

Die Subprime Krise und Europa

Joachim Becker und Johannes Jäger

Die US Subprime Krise zieht ihre Kreise immer weiter. Bisherige Auswirkungen der Krise auf Europa werden in den Massenmedien zum Teil alarmistisch dargestellt. In der Tat hat es einen gewissen Neuigkeitswert, wenn sich Banken in Europa nicht mehr vertrauen, entsprechend die kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt markant ansteigen und die EZ. B. zusätzliche Liquidität bereitstellen muss. Ebenso werden bis vor kurzem noch weitgehend intakte Annahmen von AkteurInnen auf den Finanzmärkten selbst in Frage gestellt. Anscheinend selbstverständliche Dinge – wie etwa die Bewertung von Risiko durch Rating Institutionen – die früher sicher schienen, sind es heute nicht mehr: So fragt zum Beispiel der IMF (2008a: 61) im Finanzstabilitätsbereich: »When is a AAA not a AAA?« Auch europäische Banken und Anleger die verbrieft Subprime Kredite erworben hatten mussten zum Teil erhebliche Verluste hinnehmen. Vom Volumen her am stärksten war bislang die schweizerische UBS betroffen. Deren Abschreibungen beliefen sich mit Ende des ersten Quartals 2008 auf insgesamt ca. 37 Mrd. US\$. Auch die Deutsche Bank musste für das 1. Quartal 2008 Abschreibungen in der Höhe von 2,5 Mrd. Euro vornehmen, während 2007 bereits 2,3 Mrd. Euro abgeschrieben worden waren (Der Standard 2. 4. 2008: 26). Österreichische Banken scheinen bislang vergleichsweise weniger betroffen. Größtes Problem im Finanzsektor ist nach wie vor, dass es noch immer ungeklärt ist, wer wie viele Verluste einstecken muss. Entsprechend wird gezögert, wenn es darum geht Geld an AkteurInnen zu verborgen, die von Verlusten betroffen sein könnten.

Es ist schwierig, Situationen, insbesondere Krisen, und ihre Tragweite in der Gegenwart einzuschätzen. Dennoch soll im Folgenden der Versuch unternommen werden, die aktuellen Ereignisse und Veränderungen zu bewerten. Dabei wird zwischen konjunkturellen Aspekten und strukturellen Faktoren unterschieden. Wenn auch konjunkturelle Schwankungen im Kapitalismus die Norm darstellen, so markieren strukturelle Krisen das Ende einer spezifischen Entwicklungsweise. Vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Subprime Krise stellt sich daher die Frage, inwieweit damit für Europa primär ein konjunktureller Dämpfer verbunden ist – der in der gegenwärtigen Form kapitalistischer Entwicklung häufig von Finanzkrisen ausgelöst oder begleitet wird – oder ob sich damit strukturelle Veränderungen abzeichnen. In einem ersten Schritt werden die bisherigen tatsächlichen Auswirkungen der Entwicklungen in den USA auf Europa diskutiert. In einem zweiten Schritt wird der Frage nachgegangen, welche langfristigen strukturellen Auswirkungen mit einer Vertiefung der Krise in den USA auf Europa verbunden sein könnten. Dabei werden unterschiedliche nationale Wachstumsregime und Formen der Verbindung mit den USA unterschieden. Bei der Analyse möglicher struktureller Änderungen wird auch auf mögliche Verschiebungen im internationalen Gefüge der Finanzregulierung eingegangen.

1. Konjunkturelle Aspekte in Westeuropa

Vor dem Hintergrund der sich mit der Subprime Krise abschwächenden Wachstums-

dynamik in den USA werden die Konjunkturprognosen für Europa für 2008 und darüber hinaus sukzessive pessimistischer. Es steht außer Zweifel, dass die europäische Entwicklung wesentlich davon abhängt, wie tief die Krise in den USA ausfallen wird. Christoph Scherrer (2008) argumentiert, dass die Ausfälle im Subprime Segment in den USA insgesamt ohne größere Krise verkraftbar seien, da sie mit ca. 400 Mrd. US-Dollar nur 3% des BIP ausmachen. Andere, wie etwa Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff (2008), sehen im Subprime-Segment nur die Spitze des Eisbergs einer Finanzkrise, die bereits jetzt – bevor sie noch wirklich ausgebrochen ist – deutliche makroökonomische Parallelen zu anderen großen Finanzkrisen in Industrieländern (Japan, Finnland, Schweden etc.) in den letzten zwei Jahrzehnten aufweist. Dabei weisen sie insbesondere auf die Immobilienblase und das Leistungsbilanzdefizit hin. Dagegen kann jedoch argumentiert werden, dass sich die USA sehr wesentlich von anderen Industrieländern unterscheiden, weil der US-Dollar nach wie vor die Weltwährung ist und noch unangefochten als Weltreservewährung gilt. Damit wird es den USA ermöglicht, makroökonomische Ungleichgewichte (allen voran in der Leistungsbilanz) in einem weitaus größeren Ausmaß aufrecht zu erhalten, als dies bei anderen Ländern bislang der Fall war.

Nicht nur die Banken waren unmittelbar von der Subprime Krise betroffen, auch die Börsenkurse fielen in Europa und reagierten sehr sensibel auf jede Hiobsbotschaft aus den USA. Auch wenn die Turbulenzen im Finanzsektor sofort auf Europa überschwappten, so zeigt sich die Realwirtschaft bislang insgesamt davon weniger betroffen. Während noch im Herbst 2007 die Wachstumsprognosen für 2008 von ca. 2,2% für den Euroraum ausgegangen waren, so wird aktuell von der EU-Kommission ein Wachstum von ca. 1,8% erwartet. Auch wenn es zu erheblichen Turbulenzen am Interbankenmarkt gekommen ist, gibt es nach Ansicht der Europäischen Kommission (European Commission 2008) noch keine Anzeichen für einen generellen Credit Crunch für den nicht-finanziellen Sektor in der Eurozone. Der IWF stellt zwar einen überdurchschnittlichen Rückgang des Wachstums der Kredite fest und weist auch darauf hin, dass die Banken in der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger geworden sind. Mit der Ausnahme der Finanzierung des US-Immobiliensektors sowie der strukturierten Finanzprodukte geht aber auch dieser derzeit noch von keiner allgemeinen Kreditklemme aus. Dennoch ist der IWF in seiner Wachstumseinschätzung für den Euroraum mit nur 1,4% deutlich pessimistischer (2008b: 16, 77). Trotz dieser abwegelenden Einschätzungen pumpften die Zentralbanken der wichtigsten Zentrumsstaaten inzwischen mehrfach enorme Summen in den Finanzsektor, um ein Reißen der Kreditketten zu verhindern.

Die Auswirkungen auf Europa sind jedoch keinesfalls uniform. Manche Länder mussten ihre Wachstumsaussichten relativ deutlich nach unten revidieren, so z. B. das Vereinigte Königreich. Die Wachstumsaussichten für 2008 reduzieren sich dort auf 1,6% während das Wachstum 2007 noch 3,1% betragen hatte (IMF 2008b: 242). Die deutliche Wachstumsabschwächung im Vereinigten Königreich scheint eng mit der Subprime Krise verbunden. Als Ursache werden die fallenden Preise für Eigenheime und die steigenden Kreditzinsen ausgemacht, die sich auf die Konsumausgaben negativ auswirken. Die Preise für Eigenheime sind seit August laufend gefallen, wenn sich auch die Geschwindigkeit des Preisverfalls seit November doch wieder deutlich reduziert hat (vgl. Bloomberg 2008). Während die Preise für Eigenheime 2007 insgesamt noch um 5,8% stiegen, so vielen sie doch im vierten Quartal um 3,7%. Auch für 2008

werden tendenziell weiter fallende Preise erwartet (BBC 2008). Damit zeichnet sich eine Trendwende ab. Wie stark jedoch die Preise fallen können, ist noch offen, denn diese haben sich zwischen 1996 und 2007 inflationsbereinigt um ca. 250% erhöht. Im langfristigen Trend scheint es daher eine überaus deutliche Abweichung nach oben zu geben (vgl. Nationwide 2008). Dies deutet auf eine Immobilienblase hin, welcher im Zuge der Subprime Krise zunehmend die Luft ausgeht. Die britische Regierung hat bereits stützende Maßnahmen bei den Immobilienkrediten gesetzt. Nach dem ersten »Run« von aufgeschreckten KundInnen auf eine Bank seit 150 Jahren verstaatlichte Großbritannien das betreffende Unternehmen, Northern Rock (Blackburn 2008: 63). Ähnlich wie für die USA werden die wirtschaftspolitischen Handlungsspielräume Großbritanniens durch ein beträchtliches Leistungsbilanzdefizit von 4,2% im Jahre 2007 (European Commission 2008) eingeschränkt, welches sich aufgrund der rückgängigen wirtschaftlichen Dynamik und des fallenden Pfundkurses jedoch voraussichtlich verringern wird.

Im Hinblick auf den aufgeblähten Immobiliensektor ähnlich ist die Situation auch in einigen weiteren europäischen Ländern. Die Wohnungspreise haben sich in Spanien, Irland und Frankreich seit 1997 mehr als verdoppelt und lagen damit sogar über den Preisentwicklungen in den USA. Für diese Länder wird daher davon ausgegangen, dass die Immobilienpreise einbrechen können. Für 2008 wird etwa vom IWF (2008b: 77, 242) für Spanien eine Wachstumsabschwächung von 3,8% im Jahr 2007 auf 1,8% 2008 erwartet. Das Wachstum basierte in Spanien in den vergangenen Jahre zu einem wesentlichen Teil auf einem Bau- und Immobilienboom, der nun zu Ende geht. In Spanien ist das Leistungsbilanzdefizit mit 10% 2007 erheblich (European Commission 2008). Aufgrund der fehlenden Abwertungsmöglichkeit innerhalb des Euroraums und der zunehmenden Euro-Aufwertung nach außen sind hier die Möglichkeiten einer Reduktion des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichtes im Vergleich zu Großbritannien ungleich geringer. Ein wirtschaftlicher Einbruch wird voraussichtlich aufgrund des damit verbundenen Rückgangs der Inflation die Realzinsen nach oben treiben. Damit dürfte eine wichtige bisherige Triebfeder der Akkumulation ausfallen. Spanien droht damit dem Beispiel Portugals zu folgen, welches sich ebenfalls vor dem Hintergrund eines anhaltend hohen Leistungsbilanzdefizits von zuletzt 9,8% 2007 (European Commission 2008) schon seit mehreren Jahren in einer relativen Stagnationsphase befindet.

Andere westeuropäische Länder scheinen bislang weniger direkt über den Finanzsektor bzw. Einbrüche am Immobilienmarkt sondern vielmehr indirekt betroffen. So wird auch für Deutschland oder Österreich eine erhebliche Wachstumsabschwächung auf 1,4% bzw. 1,9% erwartet (IMF 2008: 242). Dabei ist die Verknüpfung zur Subprime Krise primär über die Abschwächung der Exportnachfrage in diejenigen Länder gegeben, die zuerst und unmittelbar von der Wachstumsabschwächung erfasst worden waren. Auch wirkt sich die mit der Subprime Krise verbundene rapide Aufwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar und anderen Währungen dämpfend auf die Exporte aus.

2. Krisenanfälligkeiten in Osteuropa

»Die Kreditklemme weitet sich nach Osten aus« stellte die Financial Times am 29. Jänner 2008 fest. Seit Juni 2007 seien die Aufschläge auf 5 Jahres Credit Default Swaps,

die ein guter Indikator für Risikeneinschätzungen seien, deutlich gewachsen – von 26 Basispunkten in der Tschechischen Republik bis zu 151 Basispunkten für Serbien (Wagstyl 2008: 2). In einer Reihe von Staaten ist auch schon gewisse Zeit ein stark kurzfristiger Charakter der Kapitalzuflüsse festzustellen, was auf Skepsis und Vorsicht schließen lässt (Onaran 2007: 135). In den letzten Jahren waren Finanzanlegern relativ hohe Zinssätze und oftmals aufwertende Währungen in Osteuropa sehr attraktiv erschienen. Jetzt nehmen sie die damit verbundenen Risiken deutlicher wahr. Ultra-liberale Transformationswege führten hier im Kontext einer eher peripheren Position in der europäischen Arbeitsteilung zu sehr hohen und dauerhaften Handels- und Leistungsbilanzdefiziten, einem rasanten Anstieg der Auslands- und vielfach auch der Binnenschulden. Im Fall der neuen EU-Mitglieder scheinen die Finanzanleger weit schlechtere außenwirtschaftliche Daten als in Lateinamerika und Osteuropa in den 1990er Jahren akzeptiert zu haben, da sie implizit davon auszugehen scheinen, dass die EU schon stabilisierend eingreifen würde (vgl. Becker 2007: 268, Onaran 2007: 137, Wagstyl 2008: 2). Beträchtliche Verschuldung und extreme Leistungsbilanzdefizite sind aber auch in den ex-jugoslawischen Republiken außerhalb der EU festzustellen.

Unter den neuen EU-Staaten sind jene besonders krisenanfällig, die sich für ein sehr rigides Wechselkursregime, oft eine Variante des Currency Boards, entschieden und/oder relativ schwache Produktionsstrukturen mit technologisch wenig fortgeschrittenen Exporten aufweisen. Das gilt für die Baltischen Länder, Bulgarien und Rumänien. Auf Anraten westlicher Experten extrem neoliberalen Zuschnitts optierten Estland und Litauen Anfang der 1990er Jahre kurz nach der Unabhängigkeit und der Einführung der einheimischen Währung für Varianten von Currency Boards, bei denen ein Wechselkurs fixiert und die einheimische Geldbasis an den Devisenbestand gekoppelt wurde. Estland führte ein sehr rigides Wechselkurssystem ein (Feldmann 2006, Blanc 2007). Die Regierungen versprachen sich hiervon eine Stabilisierung der Währung und eine relativ geringe Inflation. Diese Versprechen wurden zunächst auch eingelöst. Allerdings war die Inflation höher als in der EU oder den USA, so dass es zu einer realen Aufwertung der Währungen kam. Der speziell in Estland und Lettland auch in anderen Bereichen radikal-liberale Wirtschaftskurs führte zu einer tiefen Transformationskrise, schwächte aber auch – wie intendiert – die wirtschaftlichen Bindungen an Russland. Die Exportstruktur der drei baltischen Länder ist wenig komplex (Bohle/Greskovits 2007). Die Importe sind weit schneller gestiegen als die Exporte. Das Leistungsbilanzdefizit Lettlands erreichte 2006 22,3% des BIP (WIIW 2007: 48, Tab. II/1.5), 2007 wurde es sogar auf 24,6% geschätzt (Wagsteyl 2008: 2). Die Daten für Estland mit einem Leistungsbilanzdefizit von 15,5% des BIP im Jahr 2006 und Litauen mit einem Defizit von 10,8% sind zwar etwas besser, aber trotzdem extrem hoch (WIIW 2007: 45, Tab. II/1.3 bzw. 51, Tab. II.1.6). Als Grenze, an der das Leistungsbilanzdefizit sehr kritische Dimensionen annimmt, gelten 5% des BIP. Über dieser Grenze liegen die Baltischen Länder schon viele Jahre. Gleichzeitig weisen diese Länder eine rasch steigende Inflation auf, die in Lettland im Februar 2008 bereits 16,7% erreichte (Filin 2008). Hierdurch verschlechtert sich ihre internationale Konkurrenzposition weiter.

Das hohe Wachstum der Baltischen Länder ist durch den Waren- und Kapitalimport getragen. Die Kreditgeber sind weit höhere Risiken eingegangen als in anderen Ländern, da sie von einem Schutz durch die EU ausgehen. Tatsächlich sind die Baltischen Staaten sehr bald nach dem EU-Beitritt dem ERM II-Mechanismus, der

die unmittelbare Vorstufe zur Euro-Einführung darstellt, beigetreten. Dieser ERM II-Mechanismus sieht eine Beistandspflicht der Europäischen Zentralbank vor, würde allerdings eine Wechselkursanpassung, d. h. hier Abwertung, nicht a priori ausschließen. Die Erwartung der Baltischen Länder sich durch einen raschen Beitritt zur Euro-Zone einer Währungskrise präventiv zu entziehen, ist nicht aufgegangen. Die EU lehnte den Beitritt Litauens im Jahr 2006 mit der Begründung ab, Litauen habe das Inflationsziel knapp verpasst. Real wurde aber deutlich, dass ein Beitritt der »armen« EU-Länder zur Euro-Zone politisch eigentlich nicht gewünscht wird (Galgóczy/Kemekliene 2006). Inzwischen sind die Baltischen Länder von den Beitrittskriterien weit entfernt.

Offen werden sie, allen voran Lettland, als Krisenkandidaten gehandelt. Bereits im August 2007 wurde das Credit Rating von Lettland herabgestuft, was die polnische *Gazeta Wyborcza* als »gelbe Karte für Lettland« wertete (Baj 2007). Die Europäische Kommission stellte im Frühjahr 2008 fest: »Die makroökonomische Stabilität des Landes ist gefährdet« (zit. n. Filin 2008). In Estland zeichnet sich bereits eine Rezession ab. Im ersten Quartal 2008 wurde nur mehr eine auf das Jahr gerechnete BIP-Wachstum von 0,4% erzielt. Im März 2008 lagen die Einzelhandelsumsätze 4% niedriger als im selben Vorjahresmonat. Der kreditfinanzierte Immobilienboom, der das Wachstum der Vorjahre stark getragen hatte, ist am Ende. Das inflexible Währungssystem wird nunmehr im Fall Estlands als Problem gesehen (Baj 2008). Für die Baltischen Länder wird eine Abwertung in internationalen Medien als Möglichkeit debattiert (z. B. Soto 2007), hätte aber wegen der hohen Devisenverschuldung der KonsumentInnen zwischen ca. 50% in Litauen und ca. 70% in Lettland und Estland (Leitner 2007: 3) wirtschaftlich wie sozial fatale Konsequenzen.

Sehr kritisch ist auch die Situation in Bulgarien, Rumänien sowie Ungarn einzuschätzen. Ähnlich wie die Baltischen Länder optierte auch Bulgarien in den 1990er Jahren für ein Currency Board. Das bulgarische Leistungsbilanzdefizit 2007 reichte mit geschätzten 23,0% des BIP fast an den lettischen EU-Spitzenwert heran (Wagstyl 2008: 2). Die Auslandsschuld hat sich zwischen 2002 und 2006 auf 19,7 Mrd. Euro fast verdoppelt (WIIW 2007: 41, Tab. II.1.1). Rumänien hat in der Vergangenheit den produktiven Sektoren größere Bedeutung beigemessen und war währungspolitisch flexibler als Bulgarien. Da Rumänien in den 1990er Jahren knapp an Finanzkrisen vorbeigeschlittert ist, ist auch das Problembewusstsein für außenwirtschaftliche Schief lagen etwas größer als in anderen Staaten der Region. Trotzdem ist in den letzten Jahren angesichts eines deutlichen Wachstumsschubs eine starke Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Situation toleriert worden. So lag das Leistungsbilanzdefizit 2007 mit geschätzten 14,0% des BIP (Wagstyl 2008: 2) ebenfalls weit über dem kritischen Wert. Die rumänische Auslandsschuld ist zwischen 2002 und 2006 von 16,2 Mrd. Euro auf 41,4 Mrd. Euro gestiegen (WIIW 2007: 55, Tab. II/1.8). Ungarn weist zwar ein deutlich höheres BIP pro Kopf und ein relativ geringeres Leistungsbilanzdefizit auf, wird allerdings schon längere Zeit als potenzieller Krisenfall gesehen (Onaran 2007: 137f.). Besonders beunruhigt hat die Finanzanleger in Ungarn allerdings weniger das üppige Leistungsbilanzdefizit als das zeitweise sehr ausgedehnte Loch im Budget – 2006 immerhin 9,6% des BIP (WIIW 2007: 46, Tab. II.1.4). Diese Unsicherheiten haben sich in den letzten Jahren in relativ starken Wechselkursschwankungen niedergeschlagen. Die zuletzt äußerst restriktive Wirtschaftspolitik hat in Ungarn zwar zu wirtschaftlicher Stagnation, aber nur zu einem

geringfügigen Rückgang des Leistungsbilanzdefizits auf 5,7% im Jahr 2007 (Wagstyl 2008: 2) geführt. Im Gegensatz zu Rumänien und Bulgarien beruht das ungarische Leistungsbilanzdefizit nicht so sehr auf einem großen Defizit der Handelsbilanz als vielmehr auf den hohen Gewinnrückflüssen und Zinszahlungen (Mencinger 2007: 122f.). Im Gegensatz zu den Baltischen Ländern sind Rumänien, Bulgarien und Ungarn nicht Mitglieder von ERM II und können sich daher auch nicht auf dessen institutionalisierte Unterstützungsverpflichtungen stützen.

Abgesehen von Slowenien, das als einziges der neuen osteuropäischen Mitgliedsländer während der Transformationsphase keine ernsthaften Leistungsbilanzprobleme drückten und das bereits Mitglied der Euro-Zone ist, scheinen die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei unter den osteuropäischen EU-Ländern am wenigsten verwundbar. Polen und die Tschechische Republik wiesen in den letzten Jahren eher moderate Leistungsbilanzdefizite auf (Becker 2007). In Polen ist allerdings ein sehr rascher Anstieg der Binnenverschuldung festzustellen, von dem starke Impulse für das Wirtschaftswachstum ausgehen. Allein im Jahr 2007 nahm die Verschuldung der Haushalte um 38% zu. Besonders rasch war das Wachstum bei Hypothekar- und Konsumkrediten. Bei Hypothekarkrediten ist der Anteil von Fremdwährungskrediten mit 56,4% (Bestand Ende 2007) sehr hoch. Über 1 Mio. PolInnen weist bereits Zahlungsrückstände auf. Die tendenziell steigenden Zinsen könnten weitere in Zahlungsschwierigkeiten bringen. Dies ist inzwischen auch ein Thema in der polnischen Presse (Stasiak 2008). Bedenklich ist in Polen noch nicht der Gesamtstand der KonsumentInnenverschuldung als vielmehr das rasche Wachstums und die bedenkenlose Kreditvergabe. Im Fall der Slowakei hat der starke Anstieg des Autoexportes im letzten Jahr zu einer dramatischen Verbesserung der Handels- und Leistungsbilanz geführt. Allerdings muss diese Verbesserung als sehr labil angesehen werden, da sie hochgradig von einer Branche abhängt. Die Slowakei beabsichtigt, den Euro zum 1. 1. 2009 einzuführen und wäre dann gegenüber einer Währungs-krise geschützt. Derzeit sieht es so aus, als ob die zuständigen EU-Gremien trotz erheblicher Vorbehalte der EZB, den slowakischen Beitritt zur Euro-Zone zu lassen werden. Formal erfüllt die Slowakei die Beitrittskriterien, so dass eine Ablehnung explizit politische begründet werden müsste. Zudem würde eine derartige Ablehnung endgültig verdeutlichen, dass die Euro-Übernahme in Osteuropa eigentlich seitens der EU-Zentrumsländer nicht gewünscht wird. Dies hieße aber auch, dass die konditionierenden Beitrittskriterien keine disziplinierende Wirkung mehr entfalten könnten (vgl. Kvasňovský 2008, Márovský 2008). Mit der Euro-Einführung würde die Slowakei eine nationale Währungs-krise ausschließen, aber es könnte dem Land nach dem Beispiel Portugals auf längere Sicht Stagnation drohen.

Besonders verwundbar für eine Finanz-krise sind die außerhalb der EU stehenden ex-jugoslawischen Republiken. Das Auseinanderbrechen des jugoslawischen Wirtschaftsraums und die Kriege haben hier zu einer starken Schwächung des Produktionspotenzials und extrem hohen Handels- und Leistungsbilanzdefiziten geführt. Die Tendenz zu hohen Handelsbilanzdefiziten ist durch rigide Formen der Hartwährungs-politik bzw. die Schaffung von Currency Boards oder die komplette Übernahme des Euro noch verschärft worden.

Selbst in Kroatien, das bei weitem das höchste Pro-Kopf-Einkommen aufweist, identifiziert der Soziologe Zoran Malenica (2007: 218f.) die hohen und beständigen Außenhandelsdefizite sowie die sehr hohe Auslandsverschuldung als die beiden wirt-

schaftspolitischen Schlüsselprobleme des Landes. Mit 84,6% BIP lag in Kroatien die Auslandsverschuldung 2006 sogar unter den post-jugoslawischen Staaten an der Spitze (Štiblar 2007: 220, Tab. 8.2). Diese außenwirtschaftlichen Probleme sind nicht zuletzt Konsequenz einer Politik des harten Kuna, die nach den Erfahrungen der spät-jugoslawischen galoppierenden Inflation zu Preisstabilität führen sollte. Tatsächlich hat der harte Kuna über billige Importe die Preissetzungsspielräume eingeschränkt und so zu relativ niedriger Inflation beigetragen. Andererseits hat die Währungsüberbewertung die Wiederbelebung der Industrie nach den Kriegsjahren behindert. Da die Euroisierung der Ökonomie, einschließlich der Verschuldung in Euro, weit vorangeschritten ist (vgl. Kovačević 2003: 245ff.), ist eine Abwertung kaum möglich, da sie die Schuldner und Banken in die Klemme bringen würde. Eine Währungskrise hätte wirtschaftlich und sozial schwere Folgen.

In den anderen ex-jugoslawischen Staaten sind die Handels- und Leistungsbilanzdefizite noch weit gravierender. Die Handelsbilanzdefizite bewegten sich 2006 zwischen 22,1% in Serbien und 31,6% des BIP in Bosnien-Herzegowina (Štiblar 2007: 220, Tab. 8.2). Den absoluten Spitzenwert erreichte allerdings das voll euroisierte Montenegro mit einem Handelsbilanzdefizit von 49% des BIP in den ersten drei Quartalen von 2006 (berechnet nach ISSP 2006: 60). Die Leistungsbilanzen sehen ähnlich trübe aus. Teils haben Außenverschuldung und Direktinvestitionen die Differenz überbrückt, teils – nämlich in den beiden Protektoraten Bosnien-Herzegowina und Kosovo – stabilisierten politisch motivierte Subventionen die außen- und binnenwirtschaftliche Lage.

Die durch die USA und einige EU-Staaten forcierte Anerkennung des Kosovo hat zusätzlich zu der wirtschaftlichen Labilität eine weitere politische Destabilisierung gebracht, die Serbien, Makedonien und Bosnien-Herzegowina betrifft. In Serbien und Makedonien fielen die Regierungskoalitionen auseinander. In Serbien thematisierte der Zentralbankgouverneur Radovan Jelašić in einem Interview mit der Wochenzeitschrift *Vreme* die Gefahren, die für ihn von der politischen Polarisierung Serbiens im Kontext des hohen Leistungsbilanzdefizits für den Kurs des serbischen Dinar ausgehen (Jelašić 2008: 12).

Damit gibt es in der Region auch unabhängig von der US-Finanzkrise erhebliche Krisenpotenziale. Diese sind umso höher, je wirtschaftlich peripherer die Position des Landes und je ultraliberaler und stärker auf einen äußeren Währungsanker gestützt die Wirtschaftspolitik ist. Zuweilen ist die Übernahme des Euro explizit als Exitstrategie aus den potenziellen Instabilitäten eines Currency Boards gesehen worden, so ganz explizit vom damaligen bulgarischen Finanzminister Milen Velčev im Jahr 2005 in einem Interview mit den tschechischen *Hospodárske noviny* (Velčev 2005). Außer für die Slowakei scheint diese Exit-Option für die osteuropäischen Länder derzeit verschlossen. Gleichzeitig finden die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verstärkte Aufmerksamkeit. Auch real dürften die Handelsbilanzprobleme durch die nachlassende Konjunktur im wichtigsten Absatzmarkt Westeuropa sogar noch verschärft werden. Damit steigt die Krisenanfälligkeit und geht die Wachstumsdynamik zurück.

3. Strukturelle Aspekte

Die Subprime Krise entstand vor dem Hintergrund eines markanten Anstiegs der Vermögenspreise – insbesondere im Bereich der Immobilien – und hing eng mit

einer dynamischen Kreditexpansion zusammen. Durch diese Vermögenspreisinflation wurde zusätzliches fiktives Kapital geschaffen. Diese Kreditexpansion ging in allen Ländern auch mit beträchtlichen Kapitalimporten im Kontext negativer Leistungsbilanzen einher, war wesentlicher Motor für die steigende Konsumnachfrage und stand im Zentrum eines tendenziell finanziализierten Entwicklungsmodells. Dies trifft insbesondere auf die USA, Spanien, das Vereinigte Königreich und einige osteuropäische Länder zu. Ein Teil der osteuropäischen Länder weist extreme Leistungsbilanzdefizite und Steigerungsraten der Auslandsschuld auf und muss daher als sehr verwundbar gelten. Andere europäische Länder wiesen jedoch in diesem Sinne keine besonders prononcierten Aspekte finanziализierter Entwicklungsregime auf. Dazu zählen Deutschland und Österreich, deren Entwicklungsdynamik in den letzten Jahren primär exportgetrieben war und deren Wirtschaftsmodell daher als neo-merkantilistisch bezeichnet werden kann (vgl. Kurswechsel 4/2007). Aufgrund des starken Bankenengagements in und der starken Exportorientierung auf Osteuropa gehen von der extremen finanziellen Fragilität mehrerer osteuropäischer Staaten für die österreichische Konjunktur und den Bankensektor erhebliche Risiken aus. Von einer Finanzkrise in Osteuropa wäre unter den westeuropäischen Ländern Österreich am stärksten betroffen. Eine Krise der Baltischen Länder würde sich allerdings auch auf die dort relativ stark engagierten skandinavischen Länder auswirken.

Während stark finanziализierte Ökonomien unmittelbarer im Kern ihres Modells getroffen werden, sind eher merkantilistisch orientierte Länder primär über die gedämpfte Exportnachfrage betroffen. Der »Ansteckungseffekt« der US-Finanzkrise war allerdings auch in neo-merkantilistischen Ländern zu spüren. Mehrere bundesdeutsche Banken fuhren mit riskanten Immobiliengeschäften Milliardenverluste ein und bedurften zum Teil der staatlichen Stützung.

Der weitere Verlauf der krisenhaften Entwicklungen ist daher in den beiden Ländergruppen von unterschiedlichen Aspekten bestimmt. Es ist zu diesem Zeitpunkt schwierig einzuschätzen, inwieweit eine Wiederaufnahme finanziализierter Expansionsdynamik möglich ist. Der Motor dieser Entwicklung – die Kreditexpansion – wird derzeit erheblich eingedämmt und es bleibt fraglich, inwieweit nach Abklingen der Krise wieder eine dynamischer Verschuldungsprozess in Gang kommen wird. Gérard Duménil und Dominique Lévy (2003) haben darauf hingewiesen, dass vor dem Hintergrund des hohen Stands der Verschuldung gemessen am BIP eine weitere Fortsetzung aufgrund der im Entwicklungsmodell eingeschriebenen Widersprüche schwierig ist. Insgesamt dürfte aus diesem und weiteren Gründen – wie z. B. aufgrund des nicht unendlich fortsetzbaren Anstiegs des Anteil der ausgeschütteten Gewinne an den Gesamtgewinnen als wichtige Triebfeder des Modells – eine Stagnationsphase mit verstärkten inflationären Entwicklungen erwarten lassen.

Während es bei Ländern mit stärker finanziализierten Modellen offen ist, inwieweit eine Wiederaufnahme der Akkumulationsdynamik möglich ist, stellt sich in den Fällen neo-merkantilistischer Regime ebenso die Frage, ob auch hier bisherige Strategien fortgesetzt werden können. Aufgrund des Rückgangs der externen Nachfragedynamik und den damit verbundenen rückläufigen Wachstumsaussichten kann es durchaus sein, dass versucht wird, bisherige merkantilistische Praktiken – d. h. eine sehr defensive Lohnpolitik – noch radikaler als bislang fortzusetzen. Damit müssten sich vor dem Hintergrund des hohen Außenwerts des Euros höhere Exportüberschüsse auch wesentlich innerhalb des Euroraumes erzielt werden, was die Leis-

tungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Währungsraums weiter verschärfen und krisenhafte Entwicklungen zuspitzen und die Währungsunion insgesamt ins Wanken bringen könnte. Es ist aber auch nicht auszuschließen, dass sich stärker finanzialisierte oder auch binnenorientierte Entwicklungsmodelle durchsetzen. Jedenfalls ist eine solche mögliche Umorientierung der Strategie erfahrungsgemäß ein krisenhafter und lange andauernder Prozess mit kontingentem Ausgang. Dabei geht es nicht nur um das Drehen an einzelnen Parametern wie Zinssätzen oder Staatsausgaben, sondern vielmehr um eine Änderung der institutionellen Rahmenbedingungen. Dies lässt eine längere Periode stagnativer Entwicklung durchaus wahrscheinlich werden.

Im Zuge der Subprime Krise waren auch Rufe von staatlicher Seite nach geänderten Regulierungen, stärkerer internationaler Kooperation und Transparenz lauter geworden. Ob mit der Subprime Krise jedoch ein nachhaltigerer Legitimationsverlust für die Führerschaft des Finanzsektors, einer stärker autonomen Regelsetzung und für Praktiken der Finanzialisierung verbunden sein wird, ist offen. Dennoch scheint eine stärkere grenzüberschreitende Kooperation staatlicher Regulierung nunmehr auch vom Akteur, der sich bislang dem am stärksten entgegenstellte – nämlich den USA – auch zunehmend als wichtiger erachtet zu werden. So wurde ein Vorstoß seitens des Vereinigten Königreichs, gemeinsame Regulierungsinstanzen für international tätige Banken zu schaffen, von den USA zunächst positiv entgegengenommen (vgl. *Financial Times*, 30. März 2008). Damit zeigen sich erste Tendenzen, dass die von den USA dominierte unilaterale Ausrichtung des Dollar Wall Street Regimes (DWSR) (Gowan 1999) unter Druck gerät und möglicher Weise andere Akteure damit größeren Gestaltungsspielraum erhalten. Ein an der Oberfläche sichtbarer Aspekt dieser Veränderungen ist das verstärkte Auftauchen von privaten Investoren und Staatsfonds aus meist semiperipheren Ländern mit einem Handelsbilanzüberschuss, wenn es z. B. darum geht marode Banken durch massive Eigenkapitalzufuhr zu retten. So stiegen Staatsfonds aus Abu Dhabi, Kuwait, Singapur, China und Süd-Korea bei US- und bei europäischen Banken ein, wenn auch zunächst mit bestimmten Selbstbeschränkungen hinsichtlich der unmittelbaren Einflussnahme auf die Geschäftspolitik (Warde 2008). Diesem Prozess liegt jedoch bereits ein längerfristiger relativer Bedeutungsverlust der USA im globalen Finanzsektor zugrunde, und es ist offen, ob eine neue Konfigurationen entstehen wird. Die Achillessehne der US-Ökonomie und des DWSR ist die Notwendigkeit den Nettokapitalzufluss aufrecht zu erhalten, um das strukturelle Leistungsbilanzdefizit auszugleichen. Trotz Zinssenkungen und Dollar-Abwertung kommt es jedoch nach wie vor zu substantziellen Nettokapitalzuflüssen. Während es Ende der 1970er Jahre noch möglich war, die Stärke des Dollars als Leitwährung durch massiven Zinsanstieg wieder herzustellen, so erscheint diese Option heute vor dem Hintergrund der hohen Verschuldung kaum gangbar (vgl. Arrighi 2008: 254). Vor diesem Hintergrund der strukturellen Dollarschwäche scheint es eine Frage der Zeit, wann dessen Funktion als globale Reservewährung erodiert. Inwieweit der Euro das entstehende Vakuum dann füllen könnte, ist noch kaum zu sagen. Denn die EU ist mit ihrer einerseits fragmentierten, andererseits institutionell rigiden und einseitig anti-inflationär ausgerichteten Wirtschaftspolitik, welche die Nachfrageseite völlig vernachlässigt, denkbar schlecht auf Krisen vorbereitet (vgl. Aglietta/Berrebi 2007: 404ff.). Auch die Bankenaufsicht und ggf. Stabilisierung angeschlagener Banken ist in der EU nationale Angelegenheit, was angesichts vielfach transnationaler Banken Rettungsaktionen im Fall von Krisen nicht gerade erleich-

tern dürfte. Ob eine Erosion der US-Position bereits in dieser oder erst in einer der folgenden Krisen der Fall erfolgt, ist derzeit jedoch noch nicht abzusehen. Dass der Prozess der Erosion der dominanten Reservewährung mit erheblichen Turbulenzen verbunden sein wird steht außer Zweifel.

4. Schlussfolgerungen

Die Subprime Krise zeigte dort ihren Ursprung und ihre raschesten Auswirkungen auf die wirtschaftliche Dynamik, wo es finanzialisierte Akkumulationsmodelle gab. Diese basierten in den letzten Jahren wesentlich auf Kreditexpansion und damit verbundener Vermögenspreisinflation im Immobiliensektor, was eine spezifische liberale Regulierung der Immobilienmärkte vorausgesetzt hatte. Vor allem indirekt waren diejenigen Ökonomien betroffen, die auf merkantilistische Strategien setzten, da sich die Nachfragedynamik nach ihren Exporten reduzierte. In beiden Ländergruppen ist es wesentlich eine Frage der sozialen Auseinandersetzungen, ob und welche Wege aus der Krise gefunden werden und welche Wachstumsregime sich dabei durchsetzen werden. Wahrscheinlich dürfte es sich dabei um einen länger durch stagnative Tendenzen gekennzeichneten Prozess handeln. Obwohl mit der Subprime Krise die Legitimation der Selbstregulierung als wichtigem Kernelement von Finanzialisierungsprozessen gelitten hat, scheint auch eine weitere Vertiefung finanzialisierter Strategien ebenso wie eine Verschärfung neo-merkantilistischer Praktiken im Kontext einer längeren stagnativen Phase durchaus denkbar.

Nicht zu vergessen ist hierbei, dass die Krise nicht allein in einem Platzen spekulativer Blasen besteht, sondern auch die extremen Leistungsbilanzdefizite der USA einerseits und die großen Leistungsbilanzüberschüsse Japans, Chinas und Deutschlands andererseits zentraler Bestandteil der Krise sind (vgl. Aglietta/Berrebi 2007: 312ff.). Bislang hat sich die Reaktion auf die Finanzkrise weitgehend auf starke Liquiditätsspritzen und Rettungsaktionen für Banken mit schwerer Schiefelage sowie im Fall der USA eine starke Zinssenkung sowie ein fiskalisches Konjunkturprogramm beschränkt. Eine schärfere Finanzaufsicht ist in der Diskussion.

Die Finanzalisierungsdynamiken sind trotz öffentlicher Kritik an den »Auswüchsen« der Finanzmärkte nicht angegangen worden. Dabei gibt es hier durchaus Vorschläge. So forderte Dominique Plihon, französischer Ökonomieprofessor und Mitglied des wissenschaftlichen Beirats von Attac Frankreich, im April dieses Jahres auf dem 3. Alternativen Ecofin in Ljubljana die Dynamik der Finanzmärkte durch eine progressive Besteuerung von Kapitaleinkünften, eine systematische Besteuerung von Kapitaltransaktionen und eine Beendigung der Privatisierung bzw. Re-Vergesellschaftung von sozialer Sicherung und Basisinfrastruktur zu brechen. Für ihn ist weiters nicht nur eine schärfere Finanzaufsicht, sondern auch das Verbot bestimmter, hochriskanter Finanzmarkttransaktionen geboten (Plihon 2008). Aber auch grundlegende Korrekturen in der Ausrichtung der Wirtschaftspolitik sind auf beiden Seiten des Atlantik und Pazifik erforderlich, um die enormen internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte anzugehen (vgl. Aglietta/Landry 2007: 156ff. und Aglietta/Berrebi 2007: Kap. X). Auf diesem Gebiet sind noch keinerlei Initiativen erkennbar. Das gilt speziell für die EU, in der die restriktiven Kriterien des Wachstums- und Stabilitätspaktes einer Expansion des Binnenmarktes entgegenstehen und Stagnation und Krisenanfälligkeit produzieren. In den neo-merkantilistischen Ländern wie

Deutschland und Österreich wäre eine weit stärker auf den Binnenmarkt orientierte Politik, einschließlich einer stärker expansiven Lohnpolitik, erforderlich. Eine solche Wende könnte nur durch eine starke Veränderung der gesellschaftlichen Kräftekonstellation herbeigeführt werden.

Literatur

- Aglietta, M./ Berrebi, L. (2007) *Désordres dans le capitalisme mondial*. Paris.
- Aglietta, M./ Landry, Y. (2007) *La Chine vers la superpuissance*. Paris
- Arrighi, G. (2008) *Adam Smith in Beijing. Die Genealogie des 21 Jahrhunderts*. Hamburg.
- Baj, L. (2007) *Żółta karta dla Łotwa*. In: *Gazeta Wyborcza*, 18.-19. 8., 31.
- Baj, L. (2008) *Estoński tygrys stracił zęby*. In: *Gazeta Wyborcza*, 19. 5. (www.gazeta.pl; 19. 5. 2008).
- BBC News (2008) *House prices* http://news.bbc.co.uk/1/shared/spl/hi/in_depth/uk_house_prices/html/houses.stm, and <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7150229.stm>.
- Bloomberg (2008) *Darling Cuts U.K. Growth Forecasts as Spending Slows, March 12th 2008* <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=ay.Y58Neos8&refer=home>.
- Becker, J. (2007) *Dollarisation in Latin America and Euroisation in Eastern Europe. Parallels and Differences*. In: Becker, J./ Weissenbacher, R. (Hg.) *Dollarisation, Euroization and Financial Instability. Central and Eastern European Countries between Stagnation and Financial Crisis?* Marburg, 223-278.
- Blackburn, R. (2008) *The Subprime Crisis*. In: *New Left Review*, No. 50, 63-106.
- Blanc, J. (2007) *La monnaie comme projet politique: restauration monétaire et currency board en Lituanie (1988 – 1994)*. In: Théret, B. (Hg.) *La monnaie dévoilée par ses crises. Vol. 1. Crises monétaires d’hier et d’aujourd’hui*. Paris, 401-428.
- Bohle, D./ Greskovits, B. (2007) *Neoliberalismus, eingebetteter Neoliberalismus und Neo-Korporatismus: Sozialistische Hinterlassenschaften, transnationale Integration und die Diversität osteuropäischer Kapitalismen*. In: Segert, D. (Hg.) *Postsozialismus. Hinterlassenschaften des Staatssozialismus und neue Kapitalismen in Europa*. Wien, 185-205.
- Duménil, G./ Lévy, D. (2003) *Neo-Liberal Dynamics – Towards a New Phase?* In: van der Pijl, K./ Assassi, L./ Wigan, D. (ed) *Global Regulation. Managing Crises after the Imperial Turn*. Houndmills, 28-42.
- European Commission (2008) *Key indicators for the Euro area, April 1st 2008* http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/key_euro_area/key_euro_en.pdf.
- Feldmann, M. (2006) *The Baltic States: Pacesetter on EMU. Accession and the Consolidation of Domestic Stability Culture*. In: Dyson, K. (Hg.): *Enlarging the Euro Area. External Empowerment and Domestic Transformation in East Central Europe*. Oxford, 127-144.
- Filin, P. (2008) *Lotyšski dosiahlo cválajúcu infláciu*. In: *Sme*, 11.4. (www.sme.sk, 11.4.2008).
- Galgóczi, B./Kemekliene, G. (2006) *Eurozone: »a club of rich countries with slow growth – dynamic poor countries please keep out«?*, *European Economic Employment Policy Brief*, No. 3.
- Gowan, P. (1999) *The Global Gamble. Washington’s Faustian Bid for World Dominance*. London.
- IMF (2008a) *Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*. IMF, Washington, D.C.
- IMF (2008b) *World Economic Outlook. Housing and the Business Cycle*. IMF, Washington, D.C.
- ISSP – Insitute for Strategic Studiess and Prognoses (2006) *Montenegro Economic Trends 25 (Podgorica)*. (www.isspm.org, 22. 7. 2007).
- Jelašić, R. (2008) *Poslednja odbrana dinara. (Interview)* In: *Vreme*, Nr. 900, 3. 4., 10-13.
- Kovačević, Z. (2003) *Monetarna politika – mjere i instrumenti*. In: Družić, I. (Hg.) *Hrvatski gospodarski razvoj*. Zagreb, 231-161.
- Kvasňovský, R. (2008) *Mame už euro vo vrecku?* In: *euro-domino*, Nr. 18, 30. 4., 11-12.
- Leitner, S. (2007) *Baltic states: perils of boom and bust scenario ahead*. In: *WIIW Monthly Report*, Nr. 4, 1-8.

- Malenica, Z. (2007) Ogleđi o hrvatskom društvu. Prilog sociologiji hrvatskog društva. Zagreb.
- Márovský, K. (2008) Začína sa »eurodoba«. In: Slovo, Nr. 18-19, 30. 4., 4.
- Mencinger, J. (2007) Addiction to FDI and Current Account Balance. In: Becker, J./ Weissenbacher, R. (Hg.) Dollarization, Euroization and Financial Instability. Central and Eastern European Countries between Stagnation and Financial Crisis? Marburg, 109-126.
- Nationwide (2008) UK House Prices Adjusted for Inflation http://www.nationwide.co.uk/hpi/downloads/UK_house_prices_adjusted_for_inflation.xls .
- Onaran, Ö. (2007) International financial markets and fragility in Eastern Europe: »Can it happen« here? In: Becker, J./ Weissenbacher, R. (Hg.) Dollarization, Euroization and Financial Instability. Central and Eastern European Countries between Stagnation and Financial Crisis? Marburg, 129-148.
- Plihon, D. (2008) Another finance system is possible. 3. Alternative Ecofin, Ljubljana, 3.-4. 4. 2008.
- Reinhart, C./ Rogoff, K. (2008) Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. Working Paper. http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/Is_The_US_Subprime_Crisis_So_Different.pdf .
- Scherrer, C. (2008) Finanzmarkt: Auch gestreutes Risiko bleibt riskant. Anatomie und Eskalation der Subprime Krise. In: Informationsbrief Weltwirtschaft und Entwicklung. Januar 2008. http://www.uni-kassel.de/fb5/globalisation/pdf/online_pub_WE_Jan08.pdf .
- Soto, A. (2007) Cada vez más lejos de la eurozona. In: El País, 9. 12., 15.
- Stasiak, P. (2008) Zadłużone życie. In: Polityka, 24. 5., 32-27.
- Štiblar, F. (2007) The Balkan Conflict & its Solutions. Creating Conditions for Peace, Stability and Development in the Western Balkans. Ljubljana.
- Velčev, M. (2005) Euro chceme co nejdřív, kritéria už splňujeme (Interview). In: Hospodářské noviny, 5. 5., 5.
- Wagstyl, St. (2008) Credit crunch spreads eastwards. In: Financial Times, 29. 1.: 2.
- Warde, I. (2008) Prédateurs, sauveurs ou dupes? In: Le Monde diplomatique, 55 (650), Mai 2008: 1, 8-9.
- WIIW (2007) WIIW Handbook of Statistics 2007. Wien