidorn, Thomas / Schmaltz, Christian The Dynamics of Short- and Long-Term CDS-spreads of Banks	2008
94.	Barthel, Erich / Wollersheim, Jutta Kulturunterschiede bei Mergers & Acquisitions: Entwicklung eines Konzeptes zur Durchführung einer Cultural Due Diligence	2008
93.	Heidorn, Thomas / Kunze, Wolfgang / Schmaltz, Christian Liquiditätsmodellierung von Kreditzusagen (Term Facilities and Revolver)	2008
92.	Burger, Andreas Produktivität und Effizienz in Banken – Terminologie, Methoden und Status quo	2008
91.	Löchel, Horst / Pecher, Florian The Strategic Value of Investments in Chinese Banks by Foreign Financial Insitutions	2008
90.	Schalast, Christoph / Morgenschweis, Bernd / Sprengetter, Hans Otto / Ockens, Klaas / Stachuletz, Rainer / Safran, Robert Der deutsche NPL Markt 2007: Aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung – Berichte und Referate des NPL Forums 2007	2008
89.	Schalast, Christoph / Stralkowski, Ingo 10 Jahre deutsche Buyouts	2008
88.	Bannier, Christina / Hirsch, Christian The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes	2007
87.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Gold in the Investment Portfolio	2007
86.	Hölscher, Luise / Rosenthal, Johannes Leistungsmessung der Internen Revision	2007
85.	Bannier, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Bannier, Christina "Smoothing" versus "Timeliness" - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Bannier, Christina Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Inefficient Credit-Renegotiation Incidences?	2007
82.	Cremers, Heinz / Löhr, Andreas Deskription und Bewertung strukturierter Produkte unter besonderer Berücksichtigung verschiedener Marktszenarien	2007
81.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Commodities in Asset Management	2007
80.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps	2007
79.	Cremers, Heinz / Traughber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gerdemeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007
77.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007
76.	Jobe, Clemens J. / Ockens, Klaas / Safran, Robert / Schalast, Christoph Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006	2006
75.	Abrar, Kamyar / Schalast, Christoph Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors	2006
74.	Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael Wertpapierprospekte: Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005	2006
73.	Dickler, Robert A. / Schalast, Christoph Distressed Debt in Germany: What´s Next? Possible Innovative Exit Strategies	2006
72.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten How the ECB and the US Fed set interest rates	2006
71.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Baumann, Stefan / Löchel, Horst The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005

67.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten (How) Do Stock Market Returns React to Monetary Policy ? An ARDL Cointegration Analysis for Germany	2005
66.	Daynes, Christian / Schalast, Christoph Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts II: Distressed Debt - Investing in Deutschland	2005
65.	Gerdemeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Becker, Gernot M. / Harding, Perham / Hölscher, Luise Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63..	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005
61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Richard, Jörg / Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdemeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002

39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Moormann, Jürgen / Stehling, Frank Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Sokolovsky, Zbynek / Strohhecker, Jürgen Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Eberle, Günter Georg / Löchel, Horst Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy‘	2000
24.	Frank, Axel / Moormann, Jürgen Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Cremers, Heinz / Robé, Sophie / Thiele, Dirk Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998

09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

**FRANKFURT SCHOOL / HfB – WORKING PAPER SERIES
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE**

No.	Author/Title	Year
19.	Reiswich, Dimitri / Tompkins, Robert Potential PCA Interpretation Problems for Volatility Smile Dynamics	2009
18.	Keller-Ressel, Martin / Kilin, Fiodar Forward-Start Options in the Barndorff-Nielsen-Shephard Model	2008
17.	Gribsch, Susanne / Wystup, Uwe On the Valuation of Fader and Discrete Barrier Options in Heston's Stochastic Volatility Model	2008
16.	Veiga, Carlos / Wystup, Uwe Closed Formula for Options with Discrete Dividends and its Derivatives	2008
15.	Packham, Natalie / Schmidt, Wolfgang Latin hypercube sampling with dependence and applications in finance	2008
14.	Hakala, Jürgen / Wystup, Uwe FX Basket Options	2008
13.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Vergleich von Anlagestrategien bei Riesterrenten ohne Berücksichtigung von Gebühren. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
12.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Riesterrente im Vergleich. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
11.	Wystup, Uwe Vanna-Volga Pricing	2008
10.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Quanto Options	2008
09.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Symmetries	2008
08.	Becker, Christoph / Wystup, Uwe Was kostet eine Garantie? Ein statistischer Vergleich der Rendite von langfristigen Anlagen	2008
07.	Schmidt, Wolfgang Default Swaps and Hedging Credit Baskets	2007
06.	Kilin, Fiodor Accelerating the Calibration of Stochastic Volatility Models	2007
05.	Gribsch, Susanne/ Kühn, Christoph / Wystup, Uwe Instalment Options: A Closed-Form Solution and the Limiting Case	2007
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005

02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT

No.	Author/Title	Year
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,-)	2003

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download:

Working Paper: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list_of_publication0.html

CPQF: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/quantitative_Finance/research_publications.html

Order address / contact

Frankfurt School of Finance & Management

Sonnemannstr. 9–11 ▪ D–60314 Frankfurt/M. ▪ Germany

Phone: +49 (0) 69 154 008–734 ▪ Fax: +49 (0) 69 154 008–728

eMail: m.biemer@frankfurt-school.de

Further information about Frankfurt School of Finance & Management
may be obtained at: <http://www.frankfurt-school.de>