

Geldpolitische Normalisierung und ihre Wirkung auf Moldau

Als Reaktion auf die internationale Finanzkrise 2007/2008 haben die Zentralbanken der führenden Wirtschaftsnationen radikale Maßnahmen ergriffen und ihre Leitzinsen auf ein beispiellos niedriges Niveau gesenkt. Diese ultralockere Geldpolitik hat inzwischen ihre Ziele erreicht und führt aktuell zu einem erheblichen Risiko von Preisblasen bei Vermögenstiteln. Führende Zentralbanken haben deshalb begonnen, ihre Geldpolitik zu normalisieren.

Diese Normalisierung wirkt sich negativ auf Schwellenländer wie Argentinien und die Türkei aus. Bisher ist aber keine Wirkung auf Moldau beobachtbar. Dafür gibt es zwei Hauptgründe. Erstens hat Moldau eine geringe kurzfristige Auslandsverschuldung; es gibt praktisch kein „hot money“ im Land. Zweitens war die makroökonomische Politik in den letzten zwei Jahren sehr umsichtig.

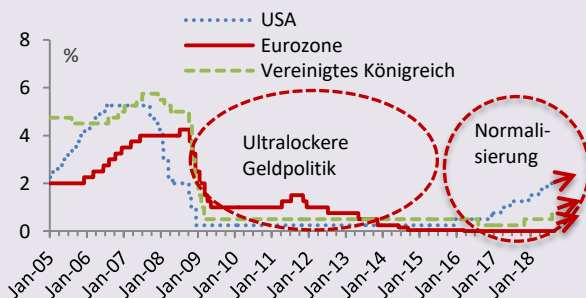
Trotz der bisher fehlenden Wirkung ist eine gewisse Vorsicht geboten. Wir empfehlen eine Fortsetzung des Aufbaus von Devisenreserven und der umsichtigen Fiskalpolitik.

Ultralockere Geldpolitik in entwickelten Ländern

Im Zusammenhang mit der internationalen Finanzkrise 2007/2008 haben die Zentralbanken der führenden Wirtschaftsnationen entschieden reagiert. Die Federal Reserve Bank (Fed) sowie die Europäische Zentralbank (EZB) senkten radikal ihre Leitzinsen. Darüber hinaus haben sie den Märkten in großem Umfang Liquidität zur Verfügung gestellt, was sich in einem massiven Anstieg ihrer Bilanzen widerspiegelte.

Diese ultralockere Geldpolitik hatte die beabsichtigten Auswirkungen auf BIP, Arbeitslosigkeit, Inflation und auf Finanzkennzahlen. Eine Fortsetzung dieser Politik birgt jedoch das erhebliche Risiko von Vermögenspreisblasen. Es ist daher an der Zeit, die Geldpolitik zu normalisieren. Die Fed und die Bank of England haben bereits begonnen, die Zinsen zu erhöhen. Die EZB wird Ende 2019 folgen.

Leitzinssätze der führenden Zentralbanken



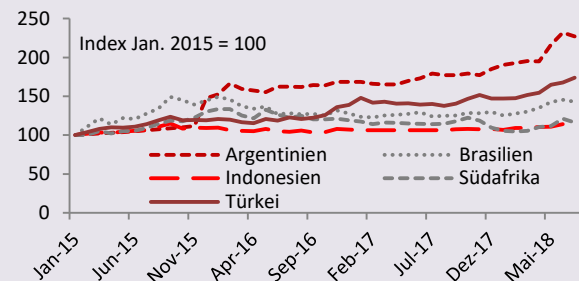
Quelle: HSH Nordbank

Auswirkungen auf ausgewählte Schwellenländer

Die Normalisierung der Geldpolitik in den entwickelten Volkswirtschaften hat zu höheren Zinssätzen und zu erheblichen Abwertungen der Währungen in den Schwellenländern geführt.

Höhere Zinssätze in den entwickelten Volkswirtschaften machen Investitionen in diesen Ländern attraktiver, was private Anleger dazu veranlasst, Mittel von Schwellenländern in entwickelte Volkswirtschaften zu verlagern. Dies wiederum führt zu einer Abwertung der Währungen der Schwellenländer, wie in der folgenden Grafik dargestellt ist.

Währungen von Schwellenländern ggü. dem US-Dollar



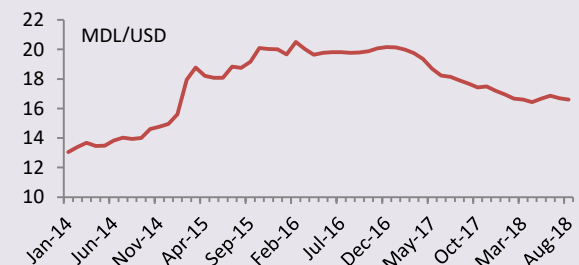
Quelle: IWF

Besonders stark betroffen waren Argentinien, die Türkei und Brasilien. Diese Länder mussten auch ihre Leitzinsen erhöhen, um die Inflation zu begrenzen.

Bisherige Auswirkungen auf Moldau

In Moldau sind bisher keine negativen Auswirkungen auf die Leitzinsen zu beobachten. Die Nationalbank konnte den Leitzins sogar von einem Höchststand von 19,5% im Januar 2016 auf aktuell 6,5% senken. Gleichzeitig gab es seit Januar 2017 eine starke Aufwertung des moldauischen Leu um 17,5% gegenüber dem US-Dollar.

Wechselkurs des Moldauischen Leu



Quelle: Nationalbank Moldaus

Erwartete zukünftige Auswirkungen auf Moldau

Um mögliche zukünftige Risiken abzuschätzen, betrachten wir ausgewählte Risikofaktoren. Dazu gehören die Staatsverschuldung, die Unternehmensver-

schuldung, der Bankensektor, das Leistungsbilanzdefizit und die Devisenreserven.

Staatsverschuldung. In Moldau ist die Staatsverschuldung traditionell gering. In 2017 betrug sie 33% des BIP. Nur 21% der Schulden sind dabei kurzfristig. Gleichzeitig entfallen 81% der Auslandsverschuldung auf internationale Finanzinstitutionen (IFIs).

Moldau begibt keine Eurobonds und die Beteiligung von Ausländern an den lokalen Anleihemärkten ist sehr begrenzt (es gibt kein „hot money“). Daher sehen wir nur ein begrenztes Risiko im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung.

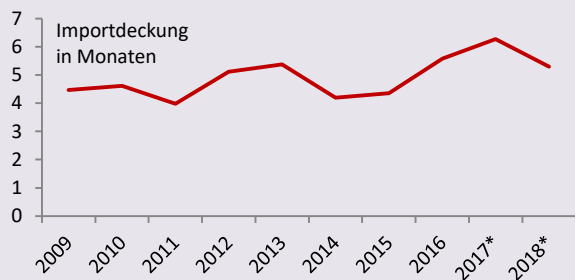
Unternehmensverschuldung. Im Jahr 2017 beliefen sich die kurzfristigen Auslandsschulden des Unternehmenssektors auf fast 14% des BIP. Im internationalen Vergleich ist dies ein hoher Anteil. Der größte Teil dieser kurzfristigen Verbindlichkeiten besteht jedoch aus Handelskrediten (12,5 % des BIP), die keinen Anlass zur Sorge geben, da die Unternehmen sie nach dem Verkauf der importierten Waren zurückzahlen können. Die Verschuldung der Unternehmen ist daher auch nicht kritisch.

Bankensektor. Der Bankensektor verfügt derzeit über eine sehr hohe Kapitaladäquanzquote von 27%. Das regulatorische Minimum liegt zwischen 13,5 und 16,25%. Die hohe Quote kann als Puffer dienen. Wir sehen hier wenig Risiko.

Leistungsbilanzdefizit. Im Jahr 2017 betrug das Defizit ca. 6,5% des BIP, was per se ein Risikofaktor ist. Das Defizit wird jedoch weitgehend durch ausländische Direktinvestitionen (2,1 % des BIP) und durch die IFIs (1,3 % des BIP im öffentlichen Sektor und ein erheblicher Teil im privaten Sektor) finanziert. Da es sich hierbei um relativ stabile Kapitalzuflüsse handelt, sehen wir ein moderates Risiko im Zusammenhang mit dem Leistungsbilanzdefizit.

Devisenreserven. Aktuell belaufen sich die Devisenreserven auf 2,97 Mrd. USD, was 5,3 Monaten Importdeckung und 152% der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten entspricht. Angesichts dieses erheblichen (aber nicht riesigen) Niveaus an Devisenreserven sehen wir kein damit verbundenes Risiko.

Devisenreserven



Quelle: Weltbank, IWF; *eigene Berechnung, eigene Schätzung

Schlussfolgerungen und politische Implikationen

Seit 2017 wertete der moldauische Leu gegenüber dem US-Dollar auf; die Leitzinsen sanken gleichzeitig. Die Normalisierung der Geldpolitik in den führenden Wirtschaftsnationen hatte damit bisher keine Auswirkungen auf Moldau.

Der Hauptgrund für die ausbleibende Wirkung ist die begrenzte Integration Moldaus in die internationalen Finanzmärkte sowie der hohe Anteil der IFIs an der Auslandsverschuldung. Aber auch eine umsichtige makroökonomische Politik und die Sanierung des Bankensektors trugen dazu bei, dass Auswirkungen ausblieben.

Unter der Annahme einer Fortsetzung der derzeitigen umsichtigen makroökonomischen Politik ist für Moldau kein Schock zu erwarten. Allerdings werden sich letztendlich Wirkungen zeigen, insbesondere bei den Zinssätzen.

Wir empfehlen der Regierung deshalb, vorsichtig zu bleiben, weiterhin Devisenreserven als potenziellen Puffer anzuhäufen und an einer umsichtigen Fiskalpolitik mit angemessenen Haushaltsdefiziten festzuhalten.

Autoren

Dr. Ricardo Giucci, giucci@berlin-economics.com
 Woldemar Walter, walter@berlin-economics.com

Herausgeber

Dr. Ricardo Giucci, Woldemar Walter

Hiinweis: Eine ausführlichere Analyse der Thematik bietet unsere Policy Study PS/01/2018 „[Monetary policy normalisation in advanced economies and the impact on Moldova](#)“

[Newsletter bestellen](#)

German Economic Team Moldau

www.get-moldau.de

Das German Economic Team berät die moldauische Regierung seit 2010 zu wirtschaftspolitischen Fragen. Das Projekt wird durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie finanziert und von Berlin Economics durchgeführt.



BE Berlin Economics GmbH | Schillerstraße 59 | 10627 Berlin
 +49 30 / 20 61 34 64 - 0 | info@berlin-economics.com | [Impressum](#)