

Im Fokus: Polen in der globalen Finanz- und Konjunkturkrise – Realwirtschaft trotz mit IWF-Unterstützung den Finanzmarkturbulenzen

Auch Polen konnte sich den Auswirkungen der globalen Finanzkrise nicht entziehen. So stiegen die Risikoprämien für handelbare Kreditversicherungen für Staatsanleihen (so genannte *Credit De-*

fault Swaps, CDS) drastisch an – zwischen Juni 2007 und März 2009 von 13 auf 390 Basispunkte (vgl. Abbildung 1). Dieser Anstieg ist jedoch im Vergleich mit anderen Ländern Mittelosteuropas sowohl

absolut als auch relativ zum Ausgangsniveau gering. Vor allem die baltischen Länder wurden noch stärker getroffen.

Allerdings verlief der Anstieg der Risikoprämien plötzlich und

Abbildung 1:

Entwicklung der Risikoprämien auf zehnjährige polnische Staatsanleihen



IWH

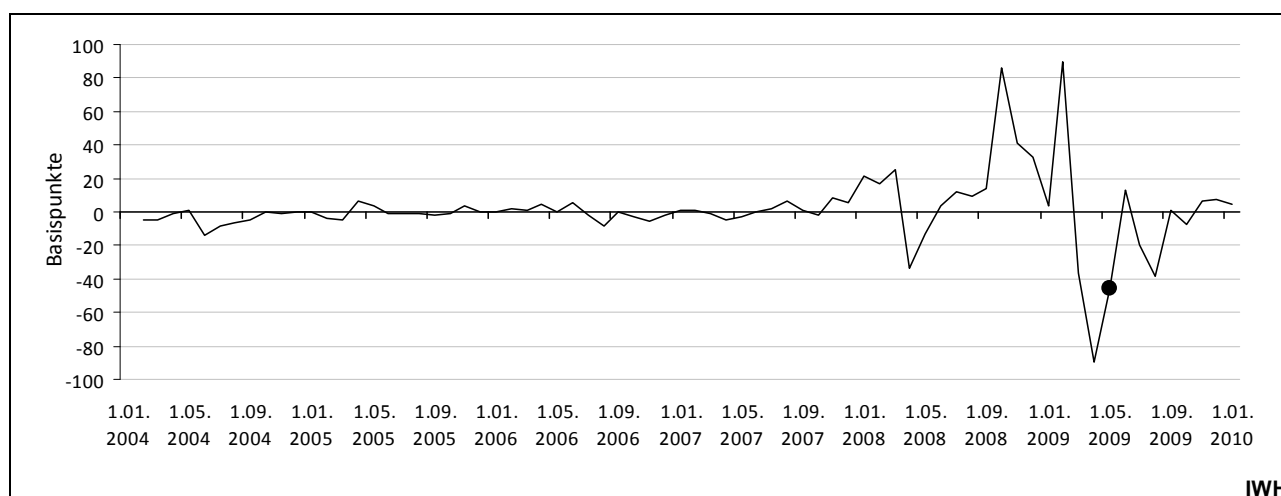
Anmerkung: Das Datum der FCL-Vereinbarung mit dem IWF (vgl. 195) ist durch einen Kreis kenntlich gemacht.

Quellen: Credit Market Analysis (CMA); Darstellung des IWH.

Abbildung 2:

Veränderungen der Risikoprämien auf zehnjährige polnische Staatsanleihen

- auf Basis von Monatsdurchschnittsdaten -



IWH

Anmerkung: Das Datum der FCL-Vereinbarung mit dem IWF (vgl. 195) ist durch einen Kreis kenntlich gemacht.

Quellen: Berechnungen des IWH auf Basis von CMA-Daten; Darstellung des IWH.

Tabelle 1:
Monate mit erhöhtem Druck auf die Finanzmärkte in ausgewählten Ländern

Länder	Monate mit besonders stark und plötzlich ansteigenden Risikoprämien auf zehnjährige Staatsanleihen			Summe
Bulgarien	10/2008	2/2009		2
Estland	10/2008	2/2009		2
Kroatien	10/2008	11/2008	2/2009	3
Lettland	10/2008	3/2009		2
Litauen	10/2008	2/2009		2
Polen	10/2008	11/2008	2/2009	3
Rumänien	10/2008	11/2008	2/2009	3
Tschechien	10/2008	2/2009		2
Ungarn	3/2008	10/2008	2/2009	3

Hinweis: Von einem starken und plötzlichen Anstieg wird dann gesprochen, wenn ein Monatswert den Mittelwert der Zeitreihe um das mehr als 1,645-fache der Standardabweichung übersteigt.

Quelle: Berechnungen des IWH auf Basis von CMA-Daten.

Tabelle 2:
Währungskrisenmonate in ausgewählten Ländern

Länder	Währungskrisenmonate ^a			Summe
Bulgarien	10/2008	12/2008		2
Estland	11/2008			1
Kroatien	12/2008	1/2009		2
Lettland	11/2008			1
Litauen				0
Polen	9/2008	10/2008	12/2008	3
Rumänien	10/2008	1/2009		2
Tschechien	10/2008	1/2009		2
Ungarn	10/2008			1

^a Berechnet mit Hilfe des EMP-Index.

Quellen: Berechnungen des IWH auf Basis nationaler Quellen; IMF International Financial Statistics.

stark, sodass er aufgrund der Historie der Risikoprämienentwicklung als krisenhaft bezeichnet werden kann. Abbildung 2 stellt die Veränderungen der Risikoprämien dar.

Außergewöhnlich starke, plötzliche Anstiege sind in den Monaten Oktober und November 2008 sowie im Februar 2009 zu beobachten gewesen. Bezüglich der Anzahl der Krisenmonate nahm Polen einen Spitzenplatz im Ver-

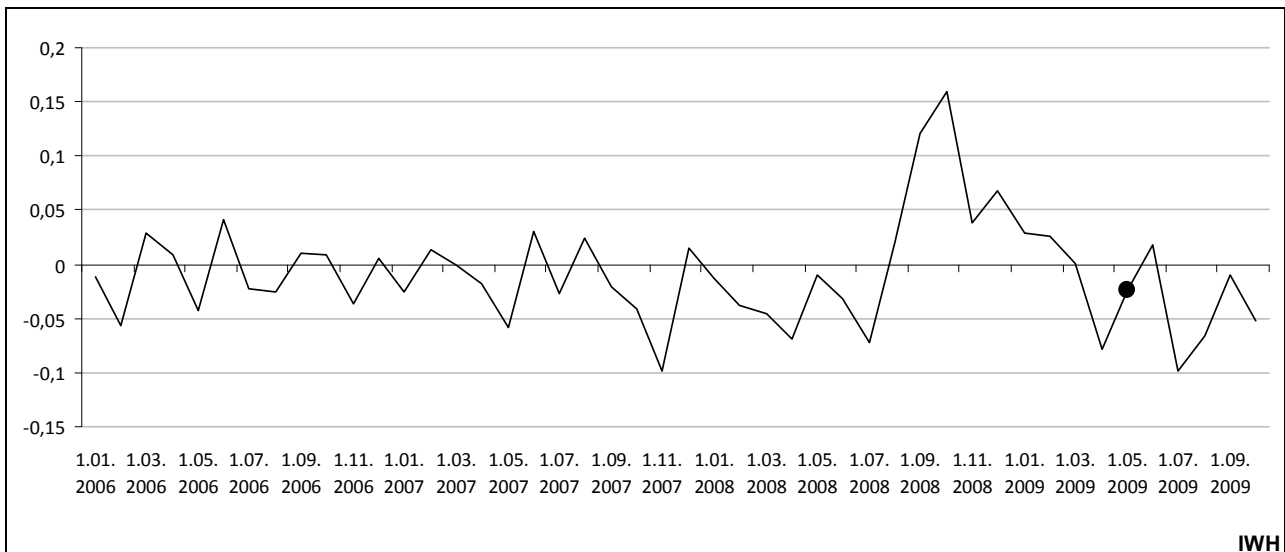
gleich mit anderen mittelosteuropäischen Ländern ein (vgl. Tabelle 1).

Wie auch in den anderen Ländern der Region (die einzige Ausnahme ist Litauen) wurden die Kapitalmarkturbulenzen in Polen von einer Währungskrise begleitet. Im Vergleich zu den anderen mittelosteuropäischen Ländern begann die Währungskrise in Polen im September 2008 relativ früh und

dauerte mit insgesamt drei Monaten so lange wie in keinem anderen mittelosteuropäischen Land (vgl. Tabelle 2).

Vor allem die Länder mit Festkurssystemen waren geringerem Druck auf den Währungsmärkten ausgesetzt. Währungskrisen werden hier mit Hilfe des Exchange-Market-Pressure-Index (EMP) identifiziert, der die Veränderungen einer gewichteten Linearkombination aus

Abbildung 3:
Entwicklung des Exchange-Market-Pressure-Index (EMP) in Polen



Anmerkung: Das Datum der FCL-Vereinbarung mit dem IWF (vgl. S. 195) ist durch einen Kreis kenntlich gemacht.

Quelle: Berechnungen des IWH auf Basis nationaler Quellen, IMF International Financial Statistics.

Wechselkurs, Zins und Währungsreserven darstellt. Die Entwicklung des EMP für Polen wird in Abbildung 3 dargestellt. Je stärker positiv ein Wert ist, umso höher ist der Druck auf die Währung. Übersteigt ein Wert eine zuvor aus dem Mittelwert der Zeitreihe und einem Vielfachen der Standardabweichung bestimmte Grenze, so gilt der entsprechende Monat als Krisenmonat.

Nach der Betrachtung der Finanzmarktindikatoren lässt sich zusammenfassend sagen, dass Polen als Land mit flexiblem Wechselkurs relativ stark von Währungsschwankungen betroffen war und dass die polnische Währung kumulativ auch am stärksten abwertete. Obzwar der Anstieg der Risikoprämien auf Staatsanleihen in Polen besonders plötzlich erfolgte, lag der kumulierte Anstieg der Risikoprämien weit unter den Niveaus anderer mittelosteuropäischer Länder und war nur in Tschechien noch geringer.

Die krisenhaften Entwicklungen an den Kapital- und Währungsmärkten, aber auch auf den Aktienmärkten, und der Einbruch der Exportnachfrage führten in Polen im Gegensatz zu anderen Ländern Mittelosteuropas nicht zu einer Rezession, wenngleich sich das reale Wirtschaftswachstum deutlich verlangsamte. Positive Impulse gingen dabei vor allem vom privaten Konsum aus.¹ Als weitere mögliche Gründe für die relativ geringe Transmission der Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft Polens können die relativ starke Binnenorientierung der Volkswirtschaft und die im Vergleich zu anderen mittelosteuropäischen Ländern günstige Leistungsbilanzposition sowie der hohe Anteil an Krediten in heimischer Währung genannt werden. *Welfe*

¹ Für eine ausführliche Darstellung der realwirtschaftlichen Entwicklungen in Polen siehe KÄMPFE, M.: Polnische Wirtschaft trotz der Krise, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 12/2009, S. 498-505.

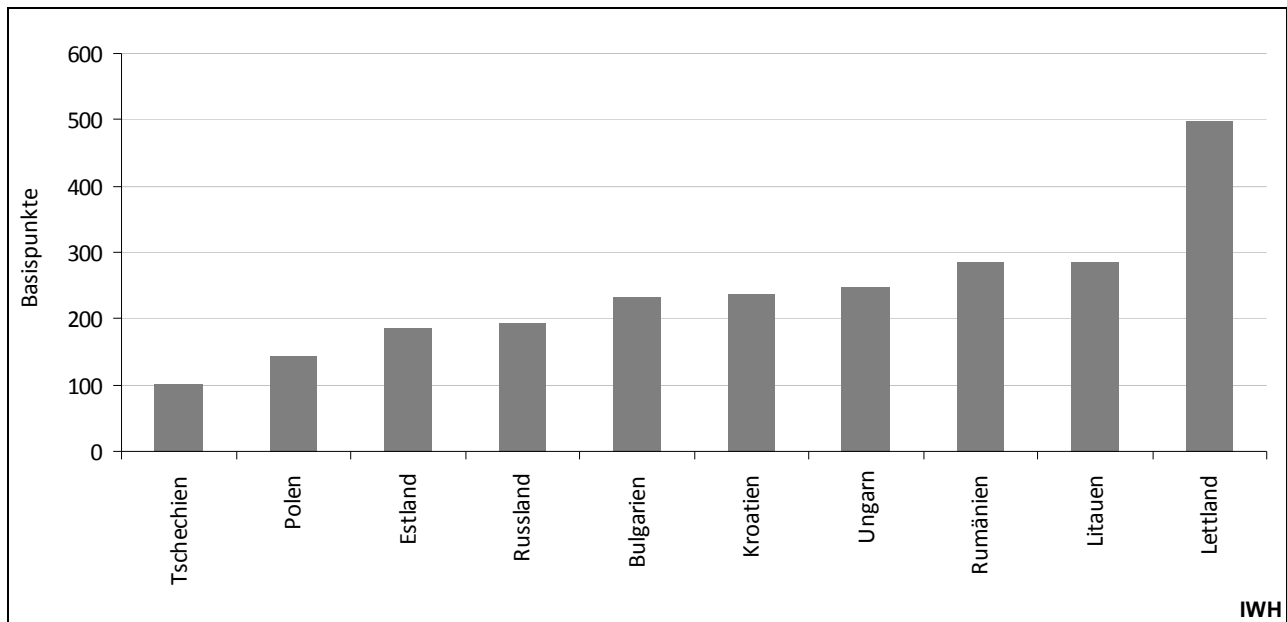
zeigt, dass die Importe wesentlich stärker auf die Abwertung reagierten als die Exporte.² Der Rückgang der Importe erklärt die relativ günstige Leistungsbilanzposition und zeigt, dass die starke Abwertung der polnischen Währung kurzfristig einem Rückgang der realwirtschaftlichen Aktivität entgegenwirkte.³ Der Anteil der Fremdwährungsverbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten betrug Ende 2008 in Polen nur 20,5%, obwohl der Auslandsbankenanteil in Polen im mittelosteuropäischen Durchschnitt liegt.⁴

² WELFE, W.: How the Polish Economy Escaped Recession: Model Based Simulations. Studie präsentiert auf der 69. Konferenz der IAES in Prag vom 25. bis 27. März 2010.

³ Dieser positive Effekt einer Währungskrise wird üblicherweise durch den mit der Krise einhergehenden Vertrauensverlust überkompensiert. Die längerfristigen Auswirkungen der erhöhten Währungsvolatilität bleiben noch abzuwarten.

⁴ In den baltischen Ländern lag der Anteil der Fremdwährungsverbindlichkeiten zwischen 60% und 80% (IMF,

Abbildung 4:
Risikoprämien auf zehnjährige Staatsanleihen im mittelosteuropäischen Vergleich im Januar 2010



Quelle: Berechnungen des IWH auf Basis von CMA-Daten.

Am 06.05.2009 schloss Polen eine Vereinbarung mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) über das neue Instrument der *Flexible Credit Line* (FCL).⁵ Die Vereinbarung traf auf eine Situation einsetzender Erholung in Polen und in anderen Ländern Mittelosteuropas. Die langfristigen Auswirkungen des Abkommens können naturgemäß noch nicht empirisch beurteilt werden. Kurzfristig lassen sich jedoch schon einige wesentliche

Erkenntnisse ableiten. Wie die Entwicklung der CDS nach Inkrafttreten der Vereinbarung zeigt, hatte diese keine unmittelbar negativen Auswirkungen auf die Risikoeinschätzung der Kapitalmarktakteure, wie dies im Falle einer Stigmatisierung zu erwarten gewesen wäre. Vielmehr gingen die Risikoprämien weiter zurück und liegen aktuell auf dem zweitniedrigsten Niveau der Länder Mittelosteuropas (vgl. Abbildung 4).

halten. Welchen Beitrag dazu die Vereinbarung mit dem IWF geleistet hat, lässt sich derzeit noch nicht quantifizieren.

Tobias Knedlik
(Tobias.Knedlik@iwh-halle.de)

Financial Soundness Indicators). Der Anteil der Bankaktiva von Banken mit mehr als 50% ausländischen Eigentümern an den gesamten Bankaktiva lag 2005 in Polen mit 70% im mittelosteuropäischen Mittelfeld (Bank Regulation and Supervision Database, <http://go.world-bank.org/SNUSW978P0>, Zugriff am 08.02.2010).

⁵ Eine ausführliche Diskussion der FCL findet sich in JOHN, J.; KNEDLIK, T.: Reform der Kreditvergabe des IWF erhöht die Stabilität in Schwellenländern, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel* 3/2010, S. 164-173. Das Datum der Vereinbarung mit dem IWF ist in allen Abbildungen durch einen Kreis kenntlich gemacht.

Die seit dem Abkommen niedrigen Werte des EMP-Index deuten auf eine relativ entspannte Situation auf den Währungsmärkten hin. Auch hier ist der Druck durch das Abkommen zumindest nicht wesentlich erhöht worden. Dies wird durch die positive Entwicklung der Komponenten Wechselkurs und Währungsreserven unterstrichen.

Insgesamt hat die polnische Volkswirtschaft den Turbulenzen auf den internationalen Märkten im Vergleich zu den mittelosteuropäischen Nachbarn gut standge-