

Fortgesetzte Finanzmarkturbulenzen trüben globalen Wirtschaftsausblick

Industrieländer: Geringeres Wachstum bei höherer Inflation, weiter Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten

Effekte der US-Subprime-Krise und höhere Inflation

In den *industrialisierten Ländern* hat sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2007 verlangsamt. Der IWF hat im April 2008 seine Wachstumsprognose im Vergleich zum Oktober 2007 stark nach unten revidiert und erwartet aufgrund der Konjunkturschwäche in den USA und den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten deutlich geringere Wachstumsraten als in den Vorjahren, während die Inflation im heurigen Jahr höher als 2007 und höher als noch im Oktober 2007 prognostiziert ausfallen dürfte (Tabelle 1). Seit August 2007 sind in vielen Ländern die Inflationsraten aufgrund höherer Rohöl- und Nahrungsmittelpreise deutlich angestiegen. Der Rohölpreis (Brent) erreichte Anfang April 2008 rund 110 USD. Die seit Sommer 2007 bestehenden Turbu-

lenzen an den internationalen Finanzmärkten haben sich nach Einschätzung des IWF verstärkt und stellen ein Konjunkturrisiko dar. In den letzten Monaten mussten viele Finanzinstitute hohe Wertberichtigungen im Bereich der (größtenteils verbrieften) Forderungen gegen US-amerikanische Hypothekenschuldner mit geringerer Bonität und auch bei anderen Verbriefungen vornehmen. Etliche Institute benötigten Kapitalzufuhren zur Stärkung ihrer Kapitalbasis. Einzelne systemisch relevante Institute gerieten in Liquiditätsschwierigkeiten und wurden zum Teil mit Hilfe der Zentralbanken gestützt.

In den *USA* war das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 2007 zwar im Jahresabstand mit 2,8% höher als im Jahresdurchschnitt, im Quartalsabstand hat es sich jedoch mit (saisonbereinigt und annualisiert) 0,6% gegenüber dem Vorquartal (4,9%) deutlich verlangsamt. Auch im ersten Quartal 2008 betrug es 0,6% im Quartalsabstand. Eine Reihe von kurzfristigen Konjunkturindikatoren deutet auf

Tabelle 1

IWF-Ausblick: Industrieländer

	BIP (reale Änderung)					Verbraucherpreisinflation				Leistungsbilanz		
	Apr. 08	Okt. 07	Apr. 08		Änderung Ausblick	Apr. 08	Okt. 07	Apr. 08		Apr. 08		
	2007	2008 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2008 ¹	2007	2008 ¹	2008 ¹	2009 ¹	2007	2008 ¹	2009 ¹
	in %					in %				in % des BIP		
Industrialisierte Länder	2,7	2,2	1,3	1,3	-0,9	2,2	2,0	2,6	2,0	-1,2	-1,1	-1,1
USA	2,2	1,9	0,5	0,6	-1,4	2,9	2,3	3,0	2,0	-5,3	-4,3	-4,2
Euroraum	2,6	2,1	1,4	1,2	-0,7	2,1	2,0	2,8	1,9	-0,2	-0,7	-0,9
Deutschland	2,5	2,0	1,4	1,0	-0,6	2,3	1,8	2,5	1,6	5,6	5,2	4,9
Frankreich	1,9	2,0	1,4	1,2	-0,6	1,6	1,8	2,5	1,7	-1,3	-2,4	-2,5
Italien	1,5	1,3	0,3	0,3	-1,0	2,0	1,9	2,5	1,9	-2,2	-2,4	-2,3
Vereinigtes Königreich	3,1	2,3	1,6	1,6	-0,7	2,3	2,0	2,5	2,1	4,9	4,0	3,9
Japan	2,1	1,7	1,4	1,5	-0,3	0,0	0,5	0,6	1,3	-4,9	-4,8	-4,4

Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2007 und April 2008.

¹ Prognose.

bestenfalls schwaches Wachstum im ersten Quartal 2008 hin. Ausgehend von rückläufigen Immobilieninvestitionen, restriktiveren Kreditbedingungen sowie einer ansteigenden Arbeitslosenquote haben sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in den USA merklich verschlechtert. Der IWF geht für 2008 und 2009 trotz der stimulierenden Geld- und Fiskalpolitik von Wachstumsraten von nur 0,5% bzw. 0,6% aus. Andere Prognosen erwarten dagegen eine weniger deutliche Wachstumsabschwächung sowie eine schnellere Erholung der US-Wirtschaft. Die breite Spanne prognostizierter Wachstumsraten verdeutlicht die bestehenden Unsicherheiten über das Ausmaß des Konjunkturerfalls in den USA. Die Kerninflationsrate betrug im Februar 2008 im Vorjahresvergleich 2,3%, der Verbraucherpreisindex stieg dagegen um 4%. Für den Jahresdurchschnitt 2008 erwartet der IWF jedoch einen Rückgang der Inflation auf 3%.

Im *Euroraum* schwächte sich das Wirtschaftswachstum gegen Jahresende deutlich ab. Im vierten Quartal 2007 betrug es im Jahresabstand nur mehr 2,2%. Verschiedene kurzfristige Konjunkturindikatoren deuten auf ein moderates Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2008 hin. Auch hier rechnet der IWF mit einer markanten Konjunkturabschwächung in den Jahren 2008 und 2009 und revidierte seine Prognosen nach unten, wenn auch nicht im gleichen Ausmaß wie bei den USA. Andere Prognosen sind hier vor allem für das Jahr 2009 etwas optimistischer. Die HVPI-Inflationsrate stieg im März 2008 auf 3,6% (den höchsten Wert seit Beginn der Währungsunion). Der IWF erwartet jedoch noch heuer einen Rückgang der Inflation, und zwar auf 2,8% im Jahresdurchschnitt 2008. Für die bisher robuste Konjunktur in

Deutschland deuten auch umfragebasierte Vorlaufindikatoren bislang nicht auf eine ausgeprägte Abschwächung. Die deutschen Forschungsinstitute rechnen jedoch wie der IWF mit einer Wachstumsverlangsamung im laufenden Jahr, wenn auch in geringerem Ausmaß. Nettoexporte und Investitionen werden niedrigere Beiträge liefern, während der private Konsum als Wachstumsstütze fungieren dürfte. Auch die vom IWF für Frankreich erwartete Wachstumsverlangsamung gründet sich primär auf die Veränderung des Außenbeitrags (Drehen von leicht positiv auf geringfügig negativ).

In *Japan* war das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 2007 im Jahresabstand mit 1,7% ebenfalls niedriger als im Jahresdurchschnitt. In den ersten Monaten des Jahres 2008 hat sich das Wirtschaftswachstum weiter abgeschwächt. In geringerem Ausmaß als für den Euroraum rechnet der IWF auch für Japan mit einer Verlangsamung des Wachstums im Jahr 2008 und nahm seine Prognose etwas zurück. Der Verbraucherpreisindex stieg im Februar 2008 im Vorjahresvergleich um 1,0%.

Substanzielle Leitzinssenkungen in den USA, weiter Turbulenzen an den Finanzmärkten

Auf den *Geldmärkten* in den USA hat die Fed angesichts der Turbulenzen an den Finanzmärkten und der nachlassenden Konjunktur ihren Leitzins seit dem 18. September 2007 bis zum 1. Mai 2008 zügig in sieben Schritten um insgesamt $3\frac{1}{4}$ Prozentpunkte auf 2% gesenkt. Im Euroraum beließ die EZB trotz weiter bestehender Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität aufgrund der vermehrten Unsicherheit über die Wachstumsaussichten im Euroraum ihren Leitzins unverändert bei 4%. Seit August 2007 bestehen aufgrund der internationalen Finanzmarkt-

turbulenzen Spannungen an den Geldmärkten in etlichen Währungen, die den Interbankengeldhandel beeinträchtigen. Diese Spannungen dürften auf eine erhöhte Liquiditätspräferenz der Finanzinstitute sowie vermehrte Unsicherheit über die Verteilung von Bewertungsverlusten bei strukturierten Kreditprodukten im Finanzsystem zurückzuführen sein. Die Fed, die EZB und die Bank of England setzten eine Reihe von zum Teil koordinierten Maßnahmen im Bereich der Liquiditätssteuerung, um den Spannungen auf den Geldmärkten entgegenzuwirken. Diese Maßnahmen leisteten einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung, führten allerdings bislang nicht zu einer nachhaltigen Verringerung der Volatilität der längerfristigen Geldmarktsätze. Der Drei-Monats-Euribor stieg von November 2007 bis April 2008 um rund 10 Basispunkte auf 4,8%, während der US-Dollar-Drei-Monats-Libor um rund 220 Basispunkte auf 2,7% fiel.

Die *Zinsstruktur am Kapitalmarkt* hat sich in den USA deutlich nach unten verschoben; die einjährigen Swapsätze fielen von November 2007 bis April 2008 um rund 200 Basispunkte,

die zehnjährigen Swapsätze um rund 70 Basispunkte, wodurch die Zinsstruktur mittlerweile auch im ein- bis zweijährigen Bereich wieder einen ansteigenden Verlauf aufweist. Der Zinsrückgang reflektiert die Leitzinssenkungen der Federal Reserve Bank, deutlich verschlechterte Wachstumsaussichten sowie die angesichts der Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten höhere Risikoaversion und Liquiditätspräferenz der Investoren. Im Euroraum verschob sich die Zinsstruktur um 10 bis 20 Basispunkte nach unten und blieb im ein- bis vierjährigen Bereich leicht invers.

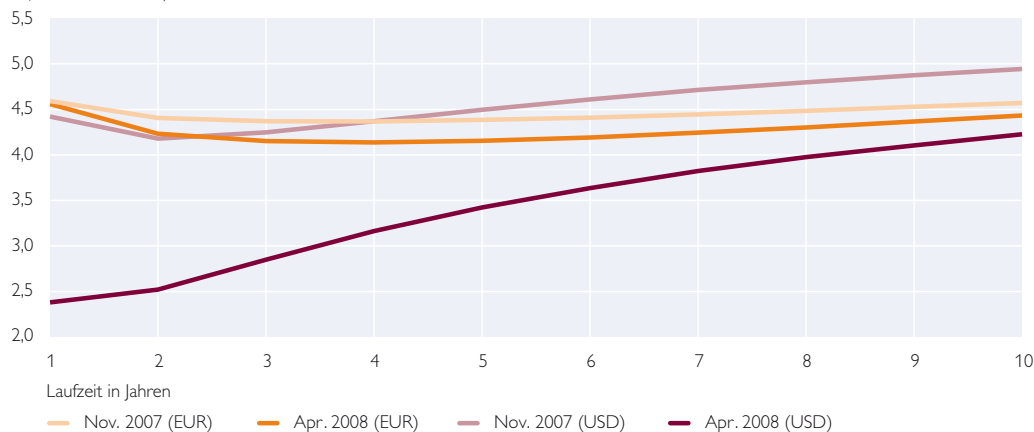
Die höhere Risikoaversion und Liquiditätspräferenz der Anleger zeigte sich auch auf den Märkten für langfristige *Staatsanleihen*. Im Euroraum weiteten sich die Renditeabstände zu Deutschland deutlich aus. Die aus inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Break-Even-Inflationsraten blieben im Euroraum und in den USA allerdings insgesamt stabil.

Die *Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen* für Schuldner mit bester Bonität (AAA) und schlechter eingestufte (BBB) Emittenten sind weiter

Grafik 1

Zinsstruktur im Euroraum und in den USA

auf der Basis von Swapzinssätzen, in %



Quelle: Thomson Financial, OeNB.

angestiegen. Im Euroraum und den USA stiegen die BBB-Risikoaufschläge von November 2007 bis April 2008 um rund 120 Basispunkte. Bei Schuldnern bester Bonität betrug der Anstieg im Euroraum rund 10 Basispunkte, in den USA jedoch 70 Basispunkte. Die Phase niedriger Risikoaufschläge bei Schuldnern mit geringerer Bonität, die von 2003 bis Mitte 2007 dauerte, scheint zumindest vorläufig beendet zu sein. Die 10-jährigen *Swapspreads* waren volatil, ihrer Höhe nach jedoch im April 2008 im Vergleich zum November 2007 im Euroraum kaum verändert, während sie sich in den USA auf höherem Niveau leicht verengt hatten.

Auf den *Aktienmärkten* im Euroraum und den USA kam es im Jänner 2008 aufgrund der von den USA ausgehenden zunehmenden Konjunktursorgen und der höheren Risikoaversion der Investoren zu starken Kurseinbrüchen, wobei die Kursverluste im Euroraum deutlich stärker ausfielen. Die höhere Unsicherheit an den Aktienmärkten zeigte sich auch an der Entwicklung der (aus den Preisen von Optionen auf Futures auf marktbreite Aktienindizes abgeleiteten) impliziten Volatilität, welche sowohl in den USA als auch im Euroraum angestiegen ist.

Auf den *Devisenmärkten* kam es aufgrund der konjunkturellen Verlangsamung und der deutlich fallenden Zinsen in den USA zu einer Dollarschwäche. Gegenüber dem Euro und dem japanischen Yen betrug der Kursverluste zwischen November 2007 und April 2008 rund 7% bzw. 8%. Der Euro erreichte dabei neue Höchststände in der Nähe von 1,59 USD je Euro. Gegenüber dem Pfund Sterling, das durch die nachlassende Konjunktur im Vereinigten Königreich und Sorgen über das britische Finanzsystem geschwächt wurde, wertete der Euro um rund 12% auf und erreichte ebenfalls einen neuen

Höchststand von rund 0,80 GBP je Euro. Der Schweizer Franken wertete gegenüber dem Euro um rund 5% auf, wobei die Wechselkursbewegungen stark mit den Entwicklungen an den Aktienmärkten korrelierten.

Aufstrebende Märkte: Abgeschwächtes, aber hohes Wachstum bei niedrigerem Nettokapitalzufluss an den Privatsektor erwartet

Robuste Konjunktur bei steigenden Verbraucherpreisen

Der IWF rechnet für die aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Market Economies – EMEs) und Entwicklungsländer (EL) mit einem realen BIP-Wachstum in den Jahren 2008 und 2009 von 6,7% bzw. 6,6%. Diese Expansionsraten liegen unter jenen der Vorjahre, aber über dem langjährigen Durchschnitt. Regional betrachtet dürfte so wie im Vorjahr auch im Jahr 2008 das Wachstum in Asien und in der *Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS)* am stärksten sein. Zugleich wird hier jedoch auch die markanteste Verlangsamung des Wachstums gesehen, gefolgt von *Europa und Lateinamerika*, während im *Nahen Osten* und in *Afrika* (insbesondere wegen Nigeria) sogar eine leichte Beschleunigung erwartet wird.

In *Asien* dürfte eine Verlagerung vom rückläufigen Exportwachstum in die industrialisierten Länder auf die Binnenwirtschaft und die intraasiatischen Exporte erfolgen. In China sieht der IWF einen partiellen Erfolg in den Bemühungen der Behörden, mit einer strafferen Kredit- und Geldpolitik die hohe Investitionsnachfrage zu zügeln. (Allerdings hat die chinesische Statistikbehörde ihre Schätzung für die Wachstumsrate 2007 im April von 11,4% auf 11,9% hinaufgesetzt.) Auch in *Lateinamerika* wird heuer ein höherer Anteil

des Wachstums trotz der restriktiveren Geldpolitik auf den Beitrag der Binnenwirtschaft entfallen. In *Afrika*¹ wird das Wachstum durch die erdölexportierenden Länder, die im Zeitraum von 2007 bis 2009 jeweils über 8 % expandieren, besonders angetrieben. Aber auch die erdölimportierenden Länder dürften – wie im Vorjahr – auch 2008 und 2009 mit jeweils mehr als 5 % weiter zulegen. Insgesamt haben diese Länder laut IWF Fortschritte bei der Diversifizierung ihrer Wirtschaften er-

zielt, und die Strukturreformen halten an. Auch im *Nahen Osten* ist das (überdurchschnittlich) hohe Wachstum im erdölimportierenden Ägypten bemerkenswert. In der *Türkei* wird das Wachstum weiter von den Exporten gestützt, während die Inlandsnachfrage von der zur Inflationsbekämpfung eingesetzten restriktiven Geldpolitik, erneuten Bestrebungen zur fiskalischen Konsolidierung und der Abschwächung des Kreditwachstums gedämpft wird.

Tabelle 2

IWF-Ausblick: Emerging Market Economies und Entwicklungsländer

	BIP (reale Änderung)					Inflation			Leistungsbilanz		
	Apr. 08	Okt. 07	Apr. 08		Änderung Ausblick	Apr. 2008			Apr. 2008		
	2007	2008 ²	2008 ²	2009 ²		2007	2008 ²	2009 ²	2007	2008 ²	2009 ²
in %					in %			in % des BIP			
Alle EMEs & EL	7,9	7,4	6,7	6,6	-0,7	6,4	7,4	5,7	4,2	4,1	3,4
Europa	5,8	5,2	4,4	4,3	-0,8	5,7	6,4	4,3	-6,6	-7,2	-6,9
Polen	6,5	5,3	4,9	4,5	-0,4	2,5	4,1	3,8	-3,7	-5,0	-5,7
Rumänien	6,0	6,0	5,4	4,7	-0,6	4,8	7,0	5,1	-13,9	-14,5	-13,0
Türkei	5,0	5,3	4,0	4,3	-1,3	8,8	7,5	4,5	-5,7	-6,7	-6,3
GUS	8,5	7,0	7,0	6,5	0,0	9,7	13,1	9,5	4,5	4,8	2,4
Russland	8,1	6,5	6,8	6,3	0,3	9,0	11,4	8,4	5,9	5,8	2,9
Ukraine	7,3	5,4	5,6	4,2	0,2	12,8	21,9	15,7	-4,2	-7,6	-9,7
Naher Osten	5,8	5,9	6,1	6,1	0,2	10,4	11,5	10,0	19,8	23,0	19,4
Ägypten	7,1	7,3	7,0	7,1	-0,3	11,0	8,8	8,8	1,5	0,8	-0,5
Iran	5,8	6,0	5,8	4,7	-0,2	17,5	20,7	17,4	10,4	11,2	8,4
Afrika	6,2	6,5	6,3	6,4	-0,2	6,3	7,5	5,9	0,1	1,7	0,9
Nigeria	6,4	8,0	9,1	8,3	1,1	5,5	8,6	8,5	0,7	6,5	5,7
Südafrika	5,1	4,2	3,8	3,9	-0,4	7,1	8,7	5,9	-7,3	-7,9	-6,5
Asien	9,1	8,3	7,5	7,8	-0,8	4,8	5,5	3,9	6,5	5,3	5,2
China	11,4	10,0	9,3	9,5	-0,7	4,8	5,9	3,6	11,1	9,8	10,0
Indien	9,2	8,4	7,9	8,0	-0,5	6,4	5,2	4,0	-1,8	-3,1	-3,4
Indonesien	6,3	6,1	6,1	6,3	0,0	6,4	7,1	5,9	2,5	1,8	1,2
Korea	5,0	4,6	4,2	4,4	-0,4	2,5	3,4	2,9	0,6	-1,0	-0,9
Lateinamerika¹	5,6	4,3	4,4	3,6	0,1	5,4	6,6	6,1	0,5	-0,3	-0,9
Argentinien	8,7	5,5	7,0	4,5	1,5	8,8	9,2	9,1	1,1	0,4	-0,5
Brasilien	5,4	4,0	4,8	3,7	0,8	3,6	4,8	4,3	0,3	-0,7	-0,9
Mexiko	3,3	3,0	2,0	2,3	-1,0	4,0	3,8	3,2	-0,8	-1,0	-1,6

Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2007 und April 2008.

¹ Inkl. Karibik.

² Prognose.

¹ Nicht eingerechnet sind hier Libyen und Ägypten, die zur Ländergruppe des Nahen Ostens gezählt werden.

Im Vergleich zum Oktober 2007 hat der IWF seine Prognose 2008 für die EMEs und EL insgesamt mit 0,7 Prozentpunkten nach unten revidiert, etwa gleich stark wie für den Euroraum, allerdings auf bedeutend höherem Niveau. Regional betrachtet erfolgte diese Rücknahme fast ausschließlich aufgrund von Asien (insbesondere wegen China) und Europa (insbesondere wegen der Türkei). Allerdings hat sich die Wachstumserwartung innerhalb der Regionen Afrika und Lateinamerika für einzelne Länder recht unterschiedlich entwickelt, vor allem der Ausblick für Mexiko verschlechterte sich aufgrund der engen Verflechtung mit der US-Wirtschaft. Die hohen Produktivitätssteigerungen aufgrund der zunehmenden Integration in die globale Wirtschaft sowie der Anstieg bei den Rohstoffpreisen, der die Exporte, den Zufluss an Direktinvestitionen und die Anlageinvestitionen stark ansteigen ließ, werden als Gründe dafür angegeben, dass die von den USA ausgehenden Finanzmarkturbulenzen den wirtschaftlichen Ausblick für die EMEs insgesamt relativ wenig beeinträchtigt haben.

Dieser Befund darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Risiken einer Ansteckung über die Finanz- und Handelskanäle für die EMEs und EL zuletzt deutlich zugenommen haben. Insbesondere die EMEs mit hohen *Leistungsbilanzdefiziten*, deren Finanzierung stark über private Auslandskredite erfolgt, sind anfällig für strengere externe Kreditvergabekonditionen bzw. steigende Risikoaversion. Insgesamt werden die EMEs und EL auch 2008 und 2009 einen deutlichen Leistungsbilanzüberschuss erzielen, während Europa die einzige Region mit einem größeren Defizit ist, das zudem im Jahr 2008 trotz der jüngsten Abwertungen in einzelnen Ländern auch etwas an-

steigen wird. Allerdings bestehen hier innerhalb der GUS, in Afrika und auch in Lateinamerika zum Teil massive Unterschiede, abhängig vor allem davon, ob Erdöl verfügbar ist.

Die größte Herausforderung im laufenden Jahr ist laut IWF jedoch in den meisten EMEs und EL die Bekämpfung der markant gestiegenen *Inflation*, die von höheren Nahrungsmittel- und Treibstoffpreisen sowie der stärkeren Inlandsnachfrage ausgeht. So beschleunigte sich z. B. in China die Inflation im Jahresabstand vor allem aufgrund der Nahrungsmittelpreise trotz eines Preisstopps für administrierte Preise von 1 % im Juli 2006 auf 8,7 % im Februar 2008. Nicht zuletzt angesichts des Inflationsdrucks wurde im Rahmen der Politik der graduellen Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar Ende 2007 eine spürbare Aufwertung zugelassen. Auch für die Erdölexporteure, die ihre Währungen an den US-Dollar gebunden haben und zugleich im Zusammenhang mit den hohen Leistungsbilanzüberschüssen ein stark wachsendes Geldmengenwachstum aufweisen, ist die Inflationsbekämpfung eine besondere Herausforderung. In der Türkei stellen die aktuelle politische Unsicherheit und ihre Implikationen für die Stabilität der Währung neben den hohen Nahrungsmittel- und Energiepreisen eine zusätzliche Hürde für die Erreichung des Inflationsziels 2008 dar.

Direktinvestitionszuflüsse an den privaten Sektor bleiben weiter hoch, während Nettokapitalabflüsse aus dem öffentlichen Sektor an das Ausland anhalten

In vielen EMEs und Entwicklungsländern ist es in den vergangenen Jahren zu historisch hohen *Nettokapitalzuflüssen an den privaten Sektor* gekommen. Im Vorjahr legten diese sogar um mehr

als das Eineinhalbfache zu, obwohl ab August 2007 der Zufluss nachließ. Traditionell werden die Nettozuflüsse von den Direktinvestitionen dominiert. Hinzu kamen im Vorjahr stark gestiegene Nettozuflüsse an Krediten. Für 2008 erwartet der IWF allerdings, dass sich die Nettozuflüsse insgesamt nahezu halbieren. Begründet wird dies mit einem deutlichen Rückgang der Kreditvergabe sowie einer erwarteten Drehung der Nettozuflüsse bei den volatilen Portfolioinvestitionen in Nettoabflüsse, da Asiens Privatsektor verstärkt in ausländische Wertpapiere veranlagen dürfte – eine Entwicklung, mit deren Abklingen 2009 gerechnet wird.

Die *Direktinvestitionen* (FDIs) bilden in Afrika, in Asien, im Nahen Osten und in Lateinamerika auch 2008 die bedeutendste Art des Nettokapitalzuflusses an den privaten Sektor in EMEs und Entwicklungsländern. Die Netto-

zuflüsse an *Kredit* bildeten in der GUS und in Europa zwar im Vorjahr die bedeutendste externe Finanzierungsquelle, dürften aber 2008 deutlich zurückgehen, sodass auch hier die Direktinvestitionen zur bedeutendsten (GUS) bzw. gleich wichtigen (Europa) Finanzierungsform werden. Während in Asien der Nettozufluss an Bankkrediten die zweitwichtigste Quelle bleiben dürfte, wird im Nahen Osten und in Lateinamerika erneut ein Nettoabfluss bei diesem Finanzinstrument stattfinden. Bei den *Portfolioinvestitionen* dürften Nettozuflüsse 2008 (wie schon im Vorjahr) nur für Lateinamerika eine größere Bedeutung erlangen.

Zentral-, Ost- und Südosteuropa, die einzige Region mit einem traditionell hohen *Leistungsbilanzdefizit*, zieht seit Mitte der 1990er Jahre die höchsten *Nettokapitalzuflüsse an den Privatsektor* an und dürfte diese Spitzenposi-

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	241,9	251,8	231,9	605,0	330,7	441,5
Nach Instrumenten						
Direktinvestitionen	188,7	259,8	250,1	309,9	306,9	322,4
Portfolioinvestitionen	16,4	-19,4	-103,8	48,5	-72,2	31,0
Andere Nettokapitalflüsse (v. a. Kredite)	38,5	13,3	87,5	248,8	98,0	90,0
Nach Regionen (Länder)						
Europa	74,3	118,1	120,4	170,5	162,5	158,2
GUS	6,7	32,5	57,9	115,1	59,1	89,1
Naher Osten	-17,0	-56,7	-43,4	-21,0	-62,1	-63,0
Afrika	16,0	30,5	39,6	47,1	57,5	64,2
Asien	146,6	90,8	47,9	193,5	40,7	116,2
Lateinamerika und Karibik	15,2	36,7	9,5	99,7	73,0	76,8
Nettokapitalzufluss an den öffentlichen Sektor³	-70,7	-109,9	-160,0	-149,0	-162,3	-149,8
Nachrichtlich						
Leistungsbilanzsaldo	297,2	517,3	698,0	738,1	814,7	750,0
Veränderung der Währungsreserven ⁴	-509,3	-595,1	-752,8	-1236,2	-1.004,1	-1.071,4
davon: China	206,3	207,0	247,0	461,9	380,0	500,0

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

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

² Prognose.

³ Minus: Nettokapitalabfluss aus den Entwicklungsländern in die Industrieländer.

⁴ Minus: Anstieg.

tion auch weiter halten, nachdem im Vorjahr ausnahmsweise Asien höhere Zuflüsse erhalten hatte. Nur im Nahen Osten wird es im Jahr 2008 wie bereits in den Vorjahren insgesamt zu *Nettokapitalabflüssen des Privatsektors* (Veranlagung der *Leistungsbilanzüberschüsse* in Form der Petrodollars) kommen. In allen anderen Regionen besteht schon seit dem Jahr 2004 die Kombination aus *Leistungsbilanzüberschüssen* und *Nettokapitalzuflüssen an den Privatsektor*, eine Entwicklung die auch 2008 und 2009 anhalten dürfte, ausgenommen in Lateinamerika, wo der geringe Leistungsbilanzüberschuss in ein geringes Defizit drehen dürfte.

Im Vorjahr gab es in jeder Region – außer in Lateinamerika – einen *Netto-*

kapitalabfluss des öffentlichen Sektors ohne Zentralbank (Rückzahlungen von Auslandsschulden sowie Veranlagungen), was sich in den Jahren 2008 und 2009 – diesmal mit Ausnahme von Afrika und Lateinamerika – wiederholen dürfte. Hauptverantwortlich dafür wird weiter der Nahe Osten bleiben. Auch dürfte in jeder Region der *Aufbau von Währungsreserven* 2008 weitergehen, wenn auch in Asien und in Lateinamerika in schwächerem Ausmaß als im Vorjahr. Absolut gesehen wird jedoch der Aufbau in Asien am höchsten sein, da Asien den absolut gemessen größten Leistungsbilanzüberschuss verzeichnet.

Tabelle 4

Forderungen der an die BIZ meldenden Banken gegenüber Zentral-, Ost- und Südosteuropa¹

	AT	DE	IT	FR	NL	SE	BE	UK	Europa ²	USA	Japan
	in % des BIP des Empfängerlandes										
Zentral-, Ost- und Südosteuropa	8,8	6,8	6,5	4,6	2,6	2,9	3,7	1,7	44,5	2,2	0,7
EU-Mitgliedstaaten Zentral-, Ost- und Südosteuropas (ohne Baltikum)											
Bulgarien	12,3	4,0	17,6	5,2	1,4	0,0	0,5	0,3	70,6	1,0	0,2
Tschechische Republik	28,7	5,3	9,6	17,5	3,4	0,0	24,6	..	93,7	3,1	0,6
Ungarn	24,3	23,1	18,4	4,9	3,6	0,2	11,8	..	93,7	2,2	1,6
Polen	3,5	9,8	12,5	3,3	5,7	1,2	4,5	0,4	51,3	2,8	1,2
Rumänien	27,6	14,1	6,8	11,6	4,7	0,1	0,6	0,1	80,0	1,2	0,1
Slowakei	40,8	5,4	26,9	2,2	6,1	0,1	9,9	..	93,7	2,5	0,1
Slowenien	28,0	14,2	13,8	5,7	1,6	0,0	6,2	0,5	73,7	1,1	0,9
Sonstige Länder Zentral-, Ost- und Südosteuropas											
Kroatien	64,8	8,8	59,7	15,9	0,6	0,0	0,8	0,8	153,6	0,5	1,0
Ukraine	8,2	2,9	1,5	6,4	2,1	1,2	0,4	0,5	28,7	0,9	0,6
Russland	1,6	4,0	1,6	2,4	1,6	0,4	0,5	..	15,1	1,5	0,8
Türkei	0,4	3,0	..	2,4	1,3	0,1	2,3	..	18,8	2,9	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 März 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 Stand Ende September 2007.

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

Spitzenposition Österreichs bei Bankenforderungen in Zentral-, Ost- und Südosteuropa

Ende September 2007 erreichten die Forderungen der österreichischen Banken² bereits fast 9% des nominellen BIP der Empfängerländer in Zentral-, Ost- und Südosteuropa und waren damit höher als die Bankenforderungen jedes anderen Landes an diese Region (siehe Tabelle 4). Nahezu ein Fünftel der Forderungen sämtlicher an die BIZ meldenden 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, Ungarn, Rumänien, Kroatien und der Ukraine den höchsten Forderungsstand und gegenüber Bulgarien den zweithöchsten (nach Italien). Gegenüber Russland rangiert der Forderungsstand hinter Deutschland und Frankreich gemeinsam mit Italien auf Rang Drei. Im Fall Sloweniens (als Mitgliedsland des Euroraums), der Tschechischen Republik, der Slowakei, Rumäniens, Kroatiens und der Ukraine sind die Forderungen von sämtlichen an die BIZ meldenden Banken mit einem Anteil von mehr als 25% in besonderem Ausmaß auf die österreichischen Banken konzentriert.

Eurobonds unter dem Druck der anhaltenden globalen Nervosität auf den Finanzmärkten

Die globalen Finanzmarkturbulenzen seit Sommer 2007 beeinflussten auch die Entwicklungen auf dem internationalen Eurobondmarkt. So setzte sich der seit Juni 2007 anhaltende Aufwärtstrend des durchschnittlichen *Renditeabstands* von in US-Dollar bzw. Euro denominierten Staatsanleihen von

Emittenten aus aufstrebenden Märkten gegenüber den Staatsanleihen der USA bzw. des Euroraums, gemessen am (Euro-)EMBI (Emerging Market Bond Index) Global von J. P. Morgan, fort. Die Spreads vergrößerten sich somit in der Berichtsperiode von Ende September 2007 bis Ende März 2008 insgesamt um 111 (US-Dollar) bzw. 57 (Euro) Basispunkte. Die unterschiedliche Spreadentwicklung dieser beiden Indizes beruht auch auf der ungleichen Entwicklung der jeweils zugrunde liegenden Benchmarkanleihen. Der generelle Aufwärtstrend des Renditeabstands wurde von zwei Rückgangsperioden im Dezember sowie im Februar unterbrochen. Die Entwicklung scheint sich auch seit Mitte März etwas entspannt zu haben, nachdem der durchschnittliche Renditeabstand der in US-Dollar denominierten Bonds das höchste Niveau seit Juni 2005 und jener der in Euro denominierten Bonds das höchste Niveau seit Juli 2004 erreicht hatte. Der Anstieg von dem Ende Mai/Anfang Juni 2007 erreichten Allzeitminimum auf die jeweiligen Höchstwerte betrug damit 174 (US-Dollar) bzw. 91 (Euro) Basispunkte. Die dargestellte Wellenbewegung mit Aufwärtstendenz entspricht der Entwicklung in den anderen Segmenten des internationalen Finanzmarktes und spiegelt die schrittweise Aufdeckung des Problemausmaßes wider.

Trotz der gestiegenen Renditeabstände waren allerdings die *Gesamterträge* von Ende September bis Ende März bei beiden Indizes positiv: während der in Euro denominierte Euro-EMBI Global zu einem (nicht annualisierten) Gesamtertrag von über 1,6% führte, erbrachte der EMBI Global 3,3%.

² Die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik zählt die BA-Gruppe nicht zu den österreichischen Banken.

Eurobonds: Renditeabstände zu Referenzanleihen und Ertragsentwicklung nach Weltregionen

	EMBI Global (in USD)					Euro EMBI Global (in EUR)						
	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamtertrag in %	Rating	Duration	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamtertrag in %	Rating	Duration
	31. März 2008	31. März 2008	Änderung seit 30. Sep. 2007	seit 30. Sep. 2007	31. März 2008	31. März 2008	31. März 2008	31. März 2008	Änderung seit 30. Sep. 2007	seit 30. Sep. 2007	31. März 2008	31. März 2008
Gesamtindex	100,0	324	70	0,6	BB+	7,00	100,0	129	38	1,0	BBB+	5,18
Afrika	2,7	428	84	1,3	BB+	4,71	4,6	254	126	-2,5	BBB+	4,72
Asien	17,4	272	58	1,8	BB+	6,58	4,8	115	23	1,7	BBB	3,55
Europa	26,9	272	77	0,6	BBB-	6,40	72,8	103	30	1,3	BBB+	5,44
Lateinamerika	49,6	347	72	0,1	BB+	7,75	17,8	224	57	0,4	BBB-	4,60
Mittlerer Osten	3,5	577	56	2,7	B-	4,79

Quelle: Bloomberg, JPMorgan, 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.

Auch in dieser Berichtsperiode stand der Anstieg der Renditeabstände mit der *Entwicklung der Fundamentaldaten (gemessen am durchschnittlichen Rating)* auf der Ebene der Gesamtindizes nicht im Einklang. Die Anzahl der Höherstufungen bei Ratings (durch die drei größten Ratingagenturen) für die in den beiden Indizes enthaltenen Länder ist zwar im Jahresvergleich gesunken, überstieg jedoch die Anzahl der Herabstufungen deutlich. Trotz der durchaus positiven Entwicklung der Fundamentaldaten sank nach dem Ausbruch der Finanzkrise die Nachfrage nach von souveränen Schuldner aus den aufstrebenden Märkten begebenen Eurobonds. Die so divergierenden Tendenzen zwischen der Entwicklung der Fundamentaldaten und jener der Renditeabstände können entweder als eine temporär überschießende negative Marktreaktion im Zuge einer Ansteckung interpretiert werden, oder aber als andauernde Korrektur einer zuvor bestehenden übermäßigen Risikonei-

gung der Investoren. Beide Interpretationen beruhen allerdings auf der Annahme angemessener Ratings. Neben den länderspezifischen Entwicklungen (insbesondere hinsichtlich außenwirtschaftlicher und politischer Stabilität) stellen die weitere Entwicklung der globalen Finanzmarkturbulenzen und deren realwirtschaftliche Auswirkungen den wichtigsten Risikofaktor für den Eurobondmarkt dar.

So wie in Phasen rückläufiger Renditeabstände die von aufstrebenden Volkswirtschaften in Europa begebenen Eurobonds in der Regel gegenüber dem Gesamtindex unterdurchschnittlich abschneiden (das heißt, dass insbesondere aufgrund des bereits viel niedrigeren Ausgangsniveaus auch der Rückgang des Renditeabstands und der Gesamtertrag niedriger ausfallen als beim Gesamtindex), schlug nun auch die negative Entwicklung in der Berichtsperiode nur begrenzt auf diese europäischen Staatsanleihen durch. Unter den europäischen Eurobonds am stärksten

betroffen waren jene Serbiens, der Ukraine, Bulgariens, Rumäniens und der Türkei. Bei diesen Ländern lag der Spreadanstieg deutlich über dem Durchschnitt aller in den Indizes enthaltenen Länder, wobei im Falle Serbiens, Rumäniens und Bulgariens auch die drei wichtigsten Ratingagenturen ihren Ausblick teilweise nach unten revidierten.³

Zentral-, Ost- und Südosteuropa: Robustes Wachstum bei höherer Inflation und teils höheren Leistungsbilanzdefiziten

Markant gegenläufige Wechselkursentwicklungen innerhalb der Region

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 (ungarischer Forint, slowakische Krone, tschechische Krone, kroatische Kuna, rumänischer Lei, russischer Rubel, polnischer Zloty) in der Berichtsperiode

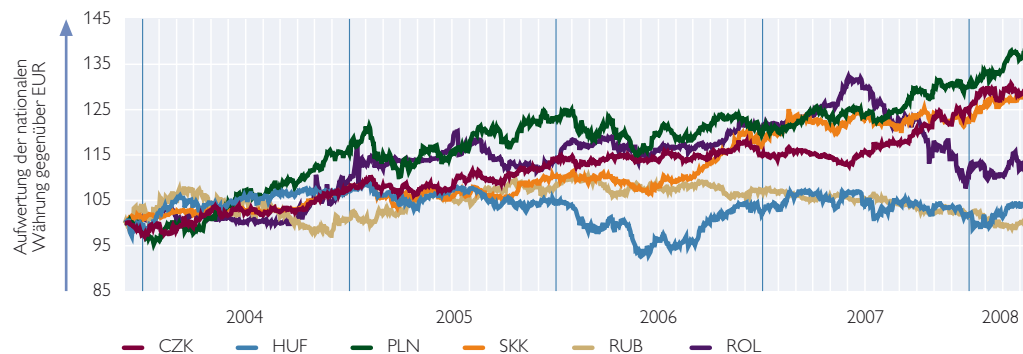
von Ende September 2007 bis Ende März 2008 kein einheitliches Bild. Die stark gemanagte kroatische Kuna blieb über den untersuchten Zeitraum gegenüber dem Euro fast konstant. Die anderen sechs Währungen hingegen wiesen deutliche Wertänderungen in Euro auf (siehe Grafik 2), wobei drei Währungen an Wert gewannen und drei verloren. Den höchsten Zugewinn gegenüber dem Euro verbuchten in diesem Zeitraum die tschechische Krone (+8,7%), der polnische Zloty (+7%) und die slowakische Krone (+4%). Im Gegensatz dazu verloren der ungarische Forint 3,4% und der russische Rubel fast 5% an Wert gegenüber dem Euro und der rumänische Leu wertete um 10,3% ab.

Die polnische, die slowakische sowie die tschechische Währung werteten von ihren im Juni 2007 erreichten Ständen aus um 5% (slowakische Krone), um 9% (Zloty) bzw. sogar um mehr als 13% (tschechische Krone) auf. Einerseits reflektiert diese Entwicklung das in allen drei Ländern anhaltende robuste Wirtschaftswachstum in Verbindung mit einer starken Export-

Grafik 2

Wechselkurs nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dez. 2003 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: Index auf Basis Euro je Einheit nationaler Währung.

³ Der Ausblick wurde in der Berichtsperiode von stabil auf negativ nach unten revidiert: für Rumänien bei Standard & Poor's und Fitch, für Bulgarien bei Fitch und für Serbien bei Standard & Poor's.

leistung und beträchtlichen ausländischen Direktinvestitionen. Die tschechische Krone wurde zusätzlich gestärkt durch das Zurückfahren der Carry Trades, für die sie als Refinanzierungswährung bis zur Änderung der Risikoneigung der Investoren (also etwa bis Mitte 2007) diente. Erwartete bzw. realisierte Leitzinsanhebungen in der Tschechischen Republik und in Polen vor dem Hintergrund der beschleunigten Inflation dürften ebenfalls einen Einfluss auf die Wechselkursentwicklung ausgeübt haben.

Sowohl der russische Rubel als auch der ungarische Forint setzten im Untersuchungszeitraum ihren leichten, aber stetigen Abwärtstrend gegenüber dem Euro, der im Frühjahr 2006 bzw. im Frühjahr 2007 eingesetzt hatte, weiter fort. Die Abwertung des Rubel gegenüber dem Euro ist insbesondere das Ergebnis der Orientierung an einem De-facto-Währungskorb (55 % USD und 45 % EUR), wodurch die russische Währung den Wertverlust des US-Dollar gegenüber dem Euro partiell mitvollzieht. Obwohl sich der Forint zuletzt etwas erholt hat, hat er seit seinem

im April 2007 erreichten Maximum fast 6 % an Wert verloren. Diese langfristige Abwärtstendenz ist vor allem durch relativ schwache mittelfristige Wachstumsperspektiven, eine allgemeine politische Fragilität sowie die damit zusammenhängende Unsicherheit über die Fortführung der Fiskalkonsolidierung zu erklären. Der Verfall des rumänischen Leu fing zwar einige Monate später als beim Forint an, war aber deutlich stärker. Seitdem er Anfang Juli 2007 den höchsten Wert seit 2002 erreicht hatte, verlor er über 16 % an Wert und bewegte sich Ende März 2008 auf dem Niveau von Anfang 2006. Die Hauptursache dafür waren verschlechterte Fundamentaldaten (hohes und steigendes Leistungsbilanzdefizit, rapides Lohnstückkostenwachstum und eine lockere Fiskalpolitik) sowie der relativ hohe Anteil von kurzfristigem Kapital auf dem Devisenmarkt. Vor diesem Hintergrund wurde der Leu somit von den hier untersuchten Währungen von den globalen Finanzmarkturbulenzen und der daraus resultierenden gestiegenen Risikoaversion der Investoren am stärksten getroffen.

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)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Bulgarien	6,3	6,2	-8,3	-5,8	-18,4	-21,6	-2,1	-1,1	-17,1	-20,3	6,0	0,1
Tschechische Republik	6,4	6,5	0,4	0,7	3,2	4,7	-5,7	-7,2	-2,9	-2,4	0,4	1,8
Ungarn	3,9	1,3	3,7	2,3	0,4	2,5	-6,9	-7,9	-5,3	-4,0	-2,5	-3,0
Polen	6,2	6,5	-1,1	-0,9	-1,8	-2,7	-2,8	-3,0	-2,6	-2,6	0,3	1,2
Rumänien	7,9	6,0	-9,6	-14,9	-12,1	-14,3	-3,3	-3,6	-10,5	-13,2	-1,6	-7,4
Slowakei	8,5	10,4	2,3	5,4	-3,2	-0,5	-3,7	-4,3	-7,1	-4,8	-0,3	-1,2
Kroatien	4,8	5,6	-1,1	-0,8	-7,7	-8,4	-7,7	-2,9	-8,1	-8,4	-0,6	0,2
Russland	7,3	8,1	-3,9	-7,0	12,7	8,7	-3,0	-2,3	9,6	5,3	10,6	5,8

Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB.

¹ Externer Finanzierungsbedarf = Summe aus Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanzsaldo.

Das *Wirtschaftswachstum* blieb in den meisten zentral-, ost- und südosteuropäischen Ländern auch im zweiten Halbjahr 2007 sehr robust. Im Vergleich zu 2006 gewann es im Jahr 2007 in Polen und insbesondere in Kroatien und der Slowakei an Dynamik. Nur in Rumänien und Ungarn erfolgte eine deutlichere Abschwächung. Das Wachstum in der Region lag damit im Jahr 2007 zwischen knapp über 5,5% in Bulgarien und Rumänien und fast 10,5% in der Slowakei, wo sich vor allem aufgrund einmaliger Faktoren das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2007 massiv beschleunigt hatte. Die markante Ausnahme bildet nach wie vor Ungarn, wo sich das Wachstum aufgrund der Sparmaßnahmen der Regierung weiter auf lediglich 1,3% verringerte.

Während der Wachstumsbeitrag der *inländischen Nachfrage* in Kroatien, Polen und besonders stark in Rumänien anstieg, ging er in den anderen Ländern zurück und wurde in Ungarn negativ. Unter den inländischen Nachfragekomponenten war im Jahr 2007 in allen Ländern (außer Kroatien) das Wachstum der Investitionen (deutlich) stärker als jenes des privaten Konsums; letzteres war in Ungarn negativ. Zugleich wuchs jedoch in Kroatien und vor allem in Rumänien der private Konsum stärker als das BIP. Abgesehen von Ungarn wurde die inländische Nachfrage zu meist vor allem von einem starken Reallohn- und Kreditwachstum getragen.

Der *Wachstumsbeitrag der Nettoexporte* war auch 2007 in den meisten Ländern negativ und nur in der Slowakei, Ungarn und in der Tschechischen Republik positiv. In jenen Ländern, in denen der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte negativ war, verschlechterte sich auch die *Güter- und Dienstleistungsbilanz*. Vor allem in Bulgarien und Rumänien, die mit Russ-

land den größten negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte auswiesen, stieg das Defizit von bereits hohen Niveaus aus weiter an. Die zum Teil hohen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bzw. ihre Ausweitung sind teilweise durch den wirtschaftlichen Aufholprozess und die starke Investitionstätigkeit zu erklären. In Rumänien dürfte aber auch das weiterhin sehr starke Wachstum des privaten Konsums (11%) zur weiteren Beschleunigung des Importwachstums beigetragen haben, sodass sich das Defizit parallel zur Verringerung des BIP-Wachstums erhöhte.

Der *kombinierte Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungsbilanzsaldo* war bis auf Russland nach wie vor in allen Ländern der Region negativ (das heißt Vorliegen eines externen Finanzierungsbedarfs), wenngleich das Niveau und die Struktur in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich waren. In den vier zentraleuropäischen Ländern war das Defizit in der kombinierten Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanz im Jahr 2007 in erster Linie auf die Einkommensbilanz zurückzuführen, deren Defizite durch die Zurückführung von Dividenden und Gewinnen an die ausländischen Investoren zu erklären sind. In allen vier Ländern lag der externe Finanzierungsbedarf unterhalb von 5% des BIP und verringerte sich im Vergleich zum Jahr 2006 (in Polen allerdings nur geringfügig). Getrieben von der Entwicklung der Handels- und Dienstleistungsbilanz weitete sich dagegen der externe Finanzierungsbedarf in Kroatien und vor allem in Bulgarien und Rumänien gegenüber 2006 weiter aus. Der Nettozufluss an Direktinvestitionen (einschließlich konzerninterner Kredite) konnte in den meisten der hier untersuchten Länder den externen Finanzierungsbedarf nach wie vor decken, mit Ausnahme der Slowakei,

Ungarns und vor allem Rumäniens. In Rumänien vergrößerte sich der verbleibende Finanzierungsbedarf im Vergleich zu 2006 markant.

Der ungarische Forint und der rumänische Leu verzeichneten nach wie vor die höchsten *kurzfristigen Zinsdifferenzen zum Euroraum*. Darüber hinaus wurde die bis Dezember 2007 in Ungarn mäßige bzw. bis September 2007 in Rumänien deutliche Verringerung der Zinsdifferenz infolge zinspolitischer Schritte der nationalen Zentralbanken gedreht, und die kurzfristige Zinsdifferenz stieg seither um über 90 (Ungarn) bzw. sogar 380 (Rumänien) Basispunkte an, was (bei Nichtbeachten des gestiegenen Wechselkursrisikos) die Attraktivität von Fremdwährungskrediten erhöhte. In Polen ist die kurzfristige Zinsdifferenz zum Euroraum aufgrund mehrerer Leitzinsanhebungen deutlich gestiegen, während sich in der Tschechischen Republik die seit langem negative kurzfristige Zinsdifferenz zum Euroraum im Zuge mehrerer Leitzinsanhebungen graduell zurückbildete. Demgegenüber war die Differenz in der Slowakei vor allem aufgrund des Anstiegs der Zinssätze auf dem Interbankenmarkt im Euroraum seit Mitte August 2007 leicht negativ und blieb relativ stabil.

Größere *Devisenmarktinterventionen* zur Beeinflussung der Wechselkursdynamik wurden während der Berichtsperiode in Kroatien durchgeführt. In Reaktion auf die seit Anfang April 2007 erfolgte leichte Aufwertung der Kuna intervenierte die kroatische Notenbank viermal im Jahresverlauf 2007. Die vorläufig letzte Intervention der Notenbank fand im Februar 2008 statt, um dem Aufwertungsdruck auf die Kuna entgegenzuwirken, der im Zuge inflationsdämpfender Liquiditäts-

einschränkungsmaßnahmen gestiegen war. Auch die Ende März bzw. Anfang April seitens der Regierung und der Notenbank getroffenen Maßnahmen in Polen sowie in der Tschechischen Republik können als Einflussnahme auf das Fremdwährungsangebot am Devisenmarkt interpretiert werden: In Polen wurde ein vom Staat aufgenommener EIB-Kredit auf ein Fremdwährungskonto bei der Notenbank gelegt, und in der Tschechischen Republik wurde vereinbart, dass künftige Privatisierungserlöse auf einem Sonderkonto bei der Nationalbank eingefroren werden.

Die *Nettoauslandsposition der Banken* verschlechterte sich im Jahr 2007 in Bulgarien, Polen, der Slowakei, Ungarn, Rumänien, Bulgarien und Russland. Besonders markant fiel die Verschlechterung in Bulgarien aus, gefolgt von Rumänien. Während jedoch in Bulgarien (und in Polen) eine zuvor positive Nettoposition ins Negative rutschte, weitete sich in den anderen Ländern die negative Nettoposition aus. Auch dies dürfte zur Festigung des Zloty und der slowakischen Krone beigetragen haben, während die Leu-Abwertung dadurch vermutlich gebremst wurde.

Vor dem Hintergrund der globalen Finanzmarkturbulenzen zählen zu den wichtigsten *Risikofaktoren* für die Länder Zentral-, Ost- und Südosteuropas insbesondere eine Verlangsamung des BIP-Wachstums im Euroraum sowie eine Verschlechterung des Investitionsklimas und der externen Finanzierungsbedingungen. Das würde vor allem Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten treffen, bei denen die Nettozuflüsse an Direktinvestitionen zur Deckung des externen Finanzierungsbedarfs nicht ausreichen.⁴

⁴ Siehe dazu auch die Studie von Gardo et al. in dieser Ausgabe des Finanzmarktstabilitätsberichts.

Renditeabstände von Staatsanleihen in nationaler Währung leicht ausgeweitet

In den hier untersuchten zentral- und südosteuropäischen Ländern (Bulgarien, Polen, Rumänien, Slowakei, Tschechische Republik und Ungarn) weitete sich während der Berichtsperiode der Renditeabstand von 10-jährigen Staatsanleihen in nationaler Währung gegenüber Euro-Benchmarkanleihen aus (siehe Tabelle 7). Der deutlich größte Spreadanstieg wurde in Ungarn mit etwa 220 Basispunkten verzeichnet. Die Renditeabstände von bulgarischen, tschechischen und polnischen Staatsanleihen weiteten sich im annähernd gleichen Ausmaß von etwa 60 bis 80 Basispunkten aus, allerdings von unterschiedlichen Ausgangsniveaus aus. In der Slowakei war die Ausweitung der Renditeabstände mit knapp 20 Basispunkten vergleichsweise gering. Im Ergebnis wies die Slowakei unter den sechs Ländern im März 2008 den geringsten Abstand auf, gefolgt von der Tschechischen Republik und Bulga-

rien. In Bulgarien, der Tschechischen Republik, Polen und Ungarn waren dies die höchsten Risikoaufschläge seit Anfang 2005.

In allen Ländern mit Ausnahme Ungarns war die Entwicklung des *Inflationsabstands zum Euroraum* ein ungünstiger Faktor für die Renditen der Anleihen in nationaler Währung. In Ungarn war der Inflationsabstand zwar leicht rückläufig, blieb jedoch weiterhin relativ hoch. Nur in der Slowakei lag die Inflation im März 2008 im Jahresvergleich auf gleichem Niveau wie im Euroraum. Weiterhin war die Inflation in diesen Ländern primär von der Entwicklung der internationalen Rohstoffpreise (Energie und Lebensmittel) getrieben. Hinzu kamen in manchen Ländern auch Anhebungen indirekter Steuern und steigende Lohnstückkosten, während vom privaten Konsum nur im Falle Rumäniens ein nennenswerter Inflationsdruck ausging. Die Renditeabstände änderten sich in allen Ländern mit Ausnahme Ungarns in die gleiche Richtung wie die Inflationsab-

Tabelle 7

Fundamentale Einflussfaktoren für die Renditeabstände von Staatsanleihen in nationaler Währung

	Nominelle Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in nationaler Währung p.a. (in %)			Nomineller Interbankenzinssatz für 3-Monats-Geld in nationaler Währung p.a. (in %)			HVPI im Jahresabstand (in %)			Saldo der öffentlichen Haushalte (in % des BIP) ¹		Handels- und Dienstleistungsbilanz (in % des BIP)		Externer Finanzierungsbedarf plus ausländische Direktinvestitionszuflüsse netto (in % des BIP) ¹	
	März 07	Sep. 07	März 08	März 07	Sep. 07	März 08	März 07	Sep. 07	März 08	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Bulgarien	4,2	4,4	4,9	3,8	5,2	6,7	4,4	11,0	13,2	3,0	3,4	-18,4	-21,6	6,0	0,1
Tschechische Republik	3,8	4,5	4,7	2,6	3,5	4,0	2,1	2,8	7,1	-2,7	-1,6	3,2	4,7	0,4	1,8
Ungarn	6,8	6,7	8,4	8,0	7,7	8,1	9,0	6,4	6,7	-9,2	-5,5	0,4	2,5	-2,5	-3,0
Polen	5,2	5,7	6,0	4,2	5,1	6,0	2,4	2,7	4,4	-3,8	-2,0	-1,8	-2,7	0,3	1,2
Rumänien	7,5	6,9	6,9	7,5	6,8	10,8	3,7	6,1	8,7	-2,2	-2,5	-12,1	-14,3	-1,6	-7,4
Slowakei	4,2	4,6	4,3	4,5	4,3	4,3	2,1	1,7	3,6	-3,6	-2,2	-3,2	-0,5	-0,3	-1,2
Euroraum ²	4,0	4,2	3,8	3,9	4,7	4,6	1,9	2,1	3,6	-1,3	-0,6	-0,1	0,0	n.a.	n.a.

Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB. Monatswerte sind Monatsdurchschnitte.

¹ Externer Finanzierungsbedarf = Summe aus Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanzsaldo.

² Euroraum: Leistungsbilanz (korrigiert um statistische Diskrepanzen betreffend den Intra-Euroraum) statt Handels- und Dienstleistungsbilanz.

stände, jedoch in einem deutlich geringeren Ausmaß. Dies zeigt an, dass das Ausmaß des jüngsten Inflationsanstiegs in diesen Ländern eher als vorübergehendes Phänomen erachtet wird und die längerfristigen Inflationserwartungen nicht substanziell nach oben verschoben wurden. In Ungarn waren die Bewegungsrichtungen sogar gegensätzlich, da andere Einflussfaktoren den Inflationseffekt deutlich überlagerten.

Die Veränderung der *Differenz zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen in den hier untersuchten Ländern und dem Euroraum* und der langfristigen Renditeaufschläge ging während der Berichtsperiode in allen Ländern in die gleiche Richtung. Die kurzfristige Zinsdifferenz veränderte sich jedoch in Bulgarien und Rumänien deutlich stärker und in Ungarn deutlich schwächer als sich die Renditespreads ausweiteten.

In allen Ländern mit Ausnahme Rumäniens war das *Budgetdefizit* 2007 geringer als 2006; in Bulgarien stieg der Budgetüberschuss. Dies dürfte einen tendenziell dämpfenden Einfluss auf die Spreadausweitung ausgeübt haben. Die Verringerung der Defizite wurde begünstigt durch starkes Wirtschaftswachstum und steigende Inflation. In den zentraleuropäischen Ländern erfolgten jedoch auch Korrekturen des strukturellen Haushaltssaldos, die insbesondere in Ungarn sehr ausgeprägt waren. In Ungarn ging das

Defizit zwar deutlich zurück, blieb jedoch vergleichsweise hoch; zudem wirkten sich Unsicherheiten über die Fortführung der Fiskalkonsolidierung negativ auf den Staatsanleihemarkt aus.

Auch die Entwicklung des *außenwirtschaftlichen Saldos* und damit verbundene Wechselkursersparungen dürften die Renditeabstände der Staatsanleihen in nationaler Währung während der Berichtsperiode in einigen Ländern beeinflusst haben, so insbesondere in Rumänien und Bulgarien.

Wesentlichen Einfluss auf die Renditen der Anleihen in nationaler Währung dieser sechs Länder hatte in der Beobachtungsperiode nach wie vor die abnehmende Risikoneigung auf der globalen Ebene. Auch über die kommenden Monate werden die Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen in nationaler Währung wesentlich von der weiteren Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten beeinflusst werden. Angesichts höherer Inflationsraten könnte die Verankerung von Inflationserwartungen auf tiefem Niveau insbesondere durch aktive Kommunikationspolitik einen Beitrag zur Verhinderung einer weiteren Erhöhung der Renditeaufschläge bilden. Auch die Einhaltung der vorliegenden Fiskalkonsolidierungspläne sowie eine umsichtige und differenzierte Lohnpolitik im öffentlichen Sektor bleiben dafür wichtig.