

# Die Auswirkungen der aktuellen globalen Finanzmarkturbulenzen auf Zentral-, Ost- und Südosteuropa – eine erste Einschätzung<sup>1, 2, 3</sup>

Sándor Gardó,  
Antje Hildebrandt,  
Zoltan Walko<sup>4</sup>

Die seit Juli 2007 zu beobachtenden Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten machten sich auch in den zentral-, ost- und südosteuropäischen (Central, Eastern and Southeastern European – CESEE) Ländern bemerkbar. Die Märkte in der Region folgten zwar tendenziell der weltweiten negativen Anlegerstimmung, verzeichneten jedoch im Vergleich zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften eine verhältnismäßig gute Entwicklung. Insgesamt hielten sich die Erhöhung der Risikoprämien sowie der Rückgang der Vermögenspreise in den CESEE-Ländern weitgehend in Grenzen, was den positiven Einfluss des EU-Konvergenzprozesses auf die Markteinschätzung von Investoren widerspiegeln dürfte. Die Tatsache, dass die Finanzkrise in Ländern mit schwächeren wirtschaftlichen Fundamentaldaten bzw. weniger glaubwürdigem wirtschaftspolitischen Kurs stärkere Auswirkungen hatte, unterstreicht die Notwendigkeit der Korrektur übermäßiger realwirtschaftlicher Ungleichgewichte in einem relativ unsicheren, internationalen Umfeld.

## 1 Einleitung

Nicht zuletzt dank der expansiven Geldpolitik der Vereinigten Staaten waren die Jahre 2001 bis 2007 durch eine reichliche weltweite Liquiditätsversorgung gekennzeichnet. Historisch niedrige Zinsniveaus förderten bei zugleich relativ geringem Inflationsdruck das Kreditwachstum und ließen (vor allem in den USA) die Vermögenspreise steigen, was wiederum den Konsum, die Investitionsbereitschaft und damit das Wirtschaftswachstum stützte. Die günstige Wirtschafts- und Inflationsentwicklung verschleierte allerdings die zunehmenden Schwachstellen, die sich aus der Fehlbewertung von Risiken ergaben. So stellte die reichliche Verfügbarkeit von Krediten, die zum Teil aus den proaktiven, auf Gewinnmaximierung ausgerichteten Kreditvergabe-

strategien der Banken resultierte, im Zusammenspiel mit der Erwartung anhaltend steigender Immobilienpreise für viele US-Kreditnehmer mit milderer Bonität (so genannte Subprime-Schuldner) einen Anreiz dar, variabel verzinsten Hypotheken (adjustable rate mortgages – ARM) zu anfänglich sehr niedrigen Zinssätzen aufzunehmen. Nach einigen Jahren positiver Entwicklungen führten jedoch der Rückgang der Immobilienpreise, höhere Zinszahlungen nach Anpassung der ursprünglichen Lockzinssätze sowie die Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve zu vermehrten Ausfällen von Subprime- bzw. variabel verzinsten Hypotheken. Die Folgen blieben jedoch nicht auf den Subprime-Hypothekensektor in den Vereinigten Staaten beschränkt. Infolge der rasanten Verbrei-

<sup>1</sup> Übersetzung aus dem Englischen.

<sup>2</sup> Redaktionsschluss: 31. März 2008.

<sup>3</sup> Diese Studie umfasst die folgenden CESEE-Länder: Bulgarien, die Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Rumänien und die Slowakei (CESEE-EU-Mitgliedstaaten), Kroatien und die Türkei (EU-Beitrittskandidaten) sowie Russland.

<sup>4</sup> Oesterreichische Nationalbank (OeNB), Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland; sandor.gardo@oenb.at, antje.hildebrandt@oenb.at, zoltan.walko@oenb.at. Die Autoren danken Annalisa Ferrando (ECB) und Peter Backé (OeNB) für wertvolle Kommentare. Die in dieser Studie vertretenen Ansichten geben die Meinung der Autoren wider und nicht notwendigerweise die Position der OeNB.

Wissenschaftliche  
Begutachtung:  
Annalisa Ferrando,  
EZB

tung innovativer Finanzmarktprodukte und der zügig voranschreitenden globalen Finanzmarktintegration in den letzten Jahren wurden Kredit- und Ausfallsrisiken durch die Verbriefung von Krediten und mittels strukturierter Produkte (vorwiegend Collateralized Debt Obligations und Asset-Backed Securities) über den Sekundärmarkt auf andere Finanzmarktsegmente (z. B. erstklassige Hypotheken, Unternehmensanleihen, Monoline-Versicherer) bzw. -teilnehmer (z. B. Banken, Hedgefonds, Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen) weltweit übertragen. Unterstützt wurde dieser Trend zum Teil durch die überaus positive Bewertung dieser strukturierten Produkte durch Ratingagenturen.

Darüber hinaus trugen folgende Faktoren zu einer Ausweitung und Verschärfung der aktuellen Finanzmarkturbulenzen bei, die bereits zahlreiche Merkmale einer schweren globalen Finanz- und Vertrauenskrise aufweisen: die hohen Verluste großer internationaler Finanzinstitute, die mangelnde Transparenz hinsichtlich des Ausmaßes der Aktivitäten von Banken im Subprime-Segment bzw. in damit verbundenen Geschäften sowie deren Veranlagungen in bankeigene Structured Investment Vehicles (außerbilanzielle Positionen), die höheren Liquiditätsrisiken aufgrund von Störungen auf dem Interbankenmarkt, die Verschärfung der Kreditkonditionen und die Bedenken hinsichtlich einer möglichen Kreditverknappung, die laufende Neubewertung von Risiken sowie vermehrte Hinweise auf beträchtliche negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Vor diesem Hintergrund haben Zentralbanken angesichts des erhöhten Liquiditätsdrucks weltweit seit Mitte August 2007 eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um Befürchtungen über

eine drohende Kreditverknappung zu zerstreuen, den Zusammenbruch von Banken zu verhindern sowie die negativen Folgen der Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft abzufedern.

Die Länder Zentral-, Ost- und Südosteuropas erreichte die Finanzkrise in der zweiten Hälfte des Jahres 2007 – ein Rekordjahr in vielerlei Hinsicht: Die Wirtschaft lief auf Hochtouren, und die Arbeitslosenraten erreichten einen historischen Tiefstand; zugleich verschärfen sich in einigen Ländern der Region die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (hohe und steigende Leistungsbilanzdefizite und Auslandsverschuldung), und der Inflationsdruck stieg (getrieben von sowohl angebots- als auch nachfrageseitigen Faktoren) stetig an. Das Hauptziel der vorliegenden Studie ist die Beurteilung der Auswirkungen der globalen Finanzmarkturbulenzen auf die CESEE-Finanzmärkte und das Aufzeigen möglicher makroökonomischer und finanzmarktbezogener Herausforderungen.

Die Studie ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 umfasst einen kurzen Überblick über die Finanzmarktkanäle, über die die Krise auf die CESEE-Region übergreifen könnte. Im Anschluss daran werden in Abschnitt 3 die aktuellen Finanzmarktentwicklungen in Zentral-, Ost- und Südosteuropa aus empirischer Sicht beleuchtet. Die Implikationen dieser Entwicklungen für die CESEE-Länder werden in Abschnitt 4 vor dem Hintergrund der vorherrschenden makroökonomischen Rahmenbedingungen in den untersuchten Ländern erörtert. Eine Analyse der entsprechenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen und Implikationen steht im Mittelpunkt von Abschnitt 5. Abgerundet wird die Studie mit Schlussfolgerungen in Abschnitt 6.

## 2 Mögliche Übertragungskanäle der internationalen Finanzmarkturbulenzen

Vor dem Hintergrund der weiter um sich greifenden internationalen Finanzmarkturbulenzen sollen hier die Finanzmarktkanäle, über die diese Turbulenzen auch auf die Volkswirtschaften und Finanzmärkte Zentral-, Ost- und Südosteuropas übergreifen könnten, untersucht werden.<sup>5</sup> Im Prinzip ist ein Übergreifen der aktuellen Finanzmarkturbulenzen auf die CESEE-Region sowohl auf dem direkten als auch auf dem indirekten Wege möglich. Die vorliegende Studie konzentriert sich auf den wichtigsten indirekten Kanal und die zwei wesentlichsten direkten Kanäle. Direkt kann die CESEE-Region entweder über einen Kursverfall bei Anlagewerten im Portfolio von CESEE-Finanzinstitutionen oder eine Verschlechterung des Anlegervertrauens in Bezug auf aufstrebende Volkswirtschaften im Allgemeinen und CESEE-Länder im Besonderen betroffen sein, und zwar durch höhere Risikoprämien bzw. eine Verlangsamung des Nettokapitalzustroms in die Region (wobei Letzteres vor allem CESEE-Länder mit einem hohen Anteil an ausländischen Portfolioinvestitionen betrifft). Der zuvor angesprochene indirekte Kanal bezieht sich auf eine Situation, in der die CESEE-Region in erster Linie von einer ausgeprägten Verschärfung der weltweiten Kreditkonditionen betroffen ist, in deren Folge die Kapitalzuflüsse zurückgehen bzw. im schlimmsten Fall ausbleiben, was letztlich zu einer Liquiditätsverknappung führt.

Im Hinblick auf den ersten direkten Kanal – den möglichen Wertverfall bei Finanzanlagen – dürfte die CESEE-Region hingegen im Großen und Ganzen immun sein. Nach Angaben großer CESEE-Banken für das letzte Quartal und das Gesamtjahr 2007 ist das Ausmaß der Investitionen der in der Region vertretenen Banken in Subprime-Anlagen und darauf aufbauende Finanzinstrumente, wie Asset-Backed Securities (ABS) oder Collateralized Debt Obligations (CDOs), nämlich vernachlässigbar gering. Nachdem komplexe Finanzprodukte und darauf spezialisierte Finanzintermediäre (z. B. Investmentbanken) wenig verbreitet sind bzw. Letztere mitunter ganz fehlen, scheint der Entwicklungsgrad des CESEE-Finanzsektors noch zu niedrig, um von der Subprime-Krise direkt betroffen zu sein. Hinsichtlich der Offensiven der Banken zur strategischen Expansion in einem stark kompetitiven Marktumfeld ist außerdem zu beobachten, dass die Banken angesichts der starken Dynamik des Kreditmarkts in der Region lieber auf das profitablere lokale Kreditgeschäft setzen, anstatt sich im Ausland im Bereich der weniger profitablen strukturierten Produkte zu engagieren. Geht man davon aus, dass der Finanzintermediationsgrad in der Region nach wie vor niedrig ist und die Gewinnmargen relativ hoch sind, so dürfte sich an dieser Situation in den nächsten Jahren wenig ändern. Aufgrund der dominanten Marktposition ausländischer Banken in den meisten CESEE-Ländern dürften negative Konsequenzen in dieser Hinsicht nur indirekt auftreten, d. h. durch das Engage-

<sup>5</sup> Hinzu kommt die Transmission über den realwirtschaftlichen Kanal: Lässt in den USA die Inlandsnachfrage nach, gehen die Exporte aus dem Euroraum in die USA zurück, womit wiederum die Nachfrage des Euroraums nach Waren und Dienstleistungen aus Zentral-, Ost- und Südosteuropa nachlässt. Eine detaillierte Analyse der Auswirkungen der jüngsten Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft findet sich im vorliegenden Finanzmarktstabilitätsbericht unter „Verschlechterte Finanzierungsbedingungen für die realwirtschaftlichen Sektoren“.

ment der Mutterbanken im Subprime-Segment bzw. über damit zusammenhängende Geschäfte. Doch angesichts ihres starken CESEE-Schwerpunkts (und ihres daher vermutlich begrenzten Engagements im Subprime-Segment) sowie ihrer langfristigen strategischen Positionierung in der Region dürften sich für die im CESEE-Bankenmarkt vertretenen ausländischen Banken auch indirekte Effekte in Grenzen halten.

Der zweite eingangs erwähnte direkte Kanal, nämlich eine Verschlechterung des Anlegervertrauens in Bezug auf aufstrebende Volkswirtschaften, könnte die CESEE-Region in erster Linie über die Anleihen-, Aktien- und Devisenmärkte in Mitleidenschaft ziehen. So könnte eine höhere Risikoaversion nicht nur die Verschuldung der öffentlichen Hand über den Anleihenmarkt (in Landes- und Fremdwährung gleichermaßen) erschweren und verteuern, sondern auch negative Bewertungseffekte bei Finanzinstitutionen auslösen, die in vielen CESEE-Ländern beträchtliche Summen in Staatsanleihen veranlagt haben. Ein starker Aktienkurseinbruch könnte sich negativ auf die realwirtschaftliche Entwicklung auswirken, da sich in der Folge die Sparneigung erhöht (zum Ausgleich des Vermögensverlusts), die Konsumlust sinkt und die Investitionstätigkeit aufgrund hinausgeschobener Kapitalerhöhungen über den Aktienmarkt zurückgeht. Angesichts des überdurchschnittlich hohen Anteils ausländischer Anleger an den meisten CESEE-Aktienbörsen und des nach wie vor geringen Aktienbesitzes privater Haushalte dürften sich die Vermögenseffekte einer

drastischen Aktienkurskorrektur im CESEE-Raum sowie der damit verbundene Rückgang der Konsumausgaben eher in Grenzen halten.<sup>6</sup> Überdies haben Unternehmen in den vorwiegend bankdominierten Finanzsystemen, wie sie im CESEE-Raum vorherrschen, den Kapitalmarkt bisher nur begrenzt zur Mittelaufnahme genutzt. Schließlich könnte eine Eintrübung des Anlegervertrauens in Bezug auf die aufstrebenden Volkswirtschaften zu einer mehr oder weniger ausgeprägten Abwertung der CESEE-Währungen führen, was nicht nur die Inflation schüren, sondern – in Ländern mit einem hohen indirekten Kreditrisiko in Form von Fremdwährungskrediten an nicht abgesicherte inländische Schuldner – auch für den Bankensektor problematisch werden kann. Sollten die lokalen Währungen dauerhaft abwerten, dann könnten die Zentralbanken in der Region dazu gezwungen sein, im Interesse der Gewährleistung von Preisstabilität ihre Leitzinsen anzuheben, was wiederum die konjunkturelle Entwicklung der einzelnen Länder bremsen könnte. In diesem Zusammenhang sei auch angemerkt, dass ein Aktienkursverfall, ein Einbruch inländischer Anleihekurse und eine Währungsabwertung keine isolierten Phänomene sein müssen, sondern einander gegenseitig verstärken können, womit es zu einer Akkumulation von Verlusten in verschiedenen Marktsegmenten kommt.

Der dritte (indirekte) Kanal, d. h. die massive Verschärfung der globalen Kreditkonditionen mit einer entsprechenden Verlangsamung des Kapitalzustroms in die CESEE-Region, könnte die CESEE-Länder real- und finanz-

<sup>6</sup> Über Veranlagungen in Investmentfonds und Pensionsfonds, deren Anteil am Geldvermögen der privaten Haushalte wächst und die einen signifikanten (inländischen und ausländischen) Anleihe- und Aktienanteil haben, können private Haushalte jedoch sehr wohl von Vermögenspreiseinbrüchen betroffen sein.

wirtschaftlich in unterschiedlicher Weise treffen: So könnte ein stärkerer Liquiditätsdruck über weltweit anziehende Zinssätze oder zunehmende Kreditspreads die Finanzierung der teils hohen und steigenden Auslandsverschuldung (privat wie öffentlich) erschweren. Ein Versiegen der Kapitalzuflüsse in die Region (Mengeneffekt) könnte die Finanzierungskosten (sowohl für heimisches als auch ausländisches Fremdkapital) weiter in die Höhe treiben, zur Abwertung der jeweiligen Währung beitragen und höchstwahrscheinlich auch eine Einschränkung bei den Konsum- bzw. Investitionsausgaben nach sich ziehen. Allerdings ist derzeit das Risiko eines starken Einbruchs der Kapitalzuflüsse bzw. eine Trendumkehr zu Kapitalabflüssen aus der Region angesichts des hohen Anteils stabiler Kapitalströme (ausländische Direktinvestitionen und konzerninterne Kredite) relativ gering.

In diesem Zusammenhang spielt die Tatsache, dass der Bankenmarkt in der CESEE-Region vorwiegend in ausländischer Hand ist, eine wesentliche Rolle. So lässt es sich nicht ausschließen, dass die Mutterbanken schlimmstenfalls dazu genötigt wären, den Kredithahn ganz zuzudrehen (anstatt Mittel geografisch umzuschichten), was wiederum ihre CESEE-Tochterbanken treffen würde, da sich diese großteils über ihre Konzernmütter refinanzieren. Daher könnte eine starke Verlangsamung des Kreditwachstums die Inlandsnachfrage (sowohl Konsum als auch Investitionen) und damit wiederum das Wirtschaftswachstum dämpfen. Eine derartige Entwicklung würde

in erster Linie Länder treffen, in denen die Expansion der inländischen Einlagenbasis nicht mit dem Kreditwachstum Schritt halten kann, womit die Banken gezwungen sind, die Expansion des inländischen Kreditgeschäfts mit ausländischen Mitteln zu finanzieren. Weil die Kreditengagements in den einzelnen Ländern nicht isoliert zu sehen sind („common creditor linkages“<sup>7</sup>), besteht die Gefahr von Dominoeffekten, sollte eine in vielen CESEE-Ländern aktive ausländische Bank ernsthafte Liquiditätsprobleme bekommen. In den meisten Fällen haben Banken ihr Auslandsengagement in der CESEE-Region aber strategisch langfristig angelegt. So ist davon auszugehen, dass die Konzernmütter bemüht sein werden, ihre Auslandsengagements in der CESEE-Region zu stützen; schließlich lukrieren sie – dank des Aufholpotenzials der Region – Größen- und Verbundvorteile im Bankgeschäft und profitieren von den höheren Profitmargen. Sollten ausländische Mutterbanken also gezwungen sein, das Kreditvolumen im Konzernverbund zu rationieren, wäre sogar ein Substitutionseffekt zugunsten der CESEE-Länder (auch auf Kosten der Heimatmärkte der Konzernmütter) denkbar.

Ebenfalls noch im Zusammenhang mit dem dritten Kanal könnten stärkere Liquiditätsengpässe die Finanzierung von Immobilienprojekten gefährden. Eine substanzielle Änderung der Nachfrage- und Angebotskonditionen auf dem Immobilienmarkt könnte wiederum zum Verfall der Immobilienpreise beitragen, was die Konsum- und Investitionsausgaben stark dämpfen

<sup>7</sup> Die Hauptinvestoren in der CESEE-Region sind einige wenige westeuropäische Länder (allen voran Österreich, Frankreich, Deutschland und Italien), die sich in vielen Ländern der Region engagieren. Somit können sich Krisen in unterschiedliche Richtungen ausbreiten: Von der Konzernzentrale in einem Land zu den Töchtern in mehreren Ländern oder von einer der (größeren) Tochterbanken über die Zentrale zu Töchtern in anderen Ländern.

könnte.<sup>8</sup> Bis auf Weiteres gibt es allerdings keine eindeutigen Anzeichen für die Bildung einer Immobilienpreisblase in der CESEE-Region, obwohl die Immobilienpreise in den letzten Jahren (nicht zuletzt in Bulgarien und Rumänien) stark angezogen haben. Somit erscheint zum derzeitigen Zeitpunkt ein Boom-Bust-Szenario auf dem CESEE-Immobilienmarkt relativ unwahrscheinlich. Vielmehr sollten das nach wie vor bestehende Ungleichgewicht zwischen Immobiliennachfrage und -angebot in der CESEE-Region sowie andere Faktoren im Zusammenhang mit dem Reformprozess<sup>9</sup> (etwa die schlechte Qualität bestehender Immobilien) die Bauwirtschaft und die Konjunktur weiter ankurbeln. Trotz dieses günstigen Basisszenarios ist jedoch festzuhalten, dass es in jenen CESEE-Ländern oder -Gebieten (speziell in den Küstengebieten oder Hauptstädten), in denen die Immobilienpreise in den letzten Jahren überaus stark gestiegen sind, bereits erste Anzeichen einer Preiskorrektur gibt.

### 3 Finanzmarktentwicklung im Zeichen länderspezifischer Faktoren

Die seit Anfang Juli 2007 zu beobachtenden internationalen Finanzmarkturbulenzen haben bis zu einem gewissen Grad auch die in der vorliegenden Studie untersuchten CESEE-Länder erfasst (sowohl hinsichtlich der Volumina als auch der Preise). Die ungünstige internationale Entwicklung wirkte sich auf die einzelnen Finanzmarktsegmente unterschiedlich aus, wobei jedoch da-

von auszugehen ist, dass aufgrund länderspezifischer Faktoren (z. B. Wechselkursregime, Marktliquidität) der Informationsgehalt der Kapitalmarktdaten von Land zu Land variiert.

#### 3.1 Geldmarktentwicklung

Auf den CESEE-Geldmärkten blieben die Spreads gegenüber dem Euroraum in der Anfangsphase der Krise weitgehend stabil bzw. verringerten sich sogar, vergrößerten sich aber im gesamten CESEE-Raum generell ab Dezember 2007 mehr oder weniger stark (siehe Grafik 1). Unter den weiter entwickelten CESEE-Ländern verzeichneten Polen und die Tschechische Republik einen relativ moderaten Anstieg der Spreads (um 89 bzw. 55 Basispunkte), wobei diese Entwicklung teilweise auch auf wiederholte Leitzinsanhebungen zurückzuführen ist. In der Tschechischen Republik liegen die Geldmarktzinsen nach wie vor unter dem Niveau des Euroraums; das gilt auch für die Slowakei, in der die Geldmarkt-Spreads im Beobachtungszeitraum sogar um 59 Basispunkte zurückgingen. In Ungarn sind die Spreads nach einem Rückgang um 100 Basispunkte im zweiten Halbjahr 2007 wieder auf dem Niveau vom Juli 2007 angelangt, nachdem es im ersten Quartal 2008 – teilweise bedingt durch die steigende politische Unsicherheit im Vorfeld einer Volksabstimmung Anfang März 2008 über bestimmte Maßnahmen des im September 2006 verabschiedeten Sparpakets – zu einem Anstieg in derselben Größenordnung kam.

<sup>8</sup> So könnte die Nachfrage zurückgehen, wenn ausländische Investoren aufgrund steigender Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung zunehmend ihr Interesse am Immobilienerwerb verlieren oder wenn die Inlandsnachfrage rezessionsbedingt (etwa aufgrund einer Verschlechterung der Einkommenssituation) sinkt. Angebotsseitig wiederum kann ein wachsender Anteil leer stehender Immobilien (infolge eines Überhangs nach dem jüngsten Immobilienboom) die Immobilienpreise drücken. Dasselbe gilt für Banken, die Immobilien verkaufen müssen, weil Schuldner ihre Hypotheken bzw. Wohnbaudarlehen nicht mehr bedienen können.

<sup>9</sup> Siehe Égert und Mihaljek (2007).

In Rumänien hingegen ist der Spreadanstieg mit knapp 300 Basispunkten deutlicher ausgefallen. Diese Entwicklung stand nicht nur im Zeichen einer Anhebung des Leitzinssatzes in drei Etappen (um insgesamt 200 Basispunkte) im ersten Quartal 2008, sondern auch im Zusammenhang mit dem Anstieg der Risikoprämien vor dem Hintergrund des hohen und steigenden Leistungsbilanzdefizits des Landes. In Bulgarien nahmen die Geldmarkt-Spreads mit 160 Basispunkten ebenfalls stark zu, wobei hier der steigende Inflations- und Leistungsbilanzdruck das Investorvertrauen dämpfte. In der Türkei schrumpften die Geldmarkt-Spreads in den ersten drei Quartalen des Jahres 2007 deutlich und sind seit Oktober 2007 weiterhin rückläufig, wenn auch weniger stark, obwohl im selben Zeitraum die Leitzinsen um insgesamt 200 Basispunkte gesenkt wurden. Eine mögliche Erklärung dafür ist der Anstieg der Risikoprämien im Zuge der wachsenden politischen Unsicherheit. Kroatiens Geldmarkt-Spreads schließlich lagen Ende März 2008 183 Basispunkte unter ihrem unüblich hohen Niveau vor dem Ausbruch der Krise.<sup>10</sup> Zwar zogen die kroatischen Geldmarktzinsen im Jänner angesichts des gestiegenen Liquiditätsbedarfs am Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode vorübergehend an, normalisierten sich mit der sinkenden Liquiditätsnachfrage und wiederholten Reverse-Repo-Geschäften der HNB aber rasch.

### 3.2 Anleihenmarktentwicklung – Lokalwährungssegment

Bislang hielten sich die negativen Konsequenzen der internationalen Finanzmarkturbulenzen auf die Renditeabstände von Staatsanleihen der CESEE-Staaten in nationaler Währung zu Euro-Benchmarkanleihen weitgehend in Grenzen (siehe Grafik 2). Seit Beginn der Turbulenzen Anfang Juli 2007 haben die Anleihe-spreads aufstrebender Volkswirtschaften um durchschnittlich 105 Basispunkte zugenommen (basierend auf dem JPMorgan Government Bond Index for Emerging Markets – GBI-EM). Hingegen blieben die Spreads der in slowakischen Kronen begebenen Staatsanleihen mit einem Abstand von durchschnittlich 20 Basispunkten zu den Euro-Benchmarkanleihen im Beobachtungszeitraum relativ stabil. In der Tschechischen Republik (ausgehend von einem negativen Spread von 20 Basispunkten) und in Russland fiel der Anstieg mit 60 bis 70 Basispunkten stärker aus. Damit blieb der Spread-Anstieg aber deutlich unter den vergleichbaren Werten in Asien (+90 Basispunkte), Lateinamerika (+132 Basispunkte) oder im Nahen Osten/in Afrika (+116 Basispunkte). Die Entwicklung in Polen (+100 Basispunkte) entsprach in etwa den Entwicklungen in den vergleichbaren aufstrebenden Regionen. Unter den sechs im GBI-EM von JPMorgan erfassten CESEE-Ländern verzeichnete nur Ungarn mit einem Anstieg von 285 Basispunkten bei den Staatsanleihe-Spreads Zuwächse

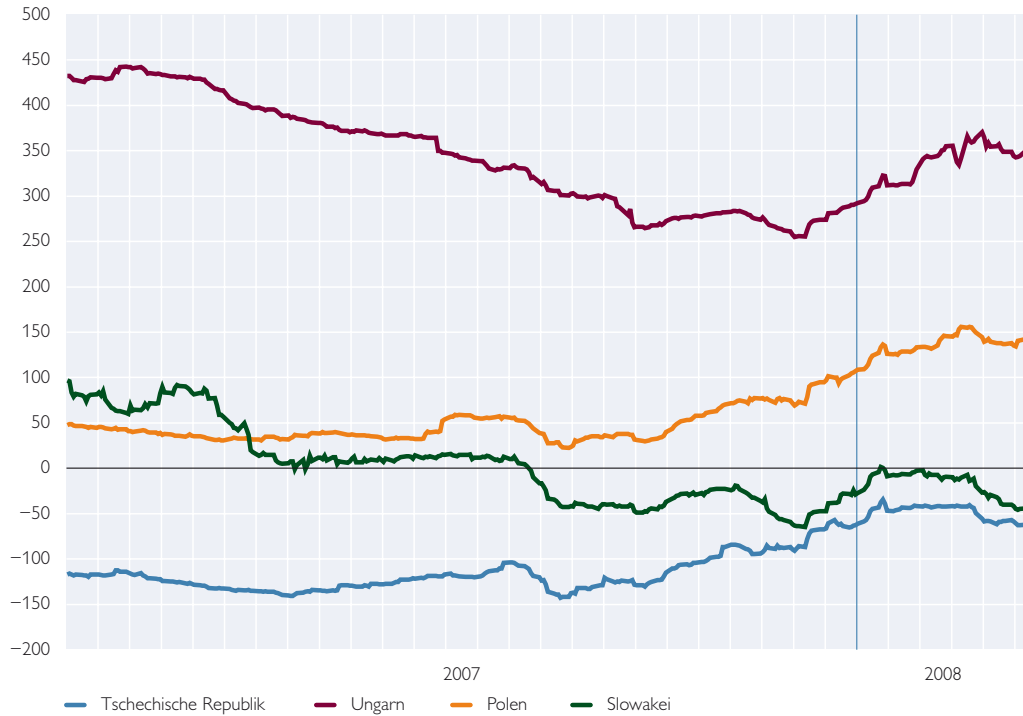
<sup>10</sup> Die kroatische Zentralbank (Hrvatska narodna banka-HNB) hat für den Anstieg der Geldmarkt-Spreads im Juni und Juli 2007 u. a. folgende Gründe ins Treffen geführt: das anhaltend starke Kreditgeschäft der Banken, die höhere Liquiditätsnachfrage im Vorfeld der Emission der zweiten Tranche einer 10-jährigen Kuna-Staatsanleihe im Juli 2007 sowie Maßnahmen der Regierung zur Finanzierung der dritten Tranche von Pensionsnachzahlungen.

Grafik 1a

### Dreimonatsgeld: Spreads gegenüber dem Euroraum

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten



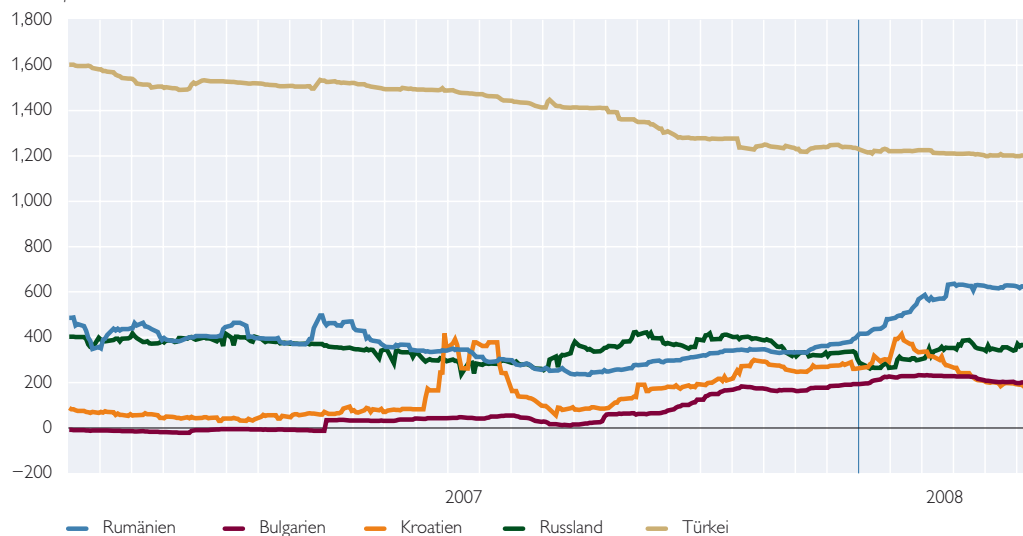
Quelle: Datastream, OeNB.

Grafik 1b

### Dreimonatsgeld: Spreads gegenüber dem Euroraum

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten



Quelle: Datastream, OeNB.



über dem Durchschnitt der aufstrebenden Volkswirtschaften.<sup>11</sup> Die Spreads auf die in türkischen Lira begebenen Staatsanleihen zogen im Analysezeitraum um 150 Basispunkte an, wobei sich das Bild etwas ändert, wenn der Stand Ende Oktober 2007 als Bezugsgröße verwendet wird. Nach einem erheblichen Rückgang zwischen Mitte September und Mitte Oktober 2007 waren die Spreads Ende März 2008 rund 290 Basispunkte höher als Ende Oktober 2007. In Rumänien und Bulgarien schließlich waren die Spreads um 65 bzw. 110 Basispunkte gestiegen, was entweder unter dem oder ungefähr im Durchschnitt der aufstrebenden Volkswirtschaften liegt bzw. etwa dem entspricht.

### 3.3 Anleihenmarktentwicklung – Fremdwährungssegment

Seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen haben die Spreads auf in Euro denominierte tschechische, slowakische und polnische Eurobonds mit einem Anstieg von 15 bis 35 Basispunkten weniger stark zugenommen als der durchschnittliche Spread der aufstrebenden Volkswirtschaften (75 Basispunkte laut JPMorgan Euro EMBI Global Index). Im Fall der ungarischen Eurobonds lag der Anstieg etwa 5 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Spreadanstieg. Hingegen lag der Spreadzuwachs bei bulgarischen, kroatischen, rumänischen und türkischen Euro-

bonds 15, 25, 30 bzw. 35 Basispunkte über dem Durchschnitt der Emerging-Market-Spreads. Die Spreads auf in US-Dollar denominierte russische Eurobonds weiteten sich mit 100 Basispunkten weniger stark als der Marktdurchschnitt aus (143 Basispunkte laut JPMorgan EMBI Global Index). Allen Ländern gemeinsam ist ein signifikanter Anstieg des Renditeabstands von in Euro denominierten Eurobonds seit Ende Februar 2008, wobei die höchsten Zuwächse in der Türkei, Ungarn und Bulgarien zu verzeichnen waren (siehe Grafik 3). Zunehmende politische und/oder wirtschaftliche Risiken sowie – im Fall Ungarns und Bulgariens – Herabstufungen des Ratingausblicks für langfristige Auslandsschuldverschreibungen durch führende Ratingagenturen dürften für diese Entwicklung mit ausschlaggebend gewesen sein.<sup>12</sup>

Was Credit Default Swaps (CDS) angeht, so sind die fünfjährigen CDS-Spreads seit Ende Juni 2007 trotz vorübergehender Rückgänge deutlich angestiegen, insbesondere seit Mitte Dezember 2007 (siehe Grafik 4).<sup>13</sup> Analog zur Entwicklung bei den Eurobond-Spreads hat die Finanzmarktkrise auch bei den tschechischen, slowakischen und polnischen CDS-Spreads nur geringe Spuren hinterlassen: Die vergleichsweise niedrigen Zuwächse um 45 bis 65 Basispunkte dürften teilweise auf Rating-Upgrades in allen drei Län-

<sup>11</sup> Beim Vergleich der Staatsanleihe-Spreads aufstrebender Märkte in Europa und außerhalb Europas mit Euroraum-Anleihen ist jedoch zu berücksichtigen, dass für außereuropäische aufstrebende Märkte oft US-amerikanische Anleihen (und nicht Euroraum-Anleihen) als Benchmarkanleihen fungieren. Angesichts der signifikanten Verringerung der Spreads zwischen Staatsanleihen der USA und des Euroraums kann der Spread-Anstieg gegenüber Euroraum-Anleihen den Risikoprämienzuwachs von Staatsanleihen, die auf den US-Dollar ausgerichtet sind, nach unten verzerren.

<sup>12</sup> Anfang 2008 änderte Fitch seinen Ratingausblick für Bulgarien von stabil auf negativ und Standard & Poor's seinen Ratingausblick für Ungarn von neutral auf negativ. Für Rumänien änderten Standard & Poor's und Fitch ihren Ausblick im November 2007 bzw. im Jänner 2008 von stabil auf negativ. Hinaufgestuft wurde hingegen das Länderrating für die Tschechische Republik (von Standard & Poor's auf A und von Fitch auf A+) sowie der Ratingausblick für die Slowakei, Polen und Russland (von Standard & Poor's jeweils von stabil auf positiv).

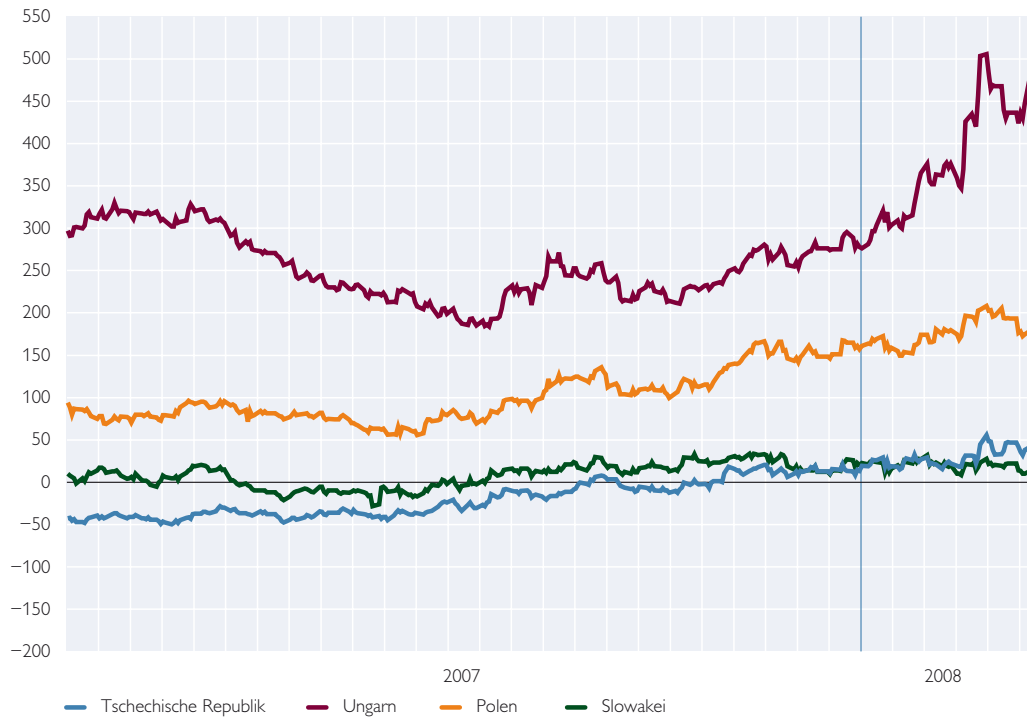
<sup>13</sup> Es ist jedoch festzuhalten, dass in Krisenzeiten die Verknappung der Marktliquidität für dieses Instrument den Informationsgehalt der CDS-Preise einschränken kann.

Grafik 2a

## Renditeabstand von Staatsanleihen in nationaler Währung gegenüber dem Euroraum

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten<sup>1</sup>



Quelle: Bloomberg, OeNB.

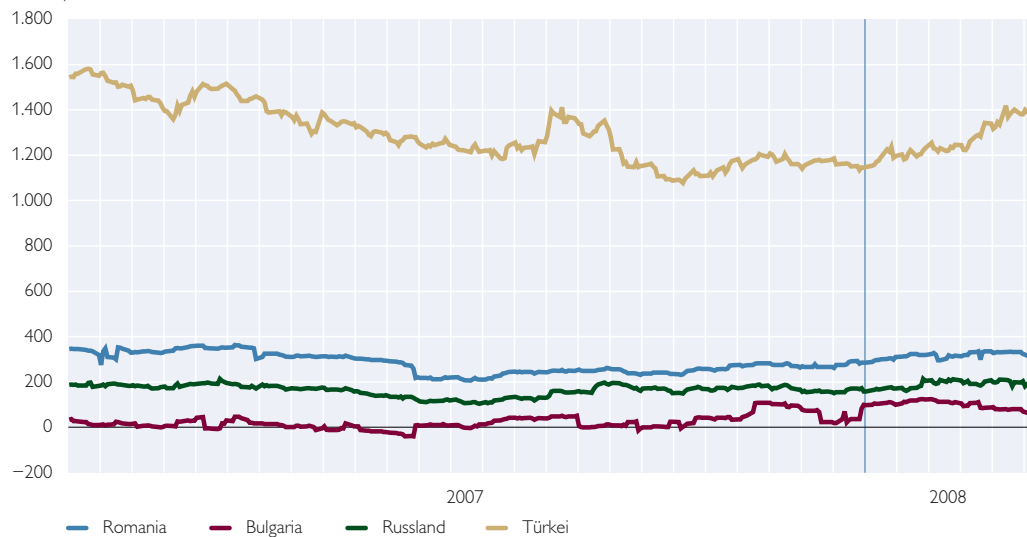
<sup>1</sup> Länderspezifische Teilindizes laut JPMorgan GBI-EM.

Grafik 2b

## Renditeabstand von Staatsanleihen in nationaler Währung gegenüber dem Euroraum

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten<sup>1</sup>



Quelle: Bloomberg, Eurostat, OeNB.

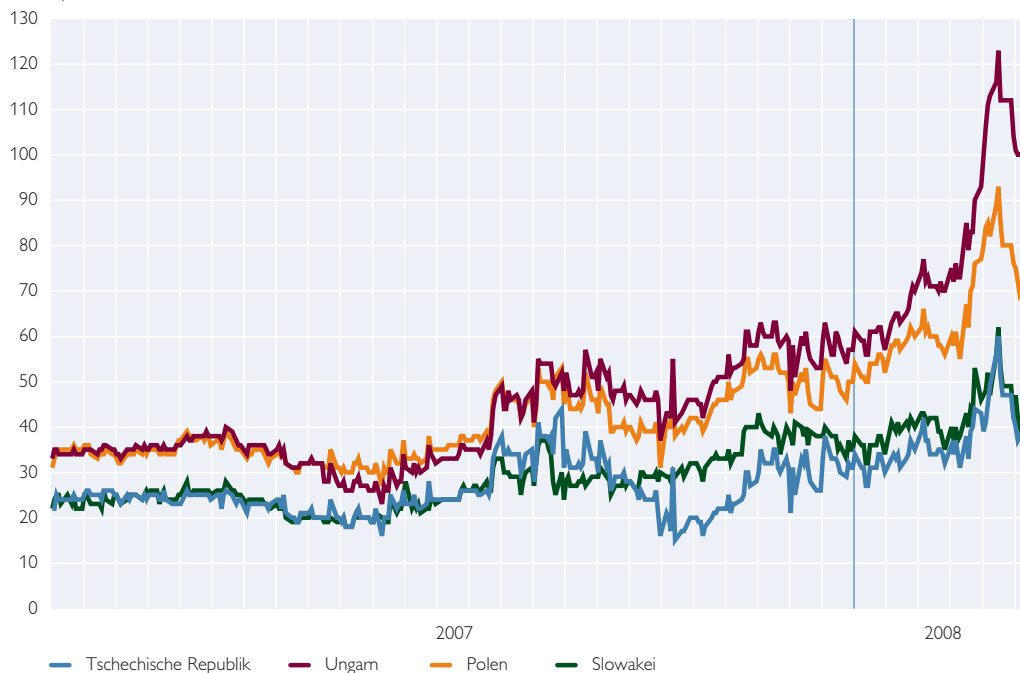
<sup>1</sup> Länderspezifische Teilindizes laut JPMorgan GBI-EM für Russland und die Türkei; Eurostat-Daten für Bulgarien und Rumänien.

Grafik 3a

### Renditeabstand von in Euro denominierten Eurobonds

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten<sup>1</sup>



Quelle: Bloomberg, OeNB.

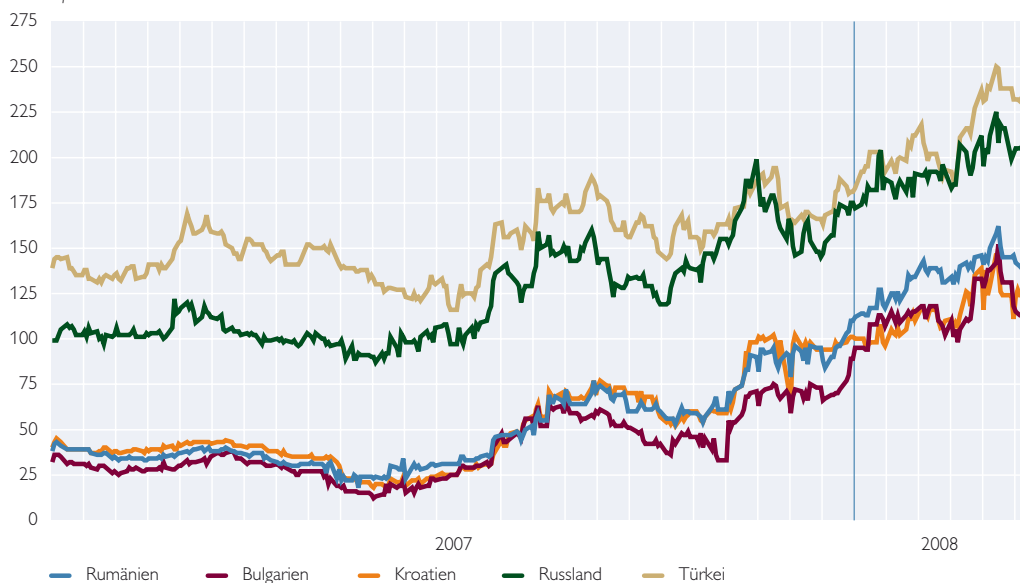
<sup>1</sup> Laut JPMorgan Euro EMBI Global Index.

Grafik 3b

### Renditeabstand von in Euro denominierten Eurobonds

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten<sup>1</sup>



Quelle: Bloomberg, Eurostat, OeNB.

<sup>1</sup> Laut JPMorgan Euro EMBI Global Index; für Russland laut JPMorgan EMBI Global Index.

dem Ende Februar bzw. Anfang März zurückzuführen sein. Deutlicher fiel der Anstieg jedoch in Russland (+105 Basispunkte) und Kroatien (+115 Basispunkte) aus. Besonders stark (160 bis 185 Basispunkte) zogen wiederum die CDS-Spreads in Ländern mit relativ hohen wirtschaftlichen Ungleichgewichten, d. h. Ungarn, Bulgarien, Rumänien und der Türkei, an. Ein Vergleich mit anderen aufstrebenden Volkswirtschaften erweist sich als wenig aufschlussreich. So stiegen die CDS-Spreads in anderen Ländern zum Teil weniger stark als in vielen CESEE-Ländern (Thailand: +72 Basispunkte, China: +69 Basispunkte, Brasilien: +100 Basispunkte), zum Teil etwa gleich stark (Südafrika: +180 Basispunkte), zum Teil jedoch stärker (Argentinien: +344 Basispunkte).

### 3.4 Aktienmarktentwicklung

Die CESEE-Aktienmärkte folgten zum Großteil den Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten, auf denen es seit Mitte 2007 in einigen Wellen zu Kurskorrekturen kam (siehe Grafik 5). Die stärksten Kurseinbrüche waren im Juli und November 2007 sowie im Jänner 2008 zu verzeichnen. Trotz starker Aktienkurskorrekturen in den letzten Monaten haben die CESEE-Aktienmärkte die globalen Aktienmarkturbulenzen im internationalen Vergleich gut verkraftet. Trotz intraregional unterschiedlicher Entwicklungen schnitten die Aktienindizes der CESEE-Region (laut MSCI EM Eastern Europe Index – MSCI EMEE) besser ab als die führenden US-amerikanischen oder europäischen Aktienindizes. Im Beobachtungszeitraum (29. Juni 2007 bis 31. März 2008) stieg der MSCI EMEE Index gegenüber dem Referenzdatum leicht um 0,6 %, während der Dow Jones Industrial Average 8,5 % und der Eurostoxx mehr als 20 %

verloren. Die CESEE-Entwicklungen können sich auch im Vergleich mit anderen aufstrebenden Volkswirtschaften sehen lassen. So entwickelten sich die CESEE-Aktienmärkte im Gleichklang mit den Aktienmärkten der globalen aufstrebenden Volkswirtschaften (+0,7 %), und schnitten sogar besser ab als die Vergleichsmärkte in Asien (–0,4 %) sowie im Nahen Osten/ in Afrika (–0,1 %). Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften schnitt nur Lateinamerika (+5 %) etwas besser ab als die CESEE-Länder.

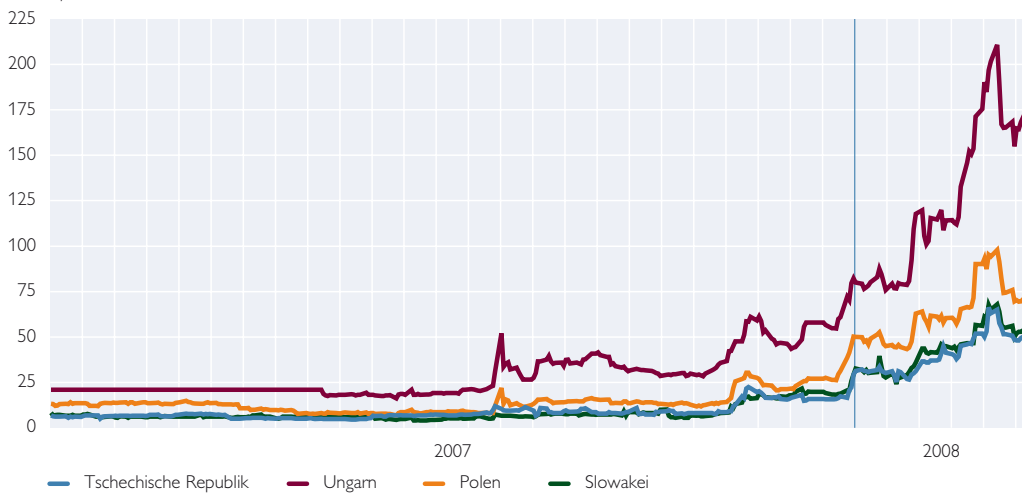
Innerhalb der CESEE-Region haben sich die Aktienkurse in den letzten Monaten unterschiedlich entwickelt. Die slowakische Börse hat die Finanzkrise gut überstanden und seit Anfang 2008 sogar moderate Kursgewinne (+3,3 %) verzeichnet, möglicherweise dank der positiven Anlegerstimmung im Vorfeld des für 2009 geplanten Euroraum-Beitritts des Landes. Zugleich verzeichneten Bulgarien, Kroatien, Rumänien und die Türkei mit Kurseinbrüchen von zwischen 25 % und 30 % deutliche Abwärtskorrekturen. Während in der Türkei die politische Unsicherheit eine Rolle gespielt haben dürfte, ist der aktuelle Aktienkurseinbruch in Kroatien im Zusammenhang mit den Hausse-Perioden von 2006 und 2007 zu sehen. Bulgarien und Rumänien scheinen von der weltweiten negativen Anlegerstimmung angesichts der hohen und steigenden internen und externen wirtschaftlichen Ungleichgewichte in beiden Ländern am meisten betroffen gewesen zu sein. In der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen sind die Aktienkurse gegenüber dem 1. Jänner 2008 um durchschnittlich 15 % (ungewichtet) gefallen und somit etwas stärker als der Dow Jones Industrial Average im selben Zeitraum, aber gleich stark wie bzw. weniger stark als die Aktienkurse in anderen

Grafik 4a

### Fünffährige CDS-Spreads für Staatsanleihen

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten



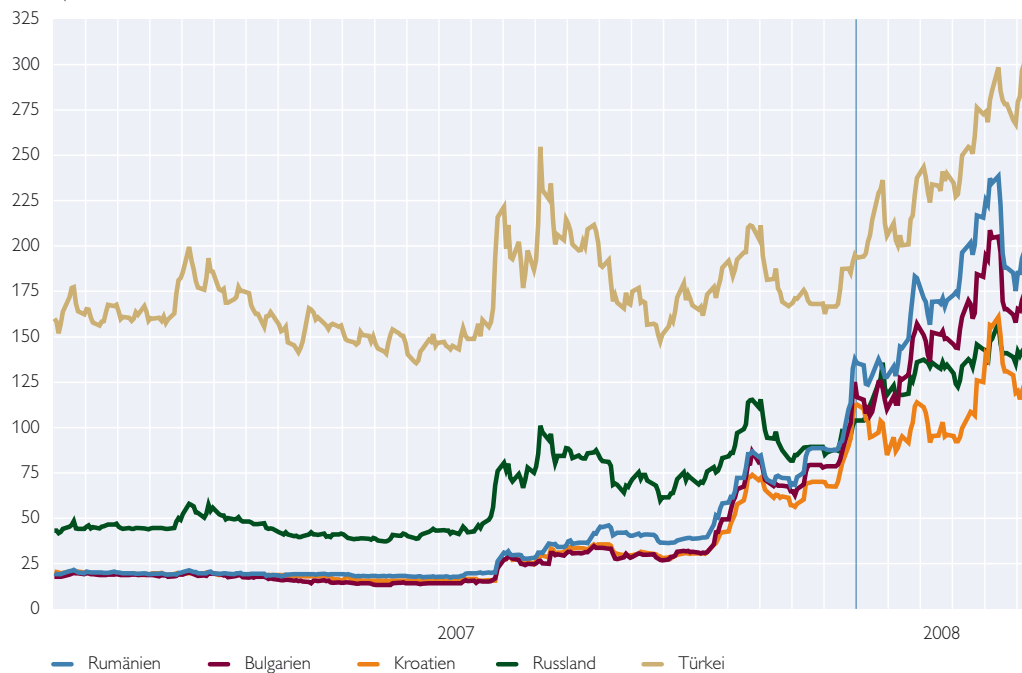
Quelle: Datastream, OeNB.

Grafik 4b

### Fünffährige CDS-Spreads für Staatsanleihen

Stichtag: 31. März 2008

in Basispunkten<sup>1</sup>



Quelle: Datastream, OeNB.

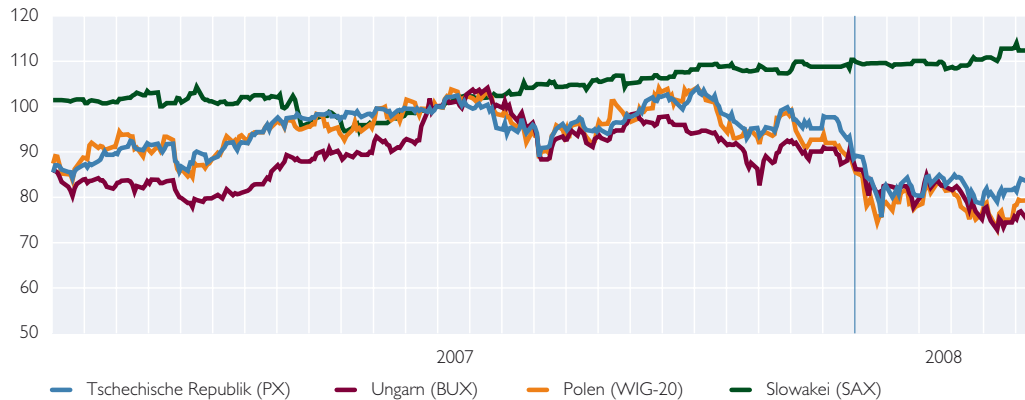
<sup>1</sup> Die Angaben zu Bulgarien und Russland basieren auf dem US-Dollar.

Grafik 5a

### Aktienindizes

Stichtag: 31. März 2008

29. Juni 2007 = 100



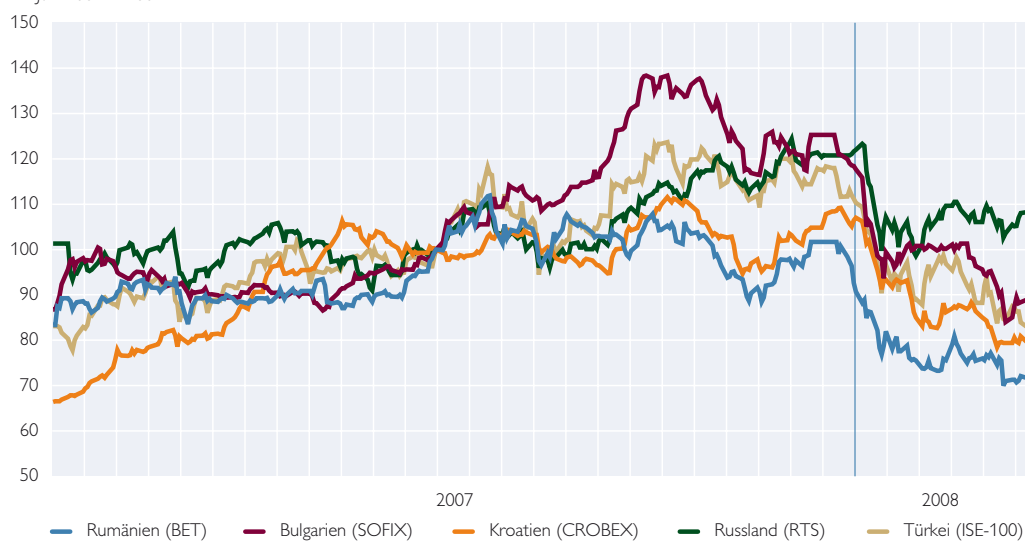
Quelle: Datastream, OeNB.

Grafik 5b

### Aktienindizes

Stichtag: 31. März 2008

29. Juni 2007 = 100



Quelle: Datastream, OeNB.

aufstrebenden Volkswirtschaften (z. B. Asien) oder in Westeuropa. Der Rückgang des russischen RTS-Index fiel mit  $-10,3\%$  sogar noch geringer aus, wobei der russische Aktienmarkt zum Teil vom aktuellen Rohstoffboom profitiert haben dürfte.

### 3.5 Devisenmarktentwicklung

Analog zur Aktienmarktentwicklung in Zentral-, Ost- und Südosteuropa waren die CESEE-Währungen von den internationalen Finanzmarkturbulenzen seit deren Ausbruch hauptsächlich in drei Wellen betroffen (siehe Grafik 6). Am meisten Wert gegenüber dem Euro büßten zwischen Ende Juni 2007 und

dem Ende des ersten Quartals 2008 der rumänische Leu, die türkische Lira und der ungarische Forint ein, nämlich  $-16,3\%$ ,  $-14,2\%$  bzw.  $-5,2\%$ . Landesspezifische Faktoren wie politische Unsicherheiten (Türkei) und/oder mehr oder minder ausgeprägte wirtschaftliche Ungleichgewichte (z. B. Ungarn, Rumänien) machten diese Länder besonders anfällig für Wechselkurskorrekturen. Allerdings hatten gerade der rumänische Leu und die türkische Lira in den zwölf Monaten bis Mitte 2007 nominell stark aufgewertet. In Ungarn scheint der Abwärtsdruck auf den Forint trotz hoher Wechselkursvolatilität nach dem Umstieg auf ein System flexibler Wechselkurse am 26. Februar 2008 nachgelassen zu haben. Der russische Rubel wiederum verlor im Beobachtungszeitraum rund  $6,6\%$  gegenüber dem Euro, während er gegenüber dem US-Dollar – der Referenzwährung des Rubels – um rund  $8,7\%$  aufwertete, womit er gegenüber seinem Währungskorb um rund  $2\%$  aufwertete.<sup>14</sup> Im internationalen Vergleich sind die Wechselkursverluste der CESEE-Länder gegenüber dem Euro seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen geringer ausgefallen als jene anderer aufstrebender Volkswirtschaften.<sup>15</sup>

Die tschechische Koruna, der polnische Zloty und die slowakische Krone haben den regionalen Abwärtsdruck auffallend gut verkraftet und gegenüber Anfang Juli 2007 sogar schrittweise (mehr oder weniger stark)

aufgewertet. Im Fall der tschechischen Republik dürfte diese Aufwertung mit der Rolle der tschechischen Krone als Finanzierungswährung für Carry-Trade-Transaktionen und mit der Glattstellung entsprechender Positionen im Zuge der Finanzmarkturbulenzen zusammenhängen. Die Straffung des geldpolitischen Kurses im Beobachtungszeitraum dürfte diese Entwicklung zusätzlich unterstützt haben. Parallel zur Stärkung des internationalen Anlegervertrauens angesichts der Aussicht auf einen liberaleren wirtschaftspolitischen Kurs nach dem Regierungswechsel hat der polnische Zloty seit Oktober 2007 merklich aufgewertet. Ähnlich hat auch die slowakische Krone – vermutlich im Zusammenhang mit Markterwartungen bezüglich einer möglichen Anpassung ihres WKM-II-Leitkurses im Vorfeld der für Anfang 2009 geplanten Euro-Einführung – seit Ende Jänner 2008 deutlich an Stärke gewonnen. Für die kroatische Kuna und den bulgarischen Lev wiederum blieben die Turbulenzen am internationalen Finanzmarkt dank des jeweiligen Wechselkursregimes – Kroatien setzt auf ein streng kontrolliertes Floating mit dem Euro als Ankerwährung und Bulgarien hat den Lev im Rahmen eines Currency-Board-Regimes einseitig an den Euro gekoppelt – praktisch ohne Folgen.

### 3.6 Entwicklung der Kapitalströme

Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) für die ersten

<sup>14</sup> Allerdings hat die russische Zentralbank Mitte August aufgrund des gestiegenen Liquiditätsdrucks dem russischen Bankensystem eine Liquiditätsspritze von insgesamt rund 20 Mrd USD zur Verfügung gestellt und den Rubel mit wiederholten Devisenmarktinterventionen gestützt.

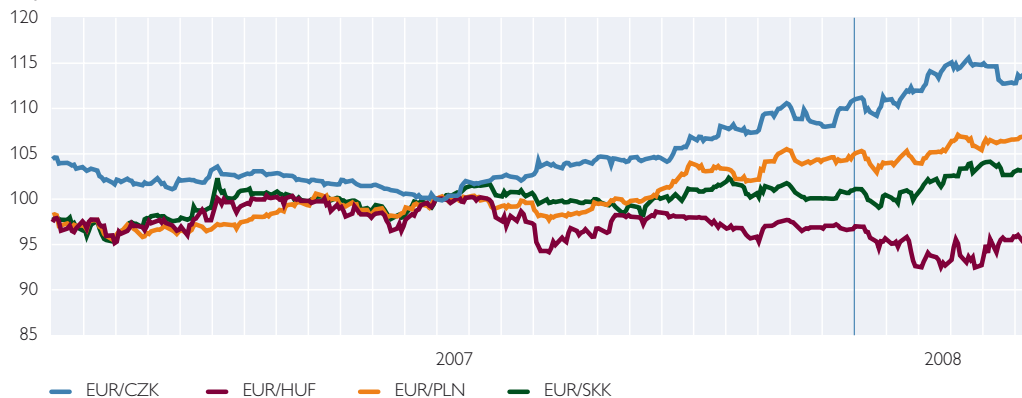
<sup>15</sup> Der südafrikanische Rand büßte im Beobachtungszeitraum  $25,4\%$  seines Werts ein, während der argentinische Peso  $16,9\%$  und der thailändische Baht  $14,4\%$  verloren. Zudem haben die meisten CESEE-Währungen viel weniger an Terrain verloren als die Währungen einzelner entwickelterer Länder, wie die isländische Krone ( $-30,7\%$ ) oder der Neuseeland-Dollar ( $-12,8\%$ ). In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass die Währungen mehrerer nichteuropäischer aufstrebender Volkswirtschaften den US-Dollar und nicht den Euro als Referenzwährung haben, womit die vergleichsweise stärkere Abwertung dieser Währungen gegenüber dem Euro zum Teil durch die Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses bedingt ist.

Grafik 6a

### Wechselkursentwicklung gegenüber dem Euro<sup>1</sup>

Stichtag: 31. März 2008

29. Juni 2007 = 100



Quelle: Eurostat, OeNB.

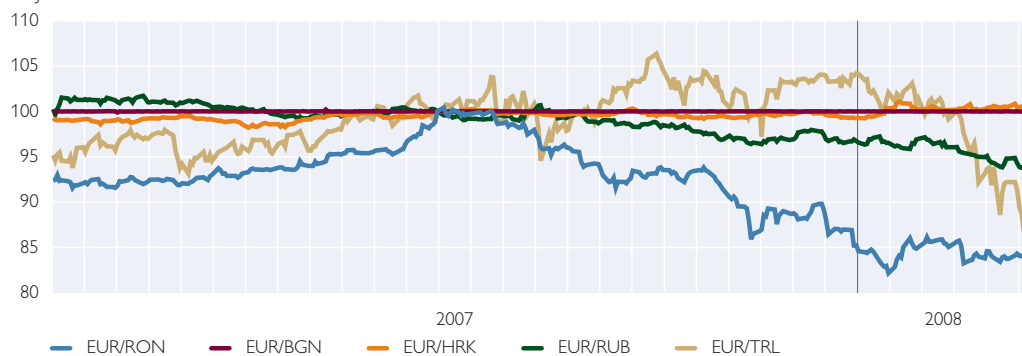
<sup>1</sup> Ein wertmäßiger Anstieg entspricht einer nominellen Aufwertung.

Grafik 6b

### Wechselkursentwicklung gegenüber dem Euro<sup>1</sup>

Stichtag: 31. März 2008

29. Juni 2007 = 100



Quelle: Eurostat, OeNB.

<sup>1</sup> Ein wertmäßiger Anstieg entspricht einer nominellen Aufwertung.

drei Quartale 2007 zufolge (siehe Grafik 7) gingen die Kapitalströme in Entwicklungsländer volumenmäßig von über 200 Mrd USD im zweiten Quartal 2007 auf 115 Mrd USD im dritten Quartal zurück. Während allerdings die Kapitalströme in den Nahen Osten bzw. nach Afrika, den asiatisch-pazifischen Raum sowie den lateinamerikanischen Raum bzw. die Karibik im dritten Quartal 2007 drastisch eingebrochen sind, floss mehr Kapital – insgesamt

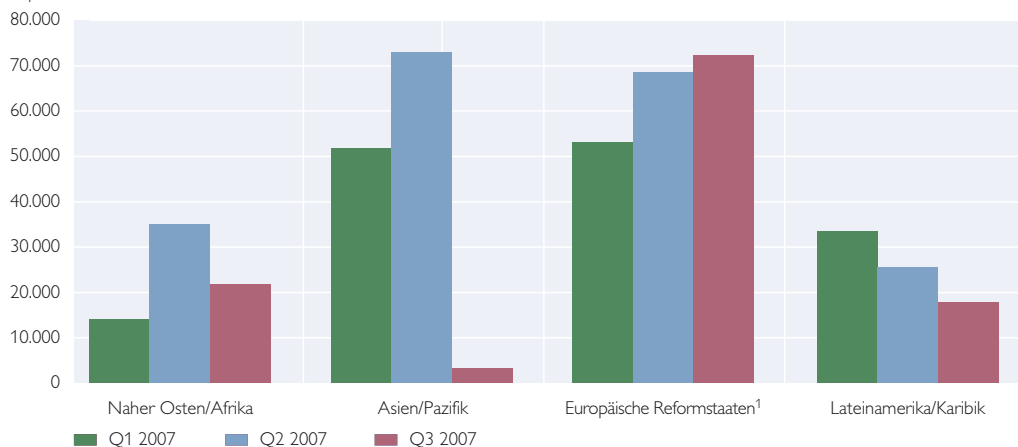
rund zwei Drittel der gesamten Kapitalflüsse in Entwicklungsländer – in das aufstrebende Europa.

Auch den für das vierte Quartal 2007 bereits vorliegenden Zahlungsbilanzdaten zufolge blieb der Kapitalzufluss anhaltend stark (siehe Grafik 8), obwohl in einigen Ländern in der Fristigkeitenstruktur der Kapitalströme eine Verlagerung hin zu kurzfristigeren Zuflüssen zu beobachten war. Die Quartalsdaten der Kapitalbilanz (Di-



### Forderungen von an die BIZ meldenden Banken gegenüber Entwicklungsländern

Kapitalströme, in Mio USD



Quelle: BIZ.

<sup>1</sup> Die baltischen Staaten, Südosteuropa, die europäischen GUS-Staaten und die Türkei.

rektinvestitionen, Portfolioinvestitionen und sonstige Investitionen) bis zum vierten Quartal 2007 lassen teilweise auch darauf schließen, dass die Kapitalflüsse in den letzten Monaten etwas volatil geworden sind (wobei dieser Entwicklung eine längere Phase sehr starker Kapitalzuflüsse vorausging). Während insbesondere bei den Portfolioinvestitionen sowie bei den sonstigen Investitionen hinsichtlich Kapitalzu- und -abflüssen stärkere Schwankungen zu beobachten waren, blieb der Nettodirektinvestitionsstrom praktisch unverändert.<sup>16</sup>

#### 4 Implikationen der jüngsten Finanzmarktentwicklungen für CESEE

Die bisherigen Entwicklungen auf den CESEE-Finanzmärkten lassen nicht auf eine drastische Verschlechterung des Anlegervertrauens speziell gegenüber dieser Region schließen, weder hin-

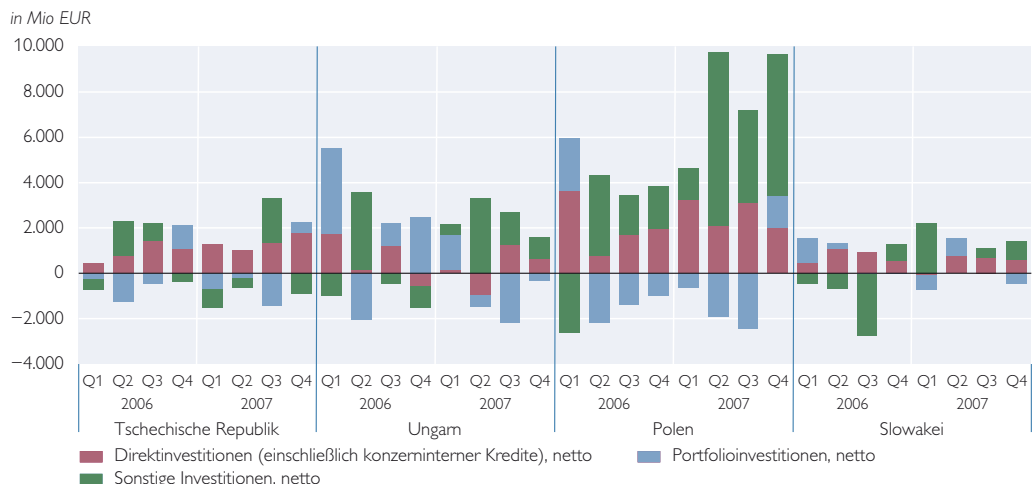
sichtlich der Vermögenspreise, noch im Hinblick auf die Höhe der Kapitalströme. Im Allgemeinen spiegelten die Entwicklungen an den CESEE-Finanzmärkten tendenziell die weltweite negative Stimmungslage unter den Anlegern wider, schnitten aber im Vergleich mit anderen aufstrebenden Volkswirtschaften relativ gut ab. Die weniger stark ausgeprägte direkte Wirtschaftsverflechtung mit den USA, der „Halo-Effekt der EU/des Euro-raums“<sup>17</sup> sowie die anhaltend guten mittelfristigen Wirtschaftsaussichten (zunehmenden wirtschaftlichen Ungleichgewichten in einigen Ländern zum Trotz) unterstützen nach wie vor das Vertrauen der Investoren in diese Region. Jene CESEE-Länder, die die größten wirtschaftlichen Ungleichgewichte aufweisen und/oder einen wenig glaubwürdigen wirtschaftspolitischen Kurs verfolgen, sowie jene, die zuvor starke Kapitalzuflüsse und eine

<sup>16</sup> Die Direktinvestitionszuflüsse standen allerdings teilweise im Zeichen großer Privatisierungsprojekte (z. B. die Übernahme der rumänischen Banca Comerciala Romana (BCR) durch die österreichische Erste Bank), die große Kapitalbewegungen nach sich zogen.

<sup>17</sup> Siehe Luengnaruemitchai und Schadler (2007).

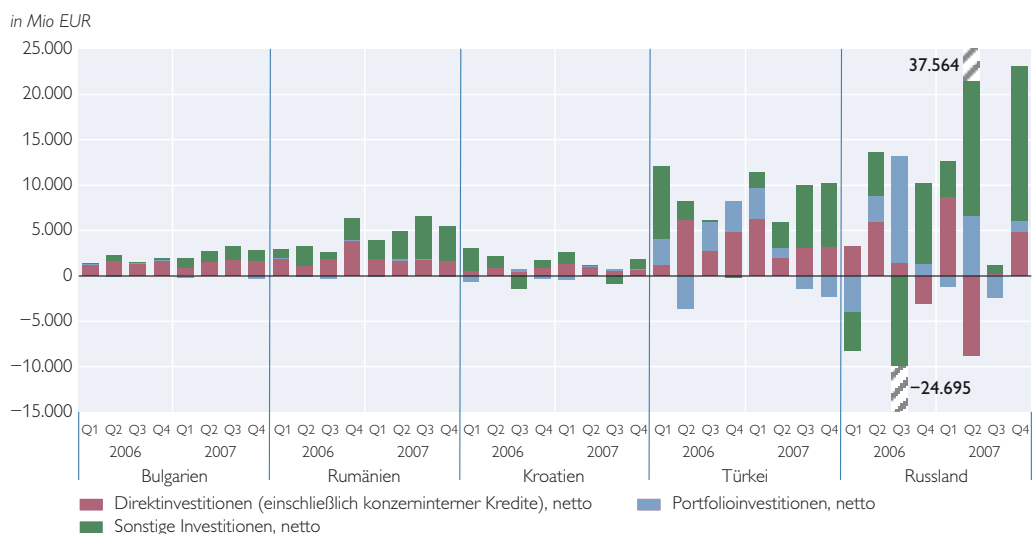
Grafik 8a

### Kapitalströme: Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und sonstige Investitionen



Grafik 8b

### Kapitalströme: Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und sonstige Investitionen



hohe Preisdynamik bei Vermögenswerten verzeichnet hatten, waren von den Finanzmarkturbulenzen stärker betroffen als andere, was auf eine erhöhte Differenzierung seitens ausländischer Investoren hindeutet.

Bei näherer Betrachtung der Schlüsselindikatoren für die wirtschaftliche Fragilität (siehe Tabelle 1) wird ersichtlich, dass die zwei südosteuropäischen

EU-Mitgliedstaaten Bulgarien und Rumänien sowie die EU-Kandidatenländer Kroatien und die Türkei sich in einer schwächeren Position befinden als die übrigen CESEE-Länder. Unter den zentraleuropäischen Ländern fällt angesichts seiner schwachen Wachstumsdynamik und anderer weniger günstiger Fundamentalfaktoren (z. B. Inflation und außenwirtschaftliche Posi-

Tabelle 1

### Schlüsselindikatoren der außen- und finanzwirtschaftlichen Fragilität

	Kumulierter Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldo <sup>1</sup>		Deckungsgrad des kumulierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungsdefizits durch Direktinvestitionen (in %)		Bruttoauslandsverschuldung <sup>1,2</sup>		Währungsreserven <sup>1,2</sup>		Kredite an den realen Sektor <sup>3</sup>		Fremdwährungskredite <sup>4</sup>		BIP <sup>3</sup>		Inflation <sup>5</sup>	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Bulgarien	-17,1	-20,3	135,1	100,7	80,7	97,3	32,9	38,8	15,4	48,5	45,1	50,0	6,3	6,2	6,1	11,4
Tschechische Republik	-2,9	-2,4	113,2	173,0	38,1	39,5	20,8	18,4	17,5	22,3	10,4	9,1	6,4	6,5	1,5	5,1
Ungarn	-5,3	-4,0	52,5	26,0	91,4	96,5	18,2	16,2	15,7	7,4	49,6	57,2	3,9	1,3	6,6	7,2
Polen	-2,6	-2,6	113,0	148,7	46,5	50,7	12,9	13,9	19,5	29,0	27,0	24,2	6,2	6,5	1,4	3,7
Rumänien	-10,5	-13,2	85,1	44,1	28,0	27,9	21,8	20,9	45,4	48,1	47,4	54,3	7,9	6,0	4,9	6,8
Slowakei	-7,1	-4,8	95,5	74,9	54,8	54,9	21,6	22,6	21,7	19,2	20,0	21,3	8,5	10,4	3,7	2,3
Kroatien	-8,1	-8,4	93,0	101,8	85,6	87,8	25,5	24,8	18,4	13,0	71,7	61,4	4,8	5,6	2,0	4,6
Türkei	-6,1	-5,8	58,0	52,5	37,3	35,0	11,1	10,4	40,9	17,1	13,5	10,6	6,9	4,5	9,7	8,4
Russland	9,6	5,3	-10,0	-9,9	30,3	26,6	31,0	33,7	34,2	40,0	22,1	20,1	7,3	8,1	9,0	11,6

Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, nationale Statistikämter.

<sup>1</sup> In % des BIP.

<sup>2</sup> Periodenendstand.

<sup>3</sup> Veränderung zum Vorjahr in %. Der reale Sektor umfasst Kredite an inländische Nichtbanken (exkl. öffentlicher Hand).

<sup>4</sup> Anteil der Fremdwährungskredite an den von inländischen Banken insgesamt an den nichtstaatlichen Sektor vergebenen Krediten in %.

<sup>5</sup> Stand Dezember, Veränderung zum Vorjahr in %.

tion) vor allem Ungarn aus dem Rahmen. In den erwähnten Ländern gehen hohe externe Ungleichgewichte (gekennzeichnet durch hohe Defizite in der kumulierten Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanz) Hand in Hand mit einem erheblichen Außenfinanzierungsbedarf. Dementsprechend erreichte die Bruttoauslandsverschuldung in Bulgarien, Ungarn und Kroatien vergleichsweise hohe Niveaus. Zu beachten ist in einigen Ländern auch die relativ starke Abhängigkeit des Unternehmenssektors (insbesondere in Bulgarien, Ungarn, Rumänien und Kroatien) von Finanzierungsquellen aus dem Ausland. In diesem Zusammenhang könnten die jüngsten Rückstufungen durch große Ratingagenturen (wie im Falle von Bulgarien, Rumänien und Ungarn) die externe Anfälligkeit der betroffenen Länder weiter erhöhen.<sup>18</sup>

Darüber hinaus sind angesichts der Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung in Bulgarien und Rumänien auch inländische wirtschaftliche Ungleichgewichte im Zunehmen begriffen, wie steigende Kerninflationsraten, die angespannte Lage am Arbeitsmarkt, ein dynamisches Kreditwachstum und (im Fall Rumäniens) eine laxe Finanzpolitik belegen. Das relativ hohe und steigende Niveau der Fremdwährungsreserven deutet allerdings auf anhaltende Kapitalzuflüsse hin und kann einen soliden Puffer gegen externe Schocks bieten. Zudem dürften niedrige öffentliche Schuldenstände in den meisten Ländern und ein (im Vergleich zu den ersten Jahren der Transformation) gefestigter institutioneller Rahmen das Vertrauen der Investoren in die Region stärken.

<sup>18</sup> Siehe Kim und Wu (2008).

In den südosteuropäischen EU-Mitgliedstaaten und in den EU-Kandidatenländern verschärfte die hohe Kreditdynamik, die häufig auf Refinanzierung durch ausländische Banken (hauptsächlich Mutterbanken) basierte und zum Teil auch die Kreditvergabe für nichtproduktive Zwecke (z. B. Konsum, Wohnbau) begünstigte, die internen und externen Ungleichgewichte. Nachdem die Verschuldung der privaten Haushalte und der Nichtbankunternehmen in den letzten Jahren – vermutlich bedingt durch zu optimistische Einkommenserwartungen – stark anstieg, könnte eine deutliche Verlangsamung der Finanzierungsströme aus dem Ausland und die daraus resultierende wirtschaftliche Abschwächung diese Erwartungen untergraben und zu Schwierigkeiten beim Schuldendienst führen. Die jüngsten Daten zur Entwicklung der Kreditvergabe an den privaten Sektor deuten auf keine massiven Veränderungen im Kreditgewährungsverhalten der Banken infolge der globalen Finanzmarkturbulenzen hin. Die Kreditvergabe nahm nominell in der zweiten Jahreshälfte 2007 in den meis-

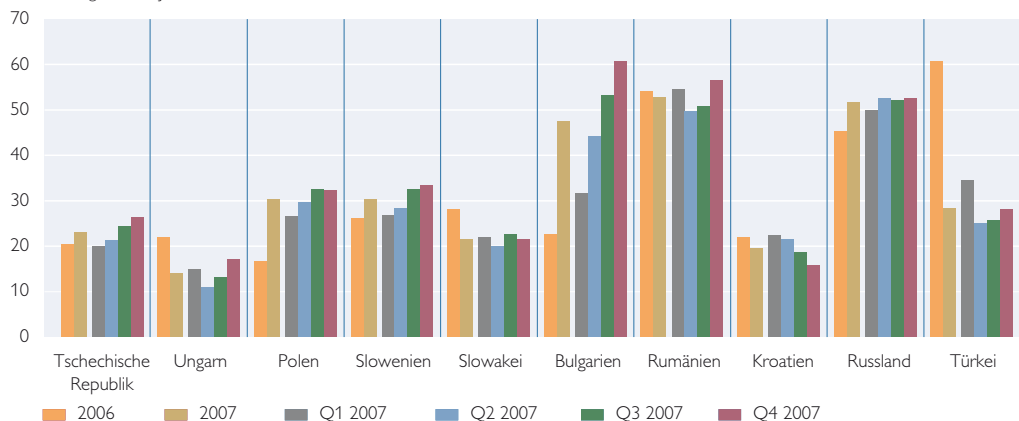
ten Ländern sogar zu (siehe Grafik 9). Kroatien stellt in dieser Hinsicht eine nennenswerte Ausnahme dar: Hier hat sich das Kreditwachstum im Jahresverlauf 2007 allmählich verlangsamt, nachdem die Zentralbank – mit dem Ziel der Rückführung der hohen und steigenden externen Ungleichgewichte – zusätzliche restriktive aufsichtsrechtliche und administrative Maßnahmen erließ.

Neben den grenzüberschreitenden Fremdwährungskrediten von Nichtbankunternehmen stellt in vielen Ländern der hohe Anteil der Fremdwährungskredite (vorwiegend in Euro und Schweizer Franken) am inländischen Kreditvolumen ein zusätzliches Risiko dar, das im Fall einer starken und dauerhaften Abwertung der heimischen Währungen schlagend würde. Nur Kroatien und Polen scheinen in diesem Zusammenhang infolge von administrativen und aufsichtsrechtlichen Maßnahmen bzw. Zentralbankempfehlungen eine gewisse Verlangsamung bei der Vergabe von Fremdwährungskrediten verzeichnet zu haben.

Grafik 9

### Kredite an inländische Nichtbanken (exkl. öffentliche Hand)

Veränderung zum Vorjahr in %, Periodenendstand, nominell



Quelle: NZBs, OeNB.

## 5 Wirtschaftspolitische Reaktionen und ihre Auswirkungen

Die CESEE-Finanzmärkte haben die jüngsten globalen Turbulenzen bisher recht gut überstanden, sodass keine der Zentralbanken der in dieser Studie behandelten Länder (mit der Ausnahme der russischen Notenbank) dem Bankensystem Liquiditätshilfe gewähren musste.<sup>19</sup> So wurden bisher in keinem der Länder im Sinne einer Lockerung der Geldpolitik die Leitzinsen herabgesetzt, um etwaigen negativen Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf die Konjunktur entgegenzuwirken. Vielmehr haben bereits zahlreiche Zentralbanken in der Region (z. B. in Polen, Rumänien, der Tschechischen Republik, Ungarn und Russland) die geldpolitischen Zügel angesichts des erneuten Preisauftriebs während der letzten Monate des Jahres 2007 gestrafft (siehe Grafik 10), während die Leitzinsen in der Slowakei vorerst unverändert blieben. Eine Ausnahme stellt die türkische Zentralbank dar, die die Leitzinsen seit Mitte 2007 um insgesamt 225 Basispunkte gesenkt hat, wobei das Ausgangsniveau aufgrund der seit Mitte 2006 relativ straffen geldpolitischen Bedingungen jedoch sehr hoch war. Wechselkursaufwertungen führten in einigen Ländern (insbesondere in der Tschechischen Republik, der Slowakei und in Polen) zu einer zusätzlichen Straffung der Geldpolitik.

Selbst bei einem schwächeren Preisdruck dürfte der geldpolitische Spielraum zum Abfedern von Schocks in vielen CESEE-Ländern gering sein. Erstens ist der Aktionsradius der CESEE-Zentralbanken durch Systeme

fixer bzw. quasi fixer Wechselkurse (Bulgarien bzw. Kroatien) und die Teilnahme am WKM II (Slowakei) eingeschränkt. Zweitens beeinträchtigt in einigen Ländern das hohe Ausmaß an Währungssubstitution die Effektivität des Zinsinstruments als Transmissionsmechanismus für geldpolitische Impulse.

Fiskalpolitische Reaktionen auf die Finanzmarkturbulenzen und die Verschlechterung des globalen Wirtschafts- und Finanzmarktumfelds sind in der Region bislang ausgeblieben. Verbesserungen in den Haushaltssalden waren 2007 in erster Linie auf konjunkturelle Entwicklungen (d. h. Mehreinnahmen) zurückzuführen, während der zugrunde liegende fiskalpolitische Kurs in den meisten Ländern tendenziell prozyklisch ausgerichtet war. Angesichts hoher und steigender externer und/oder interner Ungleichgewichte in den meisten Ländern und angesichts relativ schwacher struktureller Haushaltspositionen in einigen Ländern dürfte der fiskalpolitische Spielraum zur Abfederung erhöhter makroökonomischer Risiken eingeschränkt sein. Außerdem gibt es vor dem Hintergrund der derzeitigen starken Lohndynamik und des damit einhergehenden Anstiegs der Lohnstückkosten in vielen Ländern kaum Spielraum für lohnpolitische Anreize zur Ankurbelung des Konsums.

## 6 Schlussfolgerungen

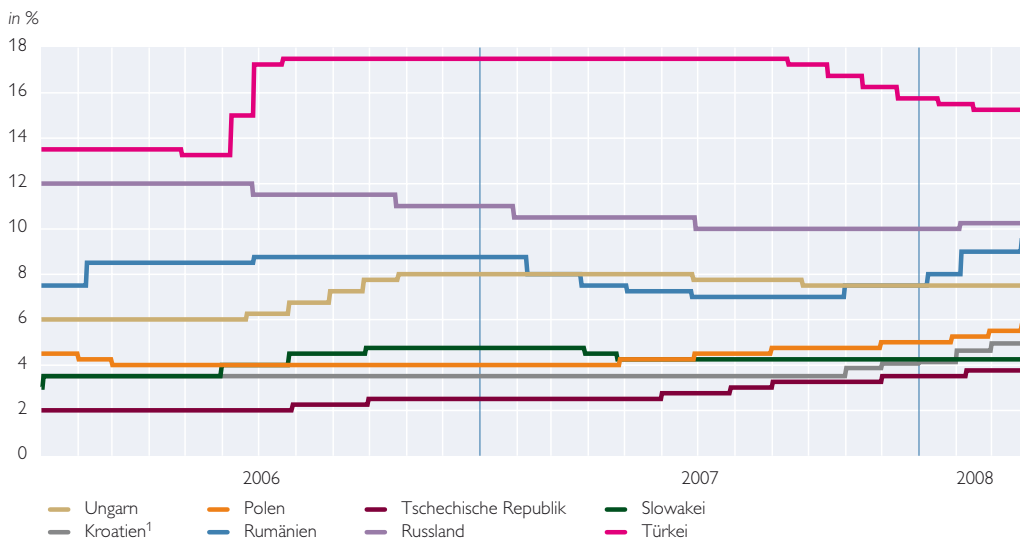
Seit Juli 2007 wurden die internationalen Finanzmärkte in mehreren Wellen durch die von der US-Suprime-Krise ausgehenden schweren Turbulenzen erschüttert. Die globalen Finanzmarkturbulenzen gingen auch

<sup>19</sup> Angesichts der starken Abhängigkeit vieler russischer Banken vom Interbankenmarkt und der zunehmend angespannten Liquiditätsbedingungen zu Beginn der Turbulenzen gewährte die Bank von Russland nicht nur Liquiditätsspritzen (insbesondere im August 2007), sondern senkte auch vorübergehend den Mindestreservesatz sowie die Anforderungen für die von Geschäftsbanken bei Nutzung der Zentralbank-Kreditfazilitäten zu stellenden Sicherheiten.

Grafik 10

## Entwicklung der Leitzinssätze in Zentral-, Ost- und Südosteuropa

Stichtag: 31. März 2008



an den CESEE-Finanzmärkten nicht spurlos vorüber – ein Indiz dafür, dass die Integration der CESEE-Finanzmärkte in die europäische und internationale Finanzmarktstruktur in den vergangenen Jahren vorangeschritten ist. Das Ausmaß der Auswirkungen der Finanzkrise auf CESEE ist derzeit aber noch nicht zur Gänze abschätzbar, da die globalen Turbulenzen noch andauern und viele zugrunde liegende real- und finanzwirtschaftliche Daten erst mit relativ großer Verzögerung veröffentlicht werden. Dennoch lassen sich aus den jüngsten Entwicklungen bereits zum jetzigen Zeitpunkt einige vorläufige Schlüsse ziehen.

So scheint die Wahrscheinlichkeit einer direkten Ansteckung der CESEE-Länder durch eine Wirtschaftsabschwächung in den USA relativ gering zu sein. Sollte allerdings ein Abschwung in den USA das Wachstum im Euroraum deutlich bremsen, so könnten die Exporte und Leistungsbilanzpositionen der CESEE-Länder in Mitleidenschaft gezogen werden. Es ist anzunehmen,

dass sich Risiken stärker über Finanzmarktverflechtungen ausbreiten und sich in einer Erhöhung der Finanzierungskosten und/oder einer Abnahme der Kapitalströme niederschlagen. Diese Risiken könnten schlagend werden, wenn es zu einer weiteren Abschwächung der Risikoneigung von Investoren gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften im Allgemeinen bzw. europäischen Reformstaaten im Besonderen kommt oder wenn die ausländischen Mutterbanken in den CESEE-Ländern, wo ausländische Banken eine dominante Position einnehmen, gezwungen wären, die Kreditvergabe erheblich zu reduzieren. Hierbei würde die Konzentration ausländischer Kreditgeber auf einige wenige in der gesamten Region engagierte westeuropäische Länder (vor allem Österreich, Frankreich, Deutschland und Italien) das Ansteckungsrisiko im schlimmsten Fall erhöhen.

Vor diesem Hintergrund sowie größeren Korrekturen in allen Finanzmarktsegmenten zum Trotz haben die

CESEE-Finanzmärkte die internationalen Finanzmarkturbulenzen, die im Juli 2007 ihren Anfang nahmen und weltweit straffere Liquiditätsbedingungen sowie eine Risikoneubewertung nach sich zogen, bisher relativ gut überstanden. Allgemein betrachtet hielten sich die Vermögenspreisverluste und der Anstieg der Risikoprämien in der Region in Grenzen. Das Gesamtbild ist jedoch nicht einheitlich: So wurden einzelne Länder und Finanzmarktsegmente unterschiedlich stark von den Turbulenzen getroffen. Erwartungsgemäß bekamen jene Länder die Finanzmarkturbulenzen am stärksten zu spüren, die die größten wirtschaftlichen Ungleichgewichte und/oder einen wenig glaubwürdigen wirtschaftspolitischen Kurs aufweisen oder die zuvor starke Kapitalzuflüsse, gepaart mit starken Preissteigerungen bei Vermögenswerten und einer lebhaften aggregierten Nachfrage verzeichneten (Ungarn, Rumänien, Bulgarien, Kroatien, die Türkei und Russland). Es ist jedoch festzuhalten, dass länderspezifische Faktoren den Informationsgehalt von Kapitalmarktdaten verzerren und den zugrunde liegenden Marktdruck verschleiern können. Die Entwicklung einiger Marktindikatoren (z. B. der

Renditeabstand von Anleihen in nationaler Währung in Ungarn, der Wechselkurs in Rumänien) legt die Vermutung nahe, dass die Marktteilnehmer ihr Augenmerk nunmehr verstärkt auf länderspezifische Anzeichen für wirtschaftliche Anfälligkeit lenken. Demzufolge würden Länder mit schwächeren wirtschaftlichen Fundamentaldaten zusätzlich unter Druck geraten, sollten die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten anhalten bzw. sich weiter verschärfen. Um dem Schwund des Anlegervertrauens in einem relativ fragilen, durch eine anhaltende Risikoneubewertung gekennzeichneten außenwirtschaftlichen Umfeld entgegenzuwirken, bedarf es einer Rückführung bestehender (insbesondere externer) Ungleichgewichte auf ein verhältnismäßig tragfähiges Niveau. Gleichzeitig könnte in einigen Ländern der zunehmende Liquiditätsdruck – sofern es sich dabei um einen geordneten Prozess handelt – die Gefahren einer Überhitzung bannen und damit Wirtschaftswachstum und Konvergenz auf eine solidere Grundlage stellen helfen sowie angesichts sich verschlechternder Finanzierungsbedingungen als Anreiz für essenzielle Wirtschaftsreformen dienen.

## Literaturverzeichnis

- Égert, B. und D. Mihaljek. 2007.** Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe. In: Focus on European Economic Integration 1/07. Wien: Oesterreichische Nationalbank. 52–76.
- Europäische Zentralbank. 2008.** ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area. März. Frankfurt: EZB.
- Europäische Kommission. 2007.** European Economy 7/2007. Brüssel.
- Europäische Kommission. 2007.** Quarterly Report on the Euro Area 6(3). Brüssel.
- Europäische Kommission. 2008.** EU Interim Forecasts: Growth Moderates while Inflation Temporarily Surges. Februar: European Commission. Brüssel.
- Fender, I. und P. Hördahl. 2007.** Markets Hit by Renewed Credit Woes. In: BIS Quarterly Review. Dezember. 1–17.
- Fender, I. und P. McGuire. 2008.** Markets Reprice to Reflect Risks to Growth. In: BIS Quarterly Review. März.
- IWF. 2007a.** Global Financial Stability Report – Financial Market Turbulence: Causes, Consequences and Policies. Oktober.
- IWF. 2007b.** Regional Economic Outlook – Europe: Strengthening Financial Systems. November.
- IWF. 2008a.** Global Financial Stability Report – Market Update. Jänner.
- IWF. 2008b.** World Economic Outlook Update. Februar. Washington D.C.: IWF.
- Kim, S.-J. und E. Wu. 2008.** Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Sector Development in Emerging Markets. Emerging Markets Review 9. 17–39.
- Luengnaruemitchai, P. und S. Schadler. 2007.** Do Economists' and Financial Markets' Perspectives on the New Members of the EU Differ? IWF Working Paper Nr. 07/65. März.
- Weltbank. 2008.** World Bank EU8+2 Regular Economic Report. Jänner.



