

Finanzmarktkrise erhöht Rezessionsgefahr

Industrieländer: Staatliche Maßnahmen zur Eindämmung der Finanzmarktkrise und ihrer Folgen für die Realwirtschaft

Wachstumsaussichten durch Finanzmarktkrise düster

In den *industrialisierten Ländern* hat sich das Wirtschaftswachstum in den letzten Quartalen aufgrund gestiegener Rohstoffpreise und den Auswirkungen der US-Subprime-Krise verlangsamt. Gleichzeitig ist die Inflation in vielen Ländern hauptsächlich wegen der erhöhten Rohstoffpreise auf langjährige Höchststände angestiegen. Der Rohölpreis (Brent) zeigte eine erhebliche Volatilität; von April bis Mitte Juli 2008 stieg er von rund 100 USD auf bis zu 145 USD und fiel dann bis Mitte November 2008 jedoch auf rund 50 USD, da sich die Wirtschaftsaussichten für sämtliche Industrieländer verschlechtert haben. Der IWF erwartet in seiner November-Prognose für die industrialisierten Länder insgesamt für das Jahr 2009 einen BIP-Rückgang um 0,3%, insbesondere aufgrund der durch die Finanzmarktkrise verschlechterten Finanzierungsbedingungen.

Die seit Sommer 2007 von den USA ausgehenden Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten haben sich ab September 2008 krisenhaft zuspitzt. In den USA erfolgte zuerst die staatliche Übernahme der beiden großen Hypothekeninstitute Freddie Mac und Fannie Mae, am 15. September 2008 kam es jedoch zum Konkurs der viertgrößten US-Investmentbank, Lehman Brothers. Im Gefolge dieses Konkurses konnte das größte US-Versicherungsunternehmen, American International Group (AIG), nur durch staatliche Intervention vor dem Zusammenbruch bewahrt werden, und es kam zu umfangreichen Restrukturierungen im Finanzsektor durch (teils staatlich geförderte) Unternehmensübernahmen.

Der Lehman-Konkurs führte auch zum Abzug hoher Volumina aus Geldmarktfonds, die eine wichtige Finanzierungsquelle für die Überwälzung von Commercial Papers zur Betriebsmittelkreditfinanzierung von Großunternehmen darstellen, und löste auch einen massiven Vertrauensverlust zwischen den Banken aus. Dadurch kam der Handel auf den Geldmärkten teilweise zum Erliegen. Die Zentralbanken stellten mit koordinierten Maßnahmen zusätzliche Liquidität, vor allem in US-Dollar bereit. Am 19. September 2008 gab das US-Finanzministerium einen Vorschlag für ein umfassendes Programm zur Stabilisierung des US-Finanzsektors bekannt, das jedoch erst zwei Wochen später gemeinsam mit weiteren Steuerensenkungen und einer Anhebung der Grenzen für die Einlagensicherung beschlossen wurde. Auch in Europa kam es bei einzelnen Finanzinstituten, bei denen Refinanzierungsschwierigkeiten aufgetreten waren, zu Stützungen oder Verstaatlichungen. Ab Ende September 2008 wurden in den EU-Mitgliedstaaten zuerst isoliert und dann auch in Absprache auf EU-Ebene eine Reihe von Initiativen zur Wiederherstellung des Vertrauens der Banken untereinander sowie zwischen den Banken und den Bankkunden gesetzt, die insbesondere in staatlichen Garantieübernahmen, der Bereitstellung staatlicher Fonds für allfällige Kapitalerhöhungen bei Banken und einer Erhöhung der Einlagensicherung (auf mindestens 50.000 EUR bis zu unlimitiert) bestanden. Am 8. Oktober 2008 gaben die Federal Reserve, die EZB, die Bank of England, die Bank of Canada, die schwedische Notenbank und die Schweizerische Nationalbank in einer konzertierten Aktion eine Senkung ihrer Leitzinsen um 50 Basispunkte bekannt. Die Maßnahme erfolgte wegen der durch die Finanzmarktkrise erhöhten Abwärts-

Tabelle 1

IWF-Ausblick: Industrieländer

	BIP (reales Wachstum)							Verbraucherpreisinflation					Leistungsbilanz			
	Okt. 08		Apr. 08		Okt. 08		Nov. 08		Okt. 08		Apr. 08			Okt. 08		
	2007	2008 ¹	2009 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹	
	in %							in %					in % des BIP			
Industrialisierte Länder	2,6	1,3	1,3	1,5	0,5	1,4	-0,3	2,2	2,6	2,0	3,6	2,0	-0,9	-1,0	-0,6	
USA	2,0	0,5	0,6	1,6	0,1	1,4	-0,7	2,9	3,0	2,0	4,2	1,8	-5,3	-4,6	-3,3	
Euroraum	2,6	1,4	1,2	1,3	0,2	1,2	-0,5	2,1	2,8	1,9	3,5	1,9	0,2	-0,5	-0,4	
Deutschland	2,5	1,4	1,0	1,8	0,0	1,7	-0,8	2,3	2,5	1,6	2,9	1,4	7,6	7,3	6,8	
Frankreich	2,2	1,4	1,2	0,8	0,2	0,8	-0,5	1,6	2,5	1,7	3,4	1,6	-1,2	-2,8	-2,7	
Italien	1,5	0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	2,0	2,5	1,9	3,4	1,9	-2,5	-2,8	-2,4	
Vereinigtes Königreich	3,0	1,6	1,6	1,0	-0,1	0,8	-1,3	2,3	2,5	2,1	3,8	2,9	-3,8	-3,6	-3,4	
Japan	2,1	1,4	1,5	0,7	0,5	0,5	-0,2	0,0	0,6	1,3	1,6	0,9	4,8	4,0	3,7	

Quelle: IWF (World Economic Outlook), April 2008 und Oktober 2008, und IWF (World Economic Outlook Update), November 2008.

¹ Prognose.

risiken für die Konjunktur und, damit verbunden, deutlich verringerter Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität. Diese Einschätzung basierte vor allem auf den im Oktober veröffentlichten Revisionen der IWF-Prognosen.

In den *USA* war das annualisierte Quartalswachstum des (saisonal bereinigten) realen BIP im dritten Quartal 2008 gemäß Vorabschätzung negativ (-0,3%), nachdem es im zweiten Quartal mit +2,8% noch deutlich positiv gewesen war. Im Jahresabstand fiel das Wachstum auf 0,8% (nach 2,1% im zweiten Quartal 2008). Die positiven Beiträge der Nettoexporte und der öffentlichen Hand zum Quartalswachstum reichten nicht aus, den Einbruch beim privaten Konsum und die weitere Schrumpfung der privaten Investitionen auszugleichen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich in den letzten Monaten verschlechtert (steigende Arbeitslosigkeit und rückläufige Beschäftigung). Die Korrektur auf dem US-Immobilienmarkt setzte sich mit landesweit fallenden Hauspreisen und einem weiter hohen und steigenden Bestand an unverkauften Häusern fort. In

seiner November-Prognose erwartet der IWF für das Jahr 2009 einen Rückgang des BIP (-0,7%). Die Kerninflationsrate betrug im September 2008 im Vorjahresvergleich 2,5%, der Verbraucherpreisindex (VPI) stieg dagegen um 4,9% (August 2008: +5,4%). Für das Jahr 2009 erwartet der IWF einen Rückgang der Inflation auf 1,8%.

Im *Euroraum* ist das (nicht annualisiert) saisonal bereinigte reale BIP im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,2% zurückgegangen, im Jahresabstand ist das BIP-Wachstum auf 1,4% (nach 2,1% im ersten Quartal) gesunken. Eine Wachstumskorrektur war nach der auf Sonderfaktoren beruhenden dynamischen Entwicklung im ersten Quartal (+0,7% im Vergleich zum Vorquartal) erwartet worden. In *Deutschland*, *Frankreich* und *Italien* ist das BIP im zweiten Quartal 2008 im Vergleich zum Vorquartal zurückgegangen. In seiner November-Prognose erwartet der IWF für den Euroraum sowie für diese drei größten Volkswirtschaften des Euroraums einen Rückgang des BIP im Jahr 2009 um 0,5% bis 0,8%. Die HVPI-Inflationsrate hat

im Sommer ihren Höhepunkt überschritten. Nach jeweils 4 % im Juni und Juli 2008 (im Vergleich zum Vorjahr) ging sie bis September 2008 auf 3,6 % im Jahresabstand zurück. Für das gesamte Jahr 2009 erwartet der IWF einen weiteren Rückgang der Inflation auf 1,9 %.

In *Japan* ist das reale BIP im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorquartal um 0,7 % gesunken. In seiner November-Prognose erwartet der IWF für das Jahr 2009 eine Stagnation des BIP (−0,2 %). Die Inflationsrate betrug im September 2,1 % und lag damit über der Obergrenze der von der Bank of Japan festgelegten Definition von Preisstabilität. Allerdings sollte der Rohstoffpreissrückgang den Preisauftrieb dämpfen.

Liquiditätsspannungen, steigende Risikoprämien und hohe Volatilität auf den Finanzmärkten

Auf den *Geldmärkten* gab es vor der Zuspitzung der Finanzmarktkrise im September 2008 nur punktuelle Zinsänderungen. So beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve am 30. April 2008 eine Senkung des Leitzinses um 25 Basispunkte auf 2 % mit dem Ziel, Konjunkturrisiken entgegenzuwirken. Im Euroraum beschloss der EZB-Rat am 3. Juli 2008 eine Anhebung des Leitzinses um 25 Basispunkte auf 4,25 % aufgrund gestiegener Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität und der Abwesenheit von signifikanten Beschränkungen für die Kreditvergabe. Die seit August 2007 bestehenden Spannungen auf den Interbankengeldmärkten verstärkten sich, jedoch seit Mitte September 2008, da der Konkurs von Lehman Brothers zu einer erhöhten Wahrnehmung von Risiken und einer erhöhten Liquiditätspräferenz der Finanzinstitute führte. Der Interbankengeldhandel beschränkte sich teilweise

nur auf Taggeldgeschäfte. Neben der koordinierten Zinssenkung am 8. Oktober 2008 kooperierten die Notenbanken auch beständig in ihrem Bemühen, den Geldmarkt vorübergehend zu ersetzen, indem sie sich untereinander (via Devisenswaps) und den Banken (via Auktionen) Liquidität bereitstellten. Die Federal Reserve und der EZB-Rat senkten ihre jeweiligen Leitzinssätze nochmals um 50 Basispunkte mit Wirkung vom 29. Oktober bzw. 12. November 2008 auf 1 % bzw. 3,25 %. Aufgrund der starken Spannungen auf den Interbankengeldmärkten war der Drei-Monats-EURIBOR von Ende August bis Ende September 2008 von 5,0 % auf 5,3 % gestiegen, während sich der US-Dollar-Drei-Monats-LIBOR von 2,8 % auf 4,1 % erhöht hatte. Im Gefolge der Notenbankmaßnahmen ging der Drei-Monats-EURIBOR dann bis Mitte November auf 4,3 % und der US-Dollar-Drei-Monats-LIBOR auf 2,2 % zurück.

Auf den *Märkten für langfristige Staatsanleihen* im Euroraum und den USA kam es von April bis Juni 2008 zu Renditeanstiegen von 0,5 bzw. 0,4 Prozentpunkten auf 4,8 % bzw. 4,1 %, da sich die Risikoaversion der Anleger leicht legte und mit den steigenden Erdöl- und Rohstoffpreisen die Inflationsbesorgnisse zunahmen. Gleichzeitig wurden die Konjunkturaussichten weniger pessimistisch eingeschätzt und die erwarteten Leitzinsen nach oben revidiert. Von Juni bzw. Juli 2008 bis Mitte November 2008 gingen die Renditen im Gefolge der Finanzkrise wieder auf das April-Niveau zurück, da sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten eintrübten und die Investoren sichere Staatsanleihen bevorzugten. Die aus inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Break-Even-Inflationsraten stiegen bis Juli 2008 aufgrund steigender Inflationserwartungen und Infla-

tionsrisikoprämien im Euroraum an und gingen danach infolge der Leitzinsanhebung der EZB, niedrigerer Rohölpreise und zuletzt der Verschärfung der Finanzmarktkrise wieder zurück.

Die *Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen* für Schuldner mit bester Bonität (AAA) und schlechter eingestufte Emittenten (BBB) stiegen mit Zuspitzung der Finanzmarktkrise aufgrund der höheren Risikoaversion und Liquiditätspräferenz sowie vermehrter Konjunkturbesorgnisse ab September 2008 deutlich an und erreichten neue langjährige Höchststände, nachdem zuvor nur ein gradueller Anstieg zu beobachten war. Die BBB-Risikoaufschläge stiegen von April bis Mitte November 2008 im Euroraum und den USA um rund 310 bzw. 330 auf 600 bzw. 660 Basispunkte. Die AAA-Risikoaufschläge hingegen stiegen von April bis Oktober im Euroraum um 60 Basispunkte, in den USA jedoch um 180 Basispunkte, gingen dann allerdings bis Mitte November um 20 bzw. 30 auf 90 bzw. 310 Basispunkte zurück.

Auf den *Aktienmärkten* im Euroraum und in den USA kam die Mitte März 2008 einsetzende Erholung im Mai zum Stillstand, und die Kurse entwickelten sich im dritten Quartal 2008 weiter rückläufig. Diese Entwicklung war hauptsächlich auf die Unsicherheit bezüglich der weiteren Finanzmarkt- und Konjunkturentwicklung und auf die sich abschwächende Gewinndynamik der Unternehmen zurückzuführen. Sowohl im Euroraum als auch in den USA wurde der Gesamtmarktindex durch den Fall der Rohstoff- und Energieaktien nach unten gezogen. Aufgrund der negativeren Entwicklung der Bankaktien war jedoch der Aktien-

index im Euroraum stärker rückläufig als in den USA. Von Ende September bis Mitte November 2008 kam es in beiden Regionen zu einem noch größeren Kursrückgang als im dritten Quartal 2008. Vor allem bei Finanzwerten kam es zu einem überproportionalen Einbruch; erstens aufgrund von gestiegenen Zweifeln an der Rentabilität oder sogar der Solvenz der (US-)Finanzinstitute, zweitens aufgrund von Leerverkäufen¹ und drittens aufgrund des Liquiditätsbedarfs von Investmentfonds, von denen risikoaversere Anleger zunehmend Geld abzogen. In vielen Ländern wurden regulatorische Maßnahmen zur Beschränkung von Leerverkäufen gesetzt. Die höhere Unsicherheit auf den Aktienmärkten zeigte sich auch in einem starken Anstieg der impliziten Volatilität von Ende August bis Mitte November 2008.

Auf den *Devisenmärkten* erreichte der US-Dollar/Euro-Wechselkurs am 15. Juli 2008 einen neuen Höchststand von 1,5990 USD/EUR. In den folgenden Wochen kam es aufgrund verschlechterter Wachstumsaussichten im Euroraum zu einem deutlichen Kursrückgang. Auch der japanische Yen und der Schweizer Franken konnten in diesem Zeitraum gegenüber dem Euro zulegen, wenn auch in geringerem Ausmaß. Mit Zuspitzung der Finanzmarktkrise Mitte September 2008 stieg die Volatilität auf den Devisenmärkten deutlich an, und der US-Dollar/Euro-Wechselkurs reagierte auf die negativen Nachrichten mit starken Kursschlägen, wobei der US-Dollar insgesamt an Wert gewann, was mit den hohen Veranlagungen in kurzfristige US-Staatspapiere zusammenhängen könnte. Der Schweizer Franken setzte seinen Aufwärtstrend fort, was auf seine Rolle als

¹ *Leerverkäufe von Aktien sind Verkäufe von ausgeliehenen Aktien, die später wieder rückgekauft und dem Eigentümer retourniert werden müssen.*

„sicherer Hafen“ und Finanzierungs-währung für Carry-Trades zurückzuführen sein dürfte. Der japanische Yen geriet im Zuge der Finanzmarkt-turbulenzen unter Aufwertungsdruck. Mitte November 2008 lag der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen um 22 % bzw. 29 % unter den jeweiligen Höchstständen vom Juli 2008 und gegenüber dem Schweizer Franken um 9 % tiefer als im Juli 2008.

Aufstrebende Märkte: Nachlassende Konjunktur- dynamik; nach Rekord-Netto- kapitalzufluss 2007 an den Privat- sektor setzt Rückgang ein

Starke, aber nachlassende wirtschaftliche Dynamik bei abnehmenden Inflationsrisiken

Der IWF rechnet in seiner November-Prognose für die aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Market Economies – EMEs) und Entwicklungsländer (EL) mit einer Verlangsamung des

Tabelle 2

IWF-Ausblick: Emerging Market Economies und Entwicklungsländer

	BIP (reale Änderung)						Inflation			Leistungsbilanz		
	Nov. 08	Apr. 08	Okt. 08		Nov. 08		Okt. 08		Okt. 08			
	2007	2008 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹
	in %						in %			in % des BIP		
Alle EMEs & EL	8,0	6,7	6,9	6,1	6,7	5,1	6,4	9,4	7,8	4,1	4,1	2,9
CESEE²	5,7	4,4	4,5	3,4	4,2	2,5	5,7	7,8	5,7	-6,6	-7,1	-7,2
Tschechische Republik	6,6	4,2	4,0	3,4	..	..	2,8	6,7	3,4	-1,8	-2,2	-2,5
Ungarn	1,3	1,8	1,9	2,3	..	..	7,9	6,3	4,1	-5,0	-5,5	-6,1
Polen	6,6	4,9	5,2	3,8	..	..	2,5	4,0	3,3	-3,8	-4,7	-5,7
Slowakei	10,4	6,6	7,4	5,6	..	..	1,9	3,9	3,6	-5,4	-5,1	-4,7
Rumänien	6,0	5,4	8,6	4,8	..	..	4,8	8,2	6,6	-14,8	-13,8	-13,3
Kroatien	5,6	4,3	3,8	3,7	..	..	2,9	7,0	4,9	-8,6	-10,1	-10,2
GUS	8,6	7,0	7,2	5,7	6,9	3,2	9,7	15,6	12,6	4,4	5,5	3,0
Russland	8,1	6,8	7,0	5,5	6,8	3,5	9,0	14,0	12,0	5,9	6,5	3,4
Ukraine	7,6	5,6	6,4	2,5	..	..	12,8	25,3	18,8	-3,7	-7,2	-9,2
Naher Osten	6,0	6,1	6,4	5,9	6,1	5,3	10,6	15,8	14,4	18,4	22,9	17,1
Ägypten	7,1	7,0	7,2	6,0	..	..	11,0	11,7	16,1	1,5	0,6	-0,9
Iran	6,4	5,8	5,5	5,0	..	..	18,4	26,0	22,0	10,1	11,2	6,7
Afrika	6,1	6,3	5,9	6,0	5,2	4,7	6,2	10,2	8,3	0,4	3,0	0,2
Nigeria	5,9	9,1	6,2	8,1	..	..	5,5	11,0	11,1	2,1	6,2	0,6
Südafrika	5,1	3,8	3,8	3,3	..	..	7,1	11,8	8,0	-7,3	-8,0	-8,1
Asien	10,0	8,2	8,4	7,7	8,3	7,1	4,9	7,3	5,8	6,8	5,2	5,0
China	11,9	9,3	9,7	9,3	9,7	8,5	4,8	6,4	4,3	11,3	9,5	9,2
Indien	9,3	7,9	7,9	6,9	7,8	6,3	6,4	7,9	6,7	-1,4	-2,8	-3,1
Indonesien	6,3	6,1	6,1	5,5	..	..	6,2	9,8	8,8	2,5	0,1	-0,1
Lateinamerika²	5,6	4,4	4,6	3,2	4,5	2,5	5,4	7,9	7,3	0,4	-0,8	-1,6
Argentinien	8,7	7,0	6,5	3,6	..	..	8,8	9,1	9,1	1,7	0,8	-0,6
Brasilien	5,4	4,8	5,2	3,5	5,2	3,0	3,6	5,7	5,1	0,1	-1,8	-2,0
Mexiko	3,2	2,0	2,1	1,8	2,0	0,9	4,0	4,9	4,2	-0,6	-1,4	-2,2

Quelle: IWF (World Economic Outlook), April 2008 und Oktober 2008, und IWF (World Economic Outlook Update), November 2008.

¹ Prognose.

² Hier CESEE exklusive europäischer GUS-Länder; Lateinamerika inklusive Karibik.

realen BIP-Wachstums in den Jahren 2008 und 2009 auf 6,7% bzw. 5,1%.

Nachdem im Jahr 2008, wie auch beständig seit 2003, das Wachstum in *Asien* und in der *Gemeinschaft Unabhängiger Staaten* (GUS) weltweit am stärksten sein dürfte, wird im Jahr 2009 laut IWF *Asien*, gefolgt vom *Nahen Osten* und *Afrika*, die höchsten Wachstumsraten aufweisen.

In *Asien* sollte die Nachfrageschwäche in den Industrieländern durch die binnenwirtschaftliche und regionale Dynamik großteils kompensiert werden können. Obwohl das Wachstum nachlassen wird, dürften diese Länder die wirtschaftliche Stabilität aufgrund der niedrigen Verschuldungsquoten aufrecht halten können. Während sich im ersten Halbjahr 2008 das Wachstum in China aufgrund eines schwächeren Exportwachstums verlangsamte, waren dafür in Indien die schwachen Investitionen verantwortlich. Auch in *Lateinamerika* wird heuer das Wachstum – trotz verschärfter Finanzierungsbedingungen – überwiegend von der Inlandsnachfrage gestützt, nicht zuletzt aufgrund des Ausklings der positiven Terms-of-Trade-Effekte, die sich in mehreren Ländern bis ins dritte Quartal aus den hohen Rohstoffpreisen ergeben haben. Auch in *Afrika*² wurde das Wachstum bis ins dritte Quartal des Jahres 2008 durch die hohen Energie- und Rohstoffpreise (insbesondere Preise für Metall, Kaffee, Kakao und Baumwolle) begünstigt. Der dann einsetzende starke Preisverfall dieser Güter bedeutete eine deutliche Wachstumsbremse. Zugleich stiegen die Risiken für das Wachstum der Region in Verbindung mit dem Risiko einer stärkeren globalen Nachfrageschwäche. Im *Nahen Osten* ist das anhaltend (überdurchschnittlich) hohe Wachstum im Erdöl

importierenden Ägypten bemerkenswert, das auch vom Fremdenverkehr begünstigt wird. In der *Türkei* wird das Wachstum von der schwächeren Nachfrage aus der EU (betroffen ist vor allem die Automobilindustrie) und den schlep-penden Investitionen belastet. Auch die zur Inflationsbekämpfung eingesetzte restriktive Geldpolitik und die fiskalische Konsolidierung dämpfen die Konjunktur. Das aktuelle Austrocknen der Kreditmärkte bildet laut IWF eine besondere Gefahr für die türkische Konjunktur.

Der IWF hat im November 2008 seine Wachstumsprognose für 2008 für die EMEs und EL insgesamt wieder auf das Niveau seiner Prognose vom April 2008 geringfügig gesenkt. Regional betrachtet erfolgte für das Jahr 2008 im November die bei weitem markanteste Prognoseänderung, und zwar eine Abwärtsrevision, bei Afrika. Für das Jahr 2009 lagen die Prognosewerte im November gegenüber den Werten im Oktober für die EMEs und EL insgesamt um einen Prozentpunkt niedriger. Vor allem für die GUS nahm der IWF seine Prognosen markant überdurchschnittlich zurück. Dies hängt mit den Problemen des Bankensektors in Russland zusammen, die mit der internationalen Finanzkrise und dem Verfall der Rohstoff- und Energiepreise eng verbunden sind (siehe im Abschnitt zu CESEE).

Insgesamt werden die EMEs und EL im Jahr 2008 erneut einen hohen *Leistungsbilanzüberschuss* erzielen, der sich jedoch im Jahr 2009 verringern dürfte. Hier bestehen sowohl zwischen den als auch innerhalb der einzelnen Regionen große Unterschiede, vor allem je nach Verfügbarkeit von Rohstoffen. Europa ist die einzige Region mit einem höheren Defizit. Dieses dürfte laut IWF im Jahr 2009 auch weiter ansteigen.

² Nicht eingerechnet sind hier Libyen und Ägypten, die zur Ländergruppe des Nahen Ostens gezählt werden.

Aber auch in Lateinamerika wird sich das für 2008 erwartete leichte Defizit im Jahr 2009 ausweiten. Neben der Ukraine könnte es laut IWF bei weiteren EMEs und EL mit größeren Leistungsbilanzdefiziten (unter anderem Türkei, Südafrika) aufgrund der gestiegenen Risikoaversion bei den Investoren und verschärfter externer Kreditvergabekonditionen zu Finanzierungsproblemen kommen.

Die Wachstumsverlangsamung hat laut IWF in den meisten EMEs und EL dazu geführt, dass nun der Inflationsdruck, der vor allem von den markant gestiegenen Energie- und daher auch Nahrungsmittelpreisen, aber zum Teil auch von einer starken Inlandsnachfrage ausgegangen war, nachlässt. In einer Reihe von Ländern ist die Inflation bereits vor der Zuspitzung der internationalen Finanzkrise im September 2008 und der damit einherge-

henden drastischen Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten deutlich gesunken, insbesondere aufgrund des Rückgangs der Energie- und Nahrungsmittelpreise.

Nettokapitalzuflüsse an den privaten Sektor für 2009 stark rückläufig erwartet, während Nettokapitalabflüsse aus dem öffentlichen Sektor anhalten

In vielen EMEs und EL ist es im Jahr 2007 zu historisch hohen *Nettokapitalzuflüssen an den privaten Sektor* gekommen. Traditionell werden die Nettozuflüsse von den Direktinvestitionen (FDIs) dominiert. Hinzu kamen im Jahr 2007 Nettozuflüsse an Portfolioinvestitionen und stark gestiegene Nettozuflüsse an Krediten. Der IWF erwartet, dass sich die gesamten Nettozuflüsse an den Privatsektor im Jahr 2008 leicht und im Jahr 2009 markant

Tabelle 3

Nettokapitalzuflüsse in Emerging Market Economies und Entwicklungsländer¹

	2004	2005	2006	2007	2008 ²	2009 ²
	<i>in Mrd USD</i>					
Nettokapitalzufluss an den Privatsektor	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Nach Instrumenten						
Direktinvestitionen	189,0	261,8	246,0	379,0	443,6	414,6
Portfolioinvestitionen	12,7	-20,4	-107,3	54,5	-6,6	-89,1
Andere Nettokapitalflüsse (v.a. Kredite)	34,8	7,3	84,4	199,5	91,8	-38,7
Nach Regionen (Länder)						
Europa	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
GUS	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Naher Osten	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Afrika	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Asien	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Lateinamerika u. Karibik	15,2	38,1	9,5	97,4	93,2	80,8
Nettokapitalzufluss an den öffentlichen Sektor³	-71,1	-109,9	-158,0	-140,7	-158,6	-135,4
Nachrichtlich						
Leistungsbilanzsaldo	300,0	525,1	709,9	745,5	869,6	695,6
Veränderung der Währungsreserven ⁴	-508,4	-595,8	-754,3	-1256,1	-1270,1	-920,2
davon China	-206,3	-207,0	-247,0	-461,8	-670,0	-500,0

Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2008.

¹ Dargestellt sind aggregierte Zahlungsbilanzdatensätze von 131 Nichtindustrielländern, darunter die wirtschaftlich dominierenden 44 EMEs. Europa = Zentral- und Osteuropa exklusive europäischer GUS-Länder und inklusive Türkei. Asien = einschließlich Hong Kong, Korea, Singapur und Taiwan.

² Prognose.

³ Minus: Nettokapitalabfluss aus den Entwicklungsländern in die Industrieländer.

⁴ Minus: Anstieg.

abschwächen. Erwartete Gründe sind ein (zunehmend stärkerer) Nettoabfluss an volatilen Portfolioinvestitionen (verstärkte Auslandsveranlagungen von Asiens Privatsektor), ein geringerer Nettozufluss an Krediten im Jahr 2008 (Drehung des bisherigen starken Nettozuflusses in einen Nettoabfluss in der GUS) und ein Nettoabfluss an Krediten im Jahr 2009 (analoge Drehung in Asien).

Die *FDIs* stellen auch 2008 und 2009 in allen EME-Regionen die bedeutendste Form des Nettokapitalzuflusses an den privaten Sektor dar, mit Ausnahme von Europa, wo in beiden Jahren die *Nettozuflüsse an Krediten* die bedeutendste externe Finanzierungsquelle bleiben dürften.

Zentral-, Ost- und Südosteuropa (CESEE), die einzige Region mit einem traditionell hohen *Leistungsbilanzdefizit*, zieht seit Mitte der 1990er-Jahre die höchsten *Nettokapitalzuflüsse an den Privatsektor* an. Im Jahr 2008 dürfte sie diese Spitzenposition vorübergehend an Asien abgeben, da in diesem Jahr außergewöhnlich hohe Nettokreditvergaben an Asien erfolgen. Auch Lateinamerika wird in den Jahren 2008 und 2009 ein (allerdings geringes) Leistungsbilanzdefizit mit Nettokapitalzuflüssen an den Privatsektor kombinieren. In Asien, Afrika und der GUS wird die seit dem Jahr 2004 bestehende Kombination aus *Leistungsbilanzüberschüssen und Nettokapitalzuflüssen an den Privatsektor* auch in den Jahren 2008 und 2009 anhalten. Nur im Nahen Osten wird es in beiden Jahren insgesamt zu *Nettokapitalabflüssen des Privatsektors* (Veranlagung der *Leistungsbilanzüberschüsse* in Form der Petrodollars) kommen.

In den Jahren 2008 und 2009 wird für jede Region – außer Afrika und Lateinamerika – ein *Nettokapitalabfluss*

aus dem öffentlichen Sektor ohne Zentralbank (Rückzahlungen von Auslandsschulden sowie Veranlagungen, z. T. via Sovereign Wealth Funds) erwartet, am weitaus stärksten im Nahen Osten. Auch dürfte laut IWF in jeder Region der *Aufbau von Währungsreserven* in beiden Jahren weitergehen, wobei der Zuwachs im Jahr 2009 hinter dem rekordhohen Aufbau 2008 bleiben dürfte. Grund ist ein geringerer Reservenaufbau in Asien, wo dennoch der absolute Zuwachs am höchsten bleiben wird, da hier der größte absolute Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet wird.

Spitzenposition Österreichs bei Bankenforderungen in CESEE

Ende März 2008 erreichten die Forderungen der österreichischen Banken³ 8,5 % des nominellen BIP der Empfängerländer in CESEE und waren damit weiterhin höher als die Bankenforderungen jedes anderen Landes an diese Region (siehe Tabelle 4). Nahezu ein Fünftel der Forderungen sämtlicher an die BIZ meldender Banken an diese Region entfiel auf österreichische Banken.

Im Vergleich zu den Banken anderer Länder hielten die österreichischen Banken gegenüber Slowenien, der Tschechischen Republik, der Slowakei, Rumänien, Kroatien und der Ukraine den höchsten und gegenüber Ungarn (nach Deutschland) und Bulgarien (nach Italien) den zweithöchsten Forderungsstand. Gegenüber Russland rangiert der Forderungsstand hinter Deutschland, Frankreich und den Niederlanden gemeinsam mit Italien auf Rang vier. Im Fall Sloweniens (als Mitgliedstaat des Euroraums), der Slowakei, der Tschechischen Republik und Kroatiens sind die Forderungen von sämtlichen an die BIZ meldenden Ban-

³ Die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik zählt die BA-CA-Gruppe nicht zu den österreichischen Banken.

Tabelle 4

Forderungen der an die BIZ meldenden Banken gegenüber CESEE¹

	AT	DE	IT	FR	NL	SE	BE	UK	Europa ²	USA	Japan
	in % des BIP (2007) des Empfängerlandes										
CESEE	8,5	6,2	6,0	4,9	2,9	2,8	3,6	1,2	42,2	1,6	0,7
EU-Länder in CESEE (ohne Baltikum)											
Bulgarien	12,4	5,3	15,5	6,3	1,3	0,0	4,5	0,6	78,9	0,9	0,2
Tschechische Republik	31,0	5,4	8,3	18,6	3,3	0,1	24,2	..	95,4	1,8	0,6
Ungarn	22,8	23,1	17,3	6,8	3,7	0,2	11,1	..	91,3	1,9	1,5
Polen	3,3	10,3	11,4	4,8	6,0	1,4	4,7	0,3	52,8	2,5	1,4
Rumänien	22,8	1,9	6,1	11,2	4,5	0,1	0,6	0,1	61,1	0,8	0,1
Slowakei	37,5	4,5	22,6	7,0	6,8	0,1	11,7	..	92,7	1,5	0,1
Slowenien	29,9	25,8	14,7	5,5	1,6	0,0	5,7	0,6	86,3	0,7	0,9
Sonstige Länder in CESEE											
Kroatien	64,5	31,6	56,5	14,9	0,3	0,0	0,7	0,7	171,6	0,5	0,9
Ukraine	8,9	3,3	3,3	7,2	2,5	3,5	0,5	0,5	36,1	1,2	0,6
Russland	1,5	3,1	1,5	2,5	1,6	0,5	0,6	..	14,1	1,1	0,7
Türkei	0,4	2,4	..	2,0	2,7	0,1	2,1	..	17,6	2,0	0,5

Quelle: BIZ, Eurostat, Thomson Financial, nationale Quellen und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIS Quarterly Review September 2008, Table 9B). Diese umfassen bei jeder Bank die Forderungen (in sämtlichen Währungen) der Mutter- und der Tochtergesellschaften gegenüber Schuldnern außerhalb des Konzerns in den jeweiligen Ländern. Die Forderungen der österreichischen Banken enthalten in dieser konsolidierten Betrachtung nicht die Forderungen der BA-CA-Gruppe.

¹ Ende März 2008.

² Europa umfasst neben den aufgelisteten Herkunftsländern auch Dänemark, Griechenland, Irland, Portugal, Finnland, Spanien, die Schweiz, Norwegen und Slowenien.

ken in besonders hohem Ausmaß auf die österreichischen Banken konzentriert mit einem Anteil von 30% und darüber.

Eurobonds stark beeinflusst von der internationalen Finanzkrise

Die Entwicklung auf dem internationalen Eurobondmarkt stand bereits seit Sommer 2007 unter dem Einfluss der globalen Finanzmarkturbulenzen. Nachdem der durchschnittliche *Renditeabstand* von in US-Dollar bzw. Euro denominierten Staatsanleihen von Emittenten aus EMEs gegenüber den Staatsanleihen der USA bzw. des Euroraums, gemessen am (Euro-) EMBI (Emerging Market Bond Index) Global von J.P. Morgan, im Juni 2007 mit 150 (US-Dollar) bzw. 50 (Euro) Basispunkten ein historisches Minimum erreicht hatte, machte er die

Wellenbewegung der anderen Segmente des internationalen Finanzmarktes mit.

Bis zur staatlich unterstützten Übernahme der US-Investmentbank Bear Stearns durch JPMorgan Chase Mitte März 2008 stieg der durchschnittliche Renditeabstand um 190 (US-Dollar) bzw. 95 (Euro) Basispunkte. Diese Spreadausweitung entstand primär auf die Weise, dass die Renditen der Eurobonds den Rückgang der Renditen der Benchmarkanleihen nicht mitvollzogen. So gingen die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen in diesem Zeitraum um 165 Basispunkte und jene der zehnjährigen Staatsanleihen von Ländern des Euroraums um 75 Basispunkte zurück. Nach der Auffanglösung für Bear Stearns gingen die Spreads bis Ende Mai 2008 um knapp 80 bzw. 40 Basis-

punkte zurück, stiegen dann jedoch bis Mitte September wieder um knapp 100 bzw. 30 Basispunkte an. Nachdem sie sich somit seit Beginn der Finanzmarkt-turbulenzen Mitte 2007 bis Mitte September 2008 um 210 bzw. 85 Basispunkte ausgeweitet hatten, erhöhten sie sich während der Zuspitzung der Finanzmarktkrise nach dem Konkursantrag der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 sprunghaft um 350 bzw. 240 Basispunkte auf 710 bzw. 380 Basispunkte bis Mitte November 2008, während sich die Renditen der USD-Benchmarkanleihen (zehnjährige US-Staatsanleihen) per Saldo kaum veränderten (leichter Anstieg bis Mitte Oktober, dann Rückgang) und sich jene der EUR-Benchmarkanleihen (zehnjährige Staatsanleihen von Ländern des Euro-raums) um 50 Basispunkte verringerten.

Nachdem die *durchschnittlichen Gesamterträge aus Veranlagungen in Eurobonds* von März bis Mitte September 2008 bei beiden Indizes nahe null gele-

gen waren, mussten beide Index-Portefeuilles zwischen Mitte September und Mitte November 2008 (nicht annualisierte) Gesamtverluste von 19% (US-Dollar-Portfolio) bzw. 8% (Euro-Portfolio) hinnehmen. Für Investoren aus dem Euroraum wurden diese Verluste aus dem US-Dollar-Portfolio durch die parallele Aufwertung des US-Dollar um 12% zum Teil kompensiert.

Offensichtlich stand der Nachfrage-rückgang nach von staatlichen Schuld-nern aus EMEs begebenen Eurobonds und der resultierende Anstieg der Ren-diteabstände nicht im Einklang mit der positiven *Entwicklung der Fundamental-daten* gemessen an der Anzahl der Ra-tingheraufstufungen (durch die drei größten Ratingagenturen) für die in den beiden Indizes enthaltenen Länder zwischen Ende März und Ende Septem-ber 2008. Diese überstiegen nämlich nach wie vor deutlich die Anzahl der Ratingherabstufungen, wenn auch in geringerem Ausmaß als zuvor. Viel-mehr war der treibende Faktor die

Tabelle 5

Eurobonds: Renditeabstände zu Referenzanleihen und Ertragsentwicklung nach Weltregionen

	EMBI Global (in USD)						Euro EMBI Global (in EUR)					
	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamt-ertrag in %	Rating	Dura-tion	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamt-ertrag in %	Rating	Dura-tion
	13. Nov. 2008	13. Nov. 2008	Ände-rung seit 31. März 2008	seit 31. März 2008	13. Nov. 2008	31. Okt. 2008	13. Nov. 2008	13. Nov. 2008	Ände-rung seit 31. März 2008	seit 31. März 2008	13. Nov. 2008	31. Okt. 2008
Gesamtindex	100,0	711	387	-19,4	BB+	5,95	100,0	381	252	-7,9	BBB+	4,72
Afrika	2,3	797	369	-19,8	BB+	4,21	3,9	715	461	-13,6	BBB+	4,03
Asien	17,4	610	338	-17,7	BB+	5,79	3,4	342	227	-3,9	BBB	3,76
Europa	27,6	708	436	-20,8	BBB-	5,47	76,6	336	233	-7,5	BBB+	4,99
Lateinamerika	49,1	740	393	-20,3	BBB-	6,47	16,1	590	366	-9,0	BBB	3,67
Naher Osten	3,6	741	164	-4,1	B-	4,35	..	..	..	..	..	..

Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan, OeNB-Berechnungen.

Anmerkung: EMBI Global und Euro EMBI Global unterscheiden sich in ihrer Zusammensetzung (z. B. hinsichtlich Währung, Länderkreis, Instrumenten, Laufzeit etc.). Dies und die unterschiedliche Anlegerstruktur erklären z. T. die Unterschiede in Niveau und Entwicklung der Renditeabstände und der Erträge sowie Unterschiede in anderen Indexmerkmalen. Das Rating wird ermittelt als der Durchschnitt der von Moody's, Standard & Poor's und Fitch vergebenen Ratings für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten der öffentlichen Hand und ist ausgedrückt in den Kategorien von Standard & Poor's.

enorm gestiegene globale Risikoaversion, die auch dieses Segment des internationalen Finanzmarktes ansteckte.

Die *europäischen* in US-Dollar bzw. in Euro denominierten Staatsanleihen wurden von den Finanzmarkturbulenzen sehr unterschiedlich getroffen. Von Mitte 2007 bis Mitte September 2008 stiegen die Spreads der Ukraine, Rumäniens und Bulgariens sowie in einem geringeren Ausmaß auch von Kroatien und Ungarn stärker als beim Gesamtindex an, von Mitte September bis Mitte November 2008 war dies sowohl in diesen Ländern als auch in der Türkei und Russland der Fall. Im Gegensatz dazu weiteten sich die Spreads der Slowakei und der Tschechischen Republik sowie Polens in beiden Zeitabschnitten viel geringer als beim Gesamtindex aus.

CESEE: Länder mit externen Ungleichgewichten von internationaler Finanzkrise stärker getroffen

Sowohl die Finanzmarkturbulenzen ab Mitte 2007 als auch die Zuspitzung der internationalen Finanzkrise ab Mitte September 2008 haben primär die Finanzvermögenswerte jener Länder getroffen, die aufgrund ihrer externen Position (Zahlungsbilanz, Auslandsschulden) oder ihres Anteils an inländischen Fremdwährungskrediten stärker exponiert und verwundbar waren. Dies gilt insbesondere für Eurobonds staatlicher Schuldner (siehe oben) und – mit Einschränkungen – für Staatsanleihen in nationaler Währung sowie die nationalen Währungen selbst (siehe unten). In einem schwächeren Ausmaß finden sich diese Unterschiede auch bei der Entwicklung der Aktienmärkte. Zu den betroffenen Ländern zählten neben

der Ukraine, in der auch politische Unsicherheiten eine maßgebliche Rolle spielten, vor allem die Länder Südosteuropas und Ungarn. Die internationale Finanzkrise und die Änderung der Risikoaversion wirkten sich über mehrere Wirkungskanäle aus. So kam es zu einem Rückzug von Banken und Kunden aus Investmentfonds, die ihrerseits zur Auszahlung der Fondsanteile Positionen, die mit relativ höherem Risiko bewertet wurden, liquidieren mussten. Weiters waren von der allgemeinen Vertrauenskrise auf dem Interbankenmarkt – sowohl auf dem Geldmarkt als auch auf dem Markt für Devisenswaps⁴ – auch Banken in den EMEs betroffen. Daher wurden problematische Finanzmarktentwicklungen in diesen CESEE-Ländern nicht nur dadurch hervorgerufen, dass ein nervöser Markt sehr sensibel auf fundamentale Verschlechterungen reagierte. Vielmehr machte insbesondere das Beispiel Ungarn deutlich, dass das international gestiegene Risiko zu Ansteckungen führen kann, indem es Probleme auch dort hervorruft, wo sich die Fundamentaldaten in den letzten Jahren zwar spürbar verbessert haben, aber die verbliebenen Risiken nun als noch immer zu hoch eingestuft werden – nachdem viel schlechtere Fundamentaldaten bzw. größere Risiken zuvor keine negative Reaktion bewirkt hatten.

Auswirkungen der Finanzkrise in Zentral- und Südosteuropa

In *Ungarn* brach Anfang Oktober 2008 auf dem Markt für in Forint denominierte Staatsanleihen die Nachfrage deutlich ein. Dies führte zu einem starken Anstieg der Renditeabstände der Forint-Staatsanleihen gegenüber den Benchmarkanleihen im Euroraum auf

⁴ Devisenswaps sind zeitlich befristete Fremdwährungstauschgeschäfte, die Zinsdifferenzen von zwei Währungen berücksichtigen.

ein Niveau, das zuletzt im September 2004 verzeichnet wurde: Nachdem dieser Spread von Mitte März bis Mitte September 2008 um 110 auf 360 Basispunkte zurückgegangen und dann bis Ende September 2008 auf 420 Basispunkte angestiegen war, sprang er bis zum 10. Oktober 2008 auf 670 Basispunkte in die Höhe. Hintergrund für diesen Nachfrageeinbruch dürfte insbesondere das weitgehende Wegfallen der Devisenswapgeschäfte gewesen sein, auf deren Basis die ausländischen Swappartner die erhaltene Forint-Liquidität in Staatspapiere investiert hatten. Hinzu kamen auch Spekulationen über finanzielle Schwierigkeiten bei der größten und mehrheitlich in ungarischem Besitz stehenden Bank des Landes (OTP Bank), deren Börsenkurs in der Woche zum 10. Oktober 2008 um 40 % an Wert verlor, was auch den Index, an dem die OTP Bank einen großen Anteil hat, negativ beeinflusste (–21 %). Tatsächlich war auch die OTP Bank vom Einbruch des internationalen Devisenswapmarktes betroffen, da sie solche Geschäfte zum Schließen sonst offener Devisenpositionen insbesondere aufgrund gewährter Fremdwährungskredite benötigte und daher unter Druck stand, auf den Devisenkassamarkt auszuweichen, was einen Abwertungsdruck auf die Währung auslöste. Befürchtungen über eventuell notwendige staatliche Eingriffe, die die Staatsschulden erhöhen könnten, mischten sich mit Assoziationen zu den Problemen Islands und seiner Banken. Aufgrund der Aktien- und Anleiheverkäufe durch ausländische Portfolioinvestoren erhöhte sich die Fremdwährungsnachfrage zusätzlich und der Forint wertete von Ende September bis zum 10. Oktober 2008 um 7 % gegenüber dem Euro ab. In Reaktion auf die Kursstürze wurde sofort eine Reihe von Maßnahmen ergriffen:

- Die Notenbank begann (mit ergänzender Unterstützung durch eine Kreditlinie der EZB) zur Verbesserung der (Fremdwährungs-)Liquidität auf dem Interbankenmarkt als Devisenswappartner zu fungieren.
- Zur Wiederherstellung des Gleichgewichts auf dem Anleihemarkt wurde die Grenze für Veranlagungen der ungarischen Pensionsfonds in Staatsanleihen aufgehoben, für das Jahr 2008 das Budgetdefizitziel von 3,8 % auf 3,4 % des BIP verringert und das Emissionsvolumen auf die Überwälzung bestehender Schulden reduziert, für das Jahr 2009 Steuersenkungspläne verschoben und das Defizitziel auf 2,9 % gesenkt sowie auch Anleiherückkaufauktionen abgehalten.
- Außerdem setzte die Regierung umgehend den EU-weiten Beschluss einer Mindesteinlagensicherung von 50.000 EUR um, wobei sie zusätzlich staatliche Garantien für den Fall von Bankkonkursen festlegte. Dennoch stieg der Spread der Forint-Staatsanleihen bis zum 23. Oktober 2008 noch um weitere 160 auf 830 Basispunkte, und der Forint wertete gegenüber dem Euro um weitere 8 % (und somit insgesamt um fast 15 % seit Ende September 2008) ab.

Am 22. Oktober 2008 erhöhte die ungarische Notenbank den Leitzinssatz um 300 Basispunkte auf 11,5 %. Ende Oktober 2008 vereinbarten der IWF, die EU und die Weltbank mit der ungarischen Regierung ein Kreditpaket über insgesamt 20 Mrd EUR, wovon der IWF 12,5 Mrd EUR und die EU 6,5 Mrd EUR stellte. In dieser Vereinbarung verpflichtete sich die Regierung, die Mittel auch für die Stabilisierung des Bankensektors zu verwenden (Einrichtung eines Refinanzierungsgarantiefonds und eines Kapitalerhöhungsfonds) und das Budgetdefizit im Jahr

2009 auf 2,5% zu senken, insbesondere im Wege von Einsparungen bei den öffentlichen Gehältern und den Pensionen. Mit diesem Kreditabkommen ist zugleich die Erwartung verbunden, dass die ausländischen Banken weiterhin im bisherigen Ausmaß in Ungarn aktiv bleiben. Das Bekanntwerden der Vorbereitungen auf dieses Paket sowie sein Abschluss führten zu einer positiven Marktreaktion: Der Forint wertete gegenüber dem Euro bis Anfang November 2008 stark auf (+9,5%) und der Forint-Anleihespread ging deutlich zurück (-210 Basispunkte). Danach folgten bis Mitte November eine mäßige graduelle Abwertung und Spreadausweitung.

Die Ereignisse in Ungarn zogen Ansteckungseffekte in *Polen* und in der *Tschechischen Republik* nach sich. Der Renditespread der Staatsanleihen in nationaler Währung stieg von Ende September bis zum 23. Oktober 2008 in Polen und in der Tschechischen Republik um 180 bzw. 110 auf 320 bzw. 80 Basispunkte, nachdem er zuvor von März bis Mitte September 2008 um 50 bzw. 80 Basispunkte zurückgegangen war. Der polnische Zloty und die Tschechische Krone werteten in diesem Zeitraum gegenüber dem Euro um 13% bzw. 5% ab, nachdem sie allerdings zuvor von März bis August 2008 um 9% bzw. 6% aufgewertet und danach nur mäßig abgewertet hatten. Als Gegenmaßnahme begann in Polen die Notenbank, die Liquidität im Wege von neu eingeführten Devisenswaps und einer Ausweitung des Angebots an Refinanzierungskrediten zu verbessern, während die Regierung vorsorglich eine Gesetzesvorlage für staatliche Unterstützungsmöglichkeiten (Garantien, Kredite, Beteiligungen) für problemgeschüttelte Finanzinstitute beschloss. In der Tschechischen Republik

sagte die Regierung Staatsanleiheauctionen ab, und die Notenbank begann, Liquidität zuführende Repogeschäfte (mit Staatsanleihen als Sicherheit für Kreditgewährung) anzubieten. Das Bekanntwerden der Vorbereitungen sowie die Verlautbarung der Kreditvereinbarung des IWF und der EU mit Ungarn brachte dann für beide Länder positive Ansteckungseffekte. Die Währungen und die Staatsanleihen in nationaler Währung machten in der ersten Reaktion einen substanziellen Teil der vorherigen ansteckungsbedingten Verluste wett, danach folgte bis Mitte November 2008 eine graduelle Abwertung der beiden Währungen.

In *Bulgarien* übernahm die Regierung die Haftung für Interbankenkredite, führte für inländische Finanzinstitute ein Rückkaufsystem von Staatsanleihen ein und kündigte vorsorglich die allfällige Bereitstellung von staatlichen Einlagen in den Banken an.

Wie in Ungarn wurde auch in allen anderen EU-Mitgliedstaaten dieser Region der EU-weite Beschluss einer Anhebung der Einlagensicherung auf den Mindestbetrag von 50.000 EUR umgesetzt. Dabei ging neben Ungarn und Litauen, das einen Betrag von 100.000 EUR normierte, nur die *Slowakei* über den Mindestbetrag hinaus und legte eine unbeschränkte Einlagensicherung fest. Das in EU-Beitrittsverhandlungen stehende *Kroatien* vollzog die Anhebung der Einlagensicherung mit, indem es den entsprechenden Betrag von 14.000 EUR auf 56.000 EUR erhöhte. Zur Verbesserung der Fremdwährungsliquidität auf dem Interbankenmarkt setzte die kroatische Notenbank weiters die für Geschäftsbanken gültige spezielle Reserveverpflichtung, 55% der neu aufgenommenen Auslandskredite als Reserven bei der Notenbank deponieren zu müssen, aus.

Auswirkungen der Finanzkrise in der Ukraine

In der *Ukraine* hatten eine wirtschaftliche Überhitzung mit Kreditboom und starkem Konsumwachstum sowie der Rückgang der Stahlpreise im ersten Halbjahr 2008 zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits auf 7,7% des BIP (nach 3,3% im ersten Halbjahr 2007) geführt, das nur mehr zum Teil durch Zuflüsse an Direktinvestitionen (6,2% des BIP) gedeckt werden konnte. Dennoch stand die Währung (Hryvnia) aufgrund von hohen Kapitalzuflüssen unter starkem Aufwertungsdruck und Ende Mai 2008 wertete die Notenbank ihr an den US-Dollar gebundenes Währungsband um 4% auf. Mitte September 2008 traf die internationale Finanzkrise die Ukraine dann in mehrfacher Weise, indem sich (1) der Ausblick für die Konjunktur und damit für Stahlexporte und Direktinvestitionszuflüsse stark eintrübte (während Preisanhebungen für Gasimporte aus Russland 2009 anstehen), (2) die gestiegene Risikoaversion zu einer Neubewertung der Ausweitung des externen Defizits führte und (3) viele westliche sowie russische Portfolioinvestoren Liquidität brauchten. Hinzu kamen der Zerfall der Regierungskoalition und die Unsicherheit bezüglich Neuwahlen. Dies führte zu einer starken Ausweitung der Eurobondspreads, zu einem Einbruch des Aktienmarktes und einer Abwertung der Hryvnia von Ende August bis Ende September 2008 um 8% gegenüber dem US-Dollar (vom starken zum schwachen Bandende), was einer Abwertung um 5% gegenüber dem Euro entsprach. Als das schwache Bandende durchbrochen war, reagierte die Notenbank Anfang Oktober 2008 mit Abwertung und Ausweitung des Währungsbands sowie mit massiven Deviseninterventionen, Notenbankkrediten

zur Rettung einer mittelgroßen Bank Anfang Oktober folgten Notmaßnahmen zur Sicherung der Stabilität des Bankensektors (unter anderem Verbot vorzeitiger Abhebungen, Anhebung der Einlagensicherungsgrenze, Einschränkungen für die Vergabe von Fremdwährungskrediten). Mitte Oktober 2008 kam es zur Herabstufung des Ratings für langfristige staatliche Fremdwährungsschulden durch Fitch bzw. Standard & Poor's. Am 26. Oktober 2008 vereinbarte der IWF mit der ukrainischen Regierung einen zweijährigen Stand-by-Kredit in Höhe von 16,5 Mrd USD. Von Ende September bis zum 26. Oktober 2008 hatte die Hryvnia gegenüber dem US-Dollar um weitere 14% abgewertet, blieb jedoch gegenüber dem Euro (aufgrund der parallelen Abwertung des Euro) fast stabil. Trotz der Verlautbarung des Kreditabkommens wertete die Währung dann jedoch binnen dreier Handelstage erneut stark ab (–17% gegenüber dem US-Dollar, –18% gegenüber dem Euro). Erst mit der schrittweisen Zustimmung des ukrainischen Parlaments zum Kreditabkommen (endgültige Abstimmung am 31. Oktober 2008) und weiteren hohen Deviseninterventionen konnte diese Abwertung dann bis Mitte November 2008 gegenüber beiden Währungen wieder rückgängig gemacht werden. Von Ende September bis Ende Oktober 2008 sanken die offiziellen Devisenreserven um 5% (gemessen in Euro) auf 25 Mrd EUR. Aufgrund der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in diesem Zeitraum betrug der Reservenverlust gemessen in US-Dollar jedoch 15%. Das Abkommen mit dem IWF beinhaltet die Verpflichtung zu einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik sowie zu umfassenden Strukturreformen (einschließlich der Stabilisierung des Bankensektors).

Auswirkung der Finanzkrise in Russland

Allerdings wurden nicht ausschließlich Länder mit (relativ) hohen negativen Leistungsbilanzsalden oder Auslandsschulden (jeweils gemessen am BIP) von der internationalen Finanzkrise in Probleme gebracht. Auch *Russland* hat gravierende Folgen für den heimischen Finanzsektor zu bewältigen, wenn auch hier die Probleme etwas anders gelagert sind. Schon ab August 2008 führten sicherheitspolitische Spannungen im Gefolge der Georgien-Krise und der Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise zu Nettoabflüssen an Portfoliokapital sowie zu Kapitalflucht. Dies wurde durch die Zuspitzung der internationalen Finanzkrise noch weiter verschärft, nicht zuletzt auch weil sich durch diese Krise die Erwartungen eines weiteren Energiepreistrückgangs verstärkten. Der dadurch bewirkte Einbruch auf dem Aktienmarkt, mehrmals begleitet von einem Aussetzen des Handels für ganze Tage, führte zu schweren Liquiditätsproblemen insbesondere der kleinen und mittleren der rund 1.150 russischen Banken, da Aktien oft als Kreditbesicherung gegeben wurden und deren Wertverfall die Einschusspflichten (in Form von liquiden Mitteln) massiv erhöhte. Die russische Notenbank reagierte rasch mit umfangreichen Deviseninterventionen zur Stützung des Rubel und mit Liquiditätszufuhr via kurzfristiger Kredite. Dann folgten mehrere umfangreiche Maßnahmenpakete. Mitte September 2008 wurden die Mindestreservesätze um 4 Prozentpunkte gesenkt, und die Regierung kündigte (1) finanzielle Stützungen für 28 große und mittlere Banken und große börsennotierte Unternehmen im Wege von längerfristigen Einlagen, Krediten und Aktienkäufen, (2) die Reduktion der Exportsteuern auf Erdöl, (3) das Reservieren eines Teils der offiziellen Devisenreserven

zur Garantie der Bedienung der Auslandsschulden des Privatsektors und (4) die Anhebung der Einlagensicherung um 75 % auf umgerechnet rund 19.400 EUR an. Ende September 2008 wurde eine größere private Bank, die in Schwierigkeiten gekommen war, von der staatlichen Vneshekonombank (VEB) übernommen. Anfang Oktober 2008 wurden weitere Unterstützungen insbesondere für die Großbanken angekündigt, unter anderem die Vergabe von langfristigen (fünfjährigen) Krediten. Am 10. Oktober 2008 beschloss das Parlament eine Reihe der zuvor angekündigten Maßnahmen. Insgesamt erreichte die Summe der Auszahlungen und Haftungsübernahmen etwa 150 Mrd EUR bzw. etwa 17 % des BIP. Von Anfang August bis Ende Oktober 2008 sanken die (teils in US-Dollar und teils in Euro gehaltenen) offiziellen Devisenreserven um 4 % (gemessen in Euro) auf 380 Mrd EUR. Aufgrund der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in diesem Zeitraum betrug der Reservenverlust gemessen in US-Dollar jedoch 19 %. In der ersten November-Hälfte begann die russische Notenbank eine Politik der kontrollierten Abwertung des Rubel, indem sie einerseits die enge Bindung des Rubel an einen Währungskorb bestehend aus 55 % US-Dollar und 45 % Euro in ein ± 1 -Prozent-Währungsband umwandelte, worauf der Rubel sofort auf das schwache Bandende abwertete, andererseits am 11. November den Refinanzierungssatz um 100 Basispunkte auf 12 % an hob. Abgesehen von politischen Unsicherheiten und institutionellen Schwächen wurde Russland von der internationalen Finanzkrise im Wege der gleichzeitigen Eintrübung des Ausblicks für den Leistungsbilanzüberschuss (Energiepreistrückgang) und der Belastung des außenwirtschaftlichen Finanzierungskontos getroffen. Letztere war

besonders groß, weil die Finanzierungsströme in enger Verknüpfung mit der Aktienmarktentwicklung standen und die ausländischen Mutterbanken nur einen geringen Anteil zur gesamten externen Finanzierung des russischen Bankensektors beitragen, an dem sie ja nur einen relativ niedrigen Marktanteil halten. Andererseits konnte Russland jedoch dank der offiziellen Devisenreserven bzw. der staatlichen Reservefonds, die auf Basis der hohen Energie- und Rohstoffpreise aufgebaut waren, umfangreiche Gegenmaßnahmen setzen.

Zu den wichtigsten mittelfristigen Risikofaktoren für die CESEE-Länder zählen vor dem Hintergrund der internationalen Finanzmarktkrise insbesondere die negativen Wachstumsaussichten für den Euroraum und die damit einhergehende Schwächung des Exportmarktes für die Länder der Region und die Abschwächung des Zuflusses an Direktinvestitionen in diesen Ländern. Zugleich verschlechtert die Finanzkrise auch die Bedingungen für und möglicherweise den Umfang von externen Finanzierungen durch Schuldenaufnahmen. Das dürfte vor allem Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten treffen.

Die folgende Darstellung und Analyse der Entwicklung der Währungen zeigt, wie stark die CESEE-Länder

– bei zum Teil großen Unterschieden in den Fundamentaldaten – letztlich alle von der internationalen Finanzmarktsituation und Risikoneigung beeinflusst werden.

Währungen der Region durch globale Finanzkrise Anfang Oktober unter Abwertungsdruck

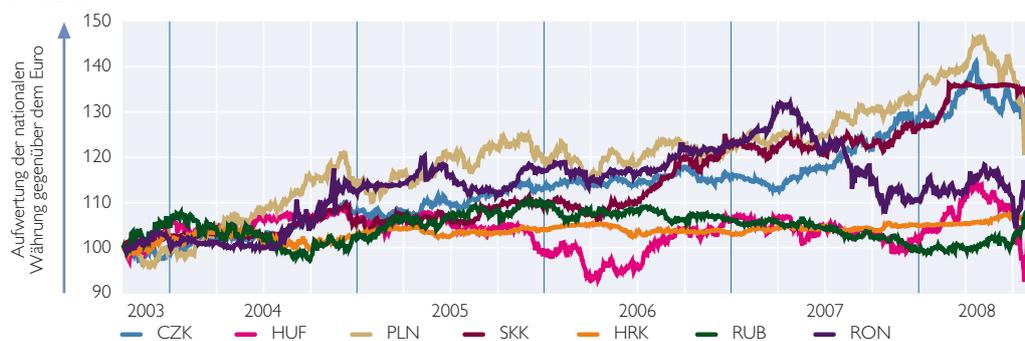
Während der bulgarische Lev im Rahmen des Currency-Board-Regimes auch während der Finanzmarkturbulenzen fest blieb, zeigte der Kursverlauf gegenüber dem Euro bei den hier untersuchten Währungen mit nicht fest gebundenem Wechselkurs (Slowakische Krone, Tschechische Krone, polnischer Zloty, ungarischer Forint, Rumänischer Leu, kroatische Kuna, russischer Rubel) ein zum Teil ähnliches Bild.

Alle diese Währungen werteten von März bis Ende Juli/Anfang August 2008 gegenüber dem Euro auf – besonders kräftig der Rumänische Leu (+5%) und der ungarische Forint (+11%), die zuvor von Mitte 2007 bis März 2008 17% bzw. 6% abgewertet hatten, sowie die slowakische (+7%), die tschechische (+6%) und die polnische (+9%) Währung, die zuvor bereits 4%, 15% bzw. 6% aufgewertet hatten (siehe Grafik 1).

Grafik 1

Wechselkurse gegenüber dem Euro (Euro für eine Einheit Lokälwährung)

31. Dez. 2003 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: Index auf Basis Euro je Einheit nationaler Währung.

Die Aufwertung der Slowakischen Krone führte zu einem Marktkurs innerhalb des ± 15 -Prozent-Bands, der am 27. Mai 2008 12,2% unter dem SKK/EUR-Leitkurs (bzw. in Euro gemessen 13,9% stärker als der Leitkurs) war. Auf Antrag der Slowakei wurde am 28. Mai 2008 (mit Wirkung vom 29. Mai 2008) einvernehmlich beschlossen, den SKK/EUR-Leitkurs auf das um 15% niedrigere bisherige starke Bandende hinunterzusetzen, also den in Euro gemessenen Leitkurs der Slowakischen Krone im WKM II um 17,6% aufzuwerten. In der Verlautbarung der EU wurde die Aufwertung als durch die Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten gerechtfertigt bezeichnet. Danach erfolgte keine weitere Aufwertung innerhalb des neuen Bands, sondern der Marktkurs blieb stabil nahe beim Leitkurs, der später auch als Konversionskurs für die Euro-Einführung am 1. Jänner 2009 festgelegt wurde.

Der erfolgreiche Weg der Slowakei zur Euro-Einführung und die Aufwertung der Slowakischen Krone könnte sich auch auf die anderen flexiblen

Währungen der Region stärkend ausgewirkt haben. Weiters dürfte hinter dem starken Aufwertungstrend dieser flexiblen Währungen die generell positive, wenn auch zum Teil undifferenziert positive, Wahrnehmung der Region durch Investoren gestanden sein. Schließlich könnte angesichts des starken Inflationsanstiegs in einigen Ländern, wie z. B. in Rumänien, die (teilweise) bereits erfolgte bzw. die erwartete Straffung der Zinspolitik einen wichtigen Einfluss ausgeübt haben. Zinsdifferenzen dürften immer dann rasch an Relevanz gewinnen, wenn die Risikoaversion international etwas nachlässt.

Von Ende Juli/Anfang August bis Mitte September 2008 erfolgte dann eine moderate korrigierende Abwertung gegenüber dem Euro bei den Währungen der Tschechischen Republik (-3%), Polens (-4%), Ungarns (-3%) und Rumäniens (-2%), während die (stark gemanagte) kroatische Kuna aufgrund des Sommertourismus weiter leicht aufwertete (+1,5%). Nach dem Konkurs von Lehman Brothers Mitte September 2008 erfolgten bis Mitte Novem-

Tabelle 6

Fundamentale Einflussfaktoren für die Wechselkursentwicklung

	BIP-Wachstum, in %		Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum, in Prozentpunkten		Handels- und Dienstleistungsbilanz, in % des BIP		Einkommensbilanz, in % des BIP		Externer Finanzierungsbedarf, in % des BIP ¹		Externer Finanzierungsbedarf plus ausländische Direktinvestitionszuflüsse netto, in % des BIP	
	H1 07	H1 08	H1 07	H1 08	H1 07	H1 08	H1 07	H1 08	H1 07	H1 08	H1 07	H1 08
Slowakei	8,8	8,1	6,1	-0,3	0,0	-1,1	-3,0	-4,2	-3,2	-5,0	-0,5	-3,8
Tschechische Republik	6,6	4,9	0,3	3,4	5,9	7,2	-6,3	-8,9	-0,6	0,0	3,2	3,1
Polen	6,8	6,1	-1,4	-0,3	-2,9	-3,5	-3,4	-3,4	-3,5	-3,7	0,3	-1,8
Ungarn	1,9	1,9	3,2	2,5	1,2	2,0	-7,9	-7,6	-6,7	-5,0	-7,9	-0,7
Bulgarien	6,5	7,1	-8,9	-5,2	-23,6	-27,1	-0,7	-1,2	-22,6	-23,8	-3,0	-12,9
Rumänien	5,9	8,8	-16,4	-14,3	-16,4	-15,2	-5,3	-4,8	-16,1	-14,4	-8,7	-5,3
Kroatien	6,8	3,8	-0,6	-3,0	-17,2	-19,0	-4,8	-5,4	-19,0	-21,7	-6,5	-12,5
Russland	7,7	8,0	-7,6	-6,0	9,4	11,4	-2,7	-3,3	6,5	8,0	6,8	9,4

Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB.

¹ Externer Finanzierungsbedarf = Summe aus Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanzsaldo, somit Finanzierungsbedarf zusätzlich zum Finanzierungsbedarf aufgrund des Finanzierungskontos (z. B. Kreditaufnahme zur Überwälzung bestehender externer Verbindlichkeiten, Kapitalflucht).

ber größere Abwertungen gegenüber dem Euro beim Forint (−11%), beim Zloty (−10%), beim Rumänischen Leu (−5%) und bei der Tschechischen Krone (−3,5%) (siehe oben). Der Rubel, der sich an einem Währungskorb (55% US-Dollar und 45% Euro) orientiert, wertete von Mitte März bis Ende Juli 2008 gegenüber dem Korb auf und wertete somit gegenüber dem Euro mit +1,5% etwas stärker auf, als es dem bloßen partiellen Mitvollziehen der Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro in diesem Zeitraum entsprechen würde. Von Ende Juli bis Mitte November 2008 jedoch wertete der Rubel gegenüber dem Korb kontinuierlich ab, er wertete also gegenüber dem Euro mit +6% deutlich schwächer auf, als es mit +14% der anteiligen Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro entsprochen hätte. Diese Rubel-Schwäche war das Ergebnis der Auswirkungen der internationalen Finanzkrise auf Russland (siehe oben), die durch die massiven Deviseninterventionen der russischen Notenbank nur zum Teil kompensiert wurden.

Im ersten Halbjahr 2008 war das *Wirtschaftswachstum* in fast allen CESEE-Ländern robust. Es lag zwischen 4,3% in Kroatien und 8,8% in Rumänien. Die Ausnahme bildete nach wie vor Ungarn, wo das Wachstum aufgrund der Effekte der Maßnahmen zur Fiskalkonsolidierung sowie aufgrund struktureller Schwächen (geringe Investitions- und Beschäftigungsquote) nur 1,9% betrug. Im Vergleich mit der Vorjahresperiode verlangsamte sich das Wachstum in den meisten Ländern, mit Ausnahme Rumäniens, Bulgariens und Russlands. Unter den inländischen Nachfragekomponenten war im ersten Halbjahr 2008 in allen Ländern (außer der Slowakei) das Wachstum der Investitionen (deutlich) stärker als jenes des privaten Konsums; letzterer war in

Ungarn nach wie vor negativ. Nur in Rumänien und Russland wuchs der private Konsum bedeutend stärker als das BIP. Vorlaufindikatoren für das dritte Quartal 2008 zeigen eine deutliche Abschwächung des Wachstums in der CESEE-Region, insgesamt jedoch – im Gegensatz zum Euroraum – keine Schrumpfung.

Der *Wachstumsbeitrag der Nettoexporte* war in Rumänien in hohem Maß negativ, daneben auch in Russland, Bulgarien und Kroatien. In Rumänien und Russland ist dies insbesondere durch das sehr starke Wachstum des privaten Konsums zusätzlich zur regen Investitionstätigkeit zu erklären.

Der *kombinierte Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungsbilanzsaldo* war bis auf Russland und neuerdings die Tschechische Republik nach wie vor in allen Ländern der Region negativ (das heißt, dass ein externer Finanzierungsbedarf vorliegt), wenngleich das Niveau und die Struktur in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich waren. In den zentraleuropäischen Ländern (mit Ausnahme der Tschechischen Republik) lag der externe Finanzierungsbedarf nicht über 5% des BIP, wobei die negative Einkommensbilanz den Hauptgrund bzw. (in Polen) einen wesentlichen Mitgrund für das externe Finanzierungsdefizit darstellte. In den südosteuropäischen Ländern rühren die zum Teil massiven Finanzierungsdefizite vor allem von der Entwicklung der Handels- und Dienstleistungsbilanz her, wobei in Rumänien und Kroatien auch die Einkommensbilanz beachtlich negativ ist. In Bulgarien und Kroatien vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit überdies, während sich der Nettozufluss an ausländischen Direktinvestitionen verringerte, wodurch sich der verbleibende Finanzierungsbedarf markant erhöhte. Allerdings ist vor allem bei Kroatien darauf zu verweisen, dass

das Leistungsbilanzdefizit im Gesamtjahr aufgrund eines tourismusbedingten Überschusses im zweiten Halbjahr 2008 gemessen am BIP immer deutlich niedriger liegt. Im Jahr 2008 werden in Kroatien überdies auch die Nettozuflüsse an Direktinvestitionen aufgrund einer großen Privatisierung im Erdölbereich noch deutlich ansteigen.

Mitte November 2008 verzeichnete der Rumänische Leu mit fast 12 Prozentpunkten die mit Abstand höchste *kurzfristige Zinsdifferenz zum Euroraum* unter den hier betrachteten Währungen. Nur in Rumänien war die kurzfristige Zinsdifferenz zum Euroraum bereits von März bis Mitte September deutlich angestiegen (+240 Basispunkte auf 8,6%), teils aufgrund von Leitzinsanhebungen (+125 Basispunkte), teils aufgrund des Anstiegs der Risikoprämien. Nach Mitte September 2008 weitete sich die Zinsdifferenz weiter aus, wobei Mitte Oktober für ein paar Tage sehr hohe Werte von bis zu 45% erreicht wurden, die zum Teil mit der Kulmination von Zahlungsfristen und zum Teil mit Deviseninterventionen zur Stützung des Leu erklärt wurden. In Kroatien war die kurzfristige Zinsdifferenz von März bis Mitte September 2008 rückläufig (-65 Basispunkte), stieg dann jedoch bis Mitte November 2008 stark an (+360 Basispunkte auf 5%). In Bulgarien hatte sich die kurzfristige Zinsdifferenz von März bis Mitte September 2008 moderat ausgeweitet (+30 Basispunkte) und stieg dann bis Mitte November ebenfalls deutlich an (+140 Basispunkte auf 3,7%). In Ungarn und Polen blieben die kurzfristigen Zinsdifferenzen zum Euroraum von März bis Mitte September 2008 recht stabil und in der Slowakei sowie in der Tschechischen Republik blieben sie nach wie vor negativ und weiteten sich insbesondere aufgrund des Anstiegs der Zinssätze auf

dem Interbankenmarkt im Euroraum sogar weiter aus. Mit Ausnahme der Slowakei stiegen dann von Mitte September bis Mitte November 2008 die kurzfristigen Zinsdifferenzen deutlich an: in Ungarn um 380 Basispunkte auf 7,5%, in Polen um 90 Basispunkte auf 2,5% und in der Tschechischen Republik um 120 Basispunkte auf 0%. Diese Anstiege sind zum Teil mit den unterschiedlichen Leitzinsänderungen zu erklären: Zinssenkungen im Euroraum um insgesamt 100 Basispunkte gegenüber einer Zinsanhebung um 300 Basispunkte in Ungarn, keiner Zinsänderung in Polen und einer Zinssenkung um 75 Basispunkte in der Tschechischen Republik.

Größere *Devisenmarktinterventionen* zur Beeinflussung der Wechselkursdynamik wurden während der Berichtsperiode in Rumänien und vor allem in Russland durchgeführt.

Die *Bruttoauslandsverschuldung* war Mitte 2008 vor allem in Ungarn, Bulgarien und Kroatien besonders hoch. Dies gilt auch nach Berücksichtigung der Höhe der offiziellen Devisenreserven. In Ungarn entfallen die Auslandsschulden vor allem auf die öffentliche Hand und den Bankensektor. Dagegen haben in Bulgarien und Kroatien vor allem private Nichtbanken und der Bankensektor die größten Volumina an Auslandskrediten aufgenommen. Die Auslandsschulden des Bankensektors bestehen zu einem nicht unwesentlichen Teil aus Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Mutterbanken. Neben den Auslandsschulden bestehen in einigen Ländern, insbesondere in Ungarn, Rumänien und Kroatien, auch relativ hohe Anteile an inländischen Fremdwährungskrediten, die im Fall einer stärkeren Wechselkurskorrektur größere Belastungen für den Finanzsektor darstellen könnten.