

Fortgesetztes Wachstum der Weltwirtschaft bis zur Jahresmitte 2007, aber erhöhte Abwärtsrisiken

Industrielländer: Deutlicher Volatilitätsanstieg auf den Finanzmärkten dämpft Wachstumsaussichten

Regional unterschiedliche Wachstumsdynamik im zweiten Quartal

In den *entwickelten Volkswirtschaften* blieb das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2007 robust. Laut IWF wird die Entwicklung im zweiten Halbjahr 2007 und im Jahr 2008 aufgrund der Finanzmarkturbulenzen sowohl in den USA als auch im Euroraum etwas gedämpfter ausfallen als noch im Sommer 2007 prognostiziert. Der Rohölpreis erreichte im November 2007 ein Allzeithoch von über 95 USD je Barrel Brent. Gemäß Futuresmärkten soll der Rohölpreis bis Ende 2009 sukzessive auf rund 80 USD sinken.

In den *USA* beschleunigte sich das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2007 nach einer sehr schwachen konjunkturellen Dynamik im Vorquartal. Verantwortlich für diese Wachstumsbeschleunigung waren höhere Wachstumsbeiträge der Nettoexporte und der Staatsausgaben. Der Privatkonsum hingegen expandierte nur moderat. Im privaten Wohnungsbau verlangsamte sich zwar der Abschwung, er dämpfte aber wei-

terhin das BIP-Wachstum. Die Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie legten im Oktober 2007 im Vorjahresvergleich mit 2,2% in etwa gleich stark zu wie in den beiden vorangegangenen Quartalen; unter Einschluss dieser beiden Kategorien beschleunigte sich jedoch die Inflation im Vorjahresvergleich nach dem heurigen Tiefstwert von 2,0% im August deutlich auf 3,5% im Oktober 2007.

Der lang anhaltende Preisanstieg bei den US-Immobilien kam zu einem Stillstand. Dies und die höheren Kreditkosten haben zu Zahlungsausfällen und Zwangsverkäufen, insbesondere bei privaten Haushalten mit schlechter Bonität (Subprime), geführt und einige Finanzinstitute in Schwierigkeiten gebracht. Aufgrund des beträchtlichen ausstehenden Volumens an Kreditderivaten, die auf Hypothekarkrediten basieren, und der Unsicherheit, wer in welchem Ausmaß problematische, mit verbrieften Hypothekarkrediten hinterlegte Vermögenswerte hielt, kam es ab Mitte Juli 2007 zu einem allgemeinen Vertrauensverlust und damit zu einem Übergreifen der US-amerikanischen Subprime-Krise auf die internationalen Finanzmärkte.

Tabelle 1

Wirtschaftsprognosen des IWF vom April und Oktober 2007

	BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)				Verbraucherpreisinflation (in % zum Vorjahr)			
	2007		2008		2007		2008	
	Apr. 07	Okt. 07	Apr. 07	Okt. 07	Apr. 07	Okt. 07	Apr. 07	Okt. 07
Industrielländer	2,5	2,5	2,7	2,2	1,8	2,1	2,1	2,0
USA	2,2	1,9	2,8	1,9	1,9	2,7	2,5	2,3
Euroraum	2,3	2,5	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Japan	2,3	2,0	1,9	1,7	0,3	0,0	0,8	0,5

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

Ausgehend vom privaten Konsum und den rückläufigen Wohnbauinvestitionen, die beide durch restriktivere Kreditbedingungen geschwächt werden, dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den USA im Gesamtjahr 2007 laut IWF auf 1,9% verlangsamen und mit 1,9% auch im Jahr 2008 gedämpft ausfallen (Tabelle 1), wobei das Hauptrisiko in fortgesetzten Finanzmarkturbulenzen gesehen wird.

Im *Euroraum* ließ im zweiten Quartal 2007 das Wirtschaftswachstum nach, wobei der private Konsum nach dem Ausfall im Vorquartal wieder als Konjunkturmotor fungierte. Während eine steigende Sparquote dämpfend auf die zukünftige Dynamik des privaten Konsums wirkt, spricht der Anstieg der Erwerbstätigkeit bzw. die sinkende Arbeitslosigkeit für eine Expansion. Die Teuerungsrate überschritt im September 2007 wieder die 2-Prozent-Marke, nachdem sie ein Jahr lang darunter gelegen hatte; im Oktober stieg sie weiter auf 2,6%. Der IWF rechnet mit einer schwächeren Konjunkturdynamik bis ins Jahr 2008, während die Inflationsrate bei 2% bleiben dürfte. Der EZB-Rat beschloss im Juni 2007 eine Leitzinsanhebung und begründete dies sowohl mit dem günstigen wirtschaftlichen Umfeld als auch mit den potenziellen Risiken für die Preisstabilität. Anfang Oktober 2007 wurde die Einschätzung, dass die Geldpolitik noch akkomodierend sei, fallengelassen.

In *Japan* schrumpfte das reale BIP im zweiten Quartal 2007 das erste Mal seit drei Quartalen im Quartalsabstand um 0,3%, da die Exportdynamik deutlich nachließ. Wachstumsimpulse kamen von den Unternehmensinvestitionen; auch der private Verbrauch legte zu. Die japanische

Zentralbank sieht die Wirtschaft weiterhin auf einem von der Inlandsnachfrage getragenen moderaten Wachstumspfad. Der IWF prognostiziert für das Jahr 2008 ein Wachstum von 1,7%, womit das reale BIP im achten Jahr in Folge zulegen würde. Mittelfristig sollte der Trend einer leicht steigenden Inflationsrate anhalten. Als Abwärtsrisiken gelten ein kräftiger Wirtschaftsabschwung in den USA und negative Auswirkungen der US-Hypothekenmarktkrise auf die Ertragslage im japanischen Bankensystem.

Angesichts der Finanzmarkturbulenzen bieten Zentralbanken Liquiditätshilfen; Zinsen in den USA gesenkt, im Euroraum und im Vereinigten Königreich unverändert belassen

Als Konsequenz auf die Finanzmarkturbulenzen haben wichtige Zentralbanken die Liquidität auf den *Geldmärkten* mehrmals ab August erhöht, was die Märkte teilweise beruhigte. In den USA senkte die Notenbank im August 2007 den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 5,75%. Am 18. September 2007 senkte sie sowohl den Diskontsatz als auch den geldmarktrelevanten Taggeldsatz um jeweils 50 Basispunkte auf 5,25% bzw. 4,75%. Nach dieser ersten Leitzinssenkung seit vier Jahren folgte am 31. Oktober 2007 eine weitere Leitzinssenkung um 25 Basispunkte auf 4,50%. Nachdem die EZB im Juni 2007 die Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 4,0% angehoben und somit seit Dezember 2005 verdoppelt hatte, ließ sie den Leitzinssatz unverändert. Auch die Bank of England hielt ihren Leitzinssatz nach einer Erhöhung um 25 Basispunkte Anfang Juli 2007 unverändert bei 5,75%.

Auf dem *Staatsanleihemarkt* kam es in den USA im Gefolge der US-Hypothekenmarktkrise zu einem Rückgang der Rendite der Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit von 5,1% Anfang Juli 2007 auf 4,3% Mitte September 2007, da die Anleger in die Staatsanleihen als „sicheren Hafen“ flüchteten. Erst in den Tagen unmittelbar vor der Leitzinssenkung am 18. September 2007 begannen diese Renditen wieder zu steigen und erreichten Mitte Oktober 2007 4,7%. In einer weiteren Welle der Finanzmarkturbulenzen, die vor allem mit den Verlautbarungen des Wertberichtigungsbedarfs der Großbanken im Zusammenhang stand, sanken diese Renditen bis Mitte November auf 4,15%. Die Zinsstruktur blieb in den USA im Laufzeitbereich bis zu zehn Jahren trotz der Leitzinssenkungen weiterhin invers. Im Euroraum stiegen die Zinsen entlang des gesamten Laufzeitspektrums um rund 25 Basispunkte etwa gleich stark wie die Leitzinsen. Die Laufzeitprämien waren daher zuerst kaum verändert, gaben jedoch im Zuge der Finanzmarkturbulenzen, insbesondere Mitte September und Mitte November 2007, markant nach und lagen deutlich niedriger als im langjährigen Durchschnitt. Mitte November 2007, überstieg die Rendite der Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit im Euroraum erstmals seit April 2004 jene der US-Staatsanleihe. Die an den Ergebnissen der Consensus-Umfrage gemessenen langfristigen Inflationserwartungen blieben im Euroraum und in den USA stabil.

Die *Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen* für Schuldner mit bester Bonität (AAA) und schlechter eingestufte (BBB) Emittenten im Euroraum lagen Mitte November 2007

um 10 bzw. 40 Basispunkte höher als Anfang Juli 2007. Sie blieben damit jedoch auf einem im langjährigen Vergleich niedrigen Niveau, was auf die sehr gute Gewinnlage der Unternehmen zurückzuführen sein dürfte. Die 10-jährigen *Swapsreads* im Euroraum stiegen von 23 Basispunkten Anfang Juli 2007 bis Mitte August deutlich auf 34 Basispunkte an und nach einer leichten Erholung erneut auf 32 Basispunkte bis Mitte November 2007; sie lagen damit um etwa 10 Basispunkte höher als Anfang Juli, entsprechend den Spreads bei den AAA-eingestuften Unternehmensanleihen. In den USA war die Schwankung der 10-jährigen *Swapsreads* allerdings noch größer, da hier ein Anstieg von 59 Basispunkten Anfang Juli 2007 bis auf 84 Basispunkte Mitte August und nach einer leichten Erholung erneut auf 79 Basispunkte bis Mitte November 2007 erfolgte. Mitte November 2007 lag dieser Spread also um 20 Basispunkte höher als Anfang Juli 2007 und weiterhin deutlich höher als im Euroraum.

Auf den *Aktienmärkten* in den USA brachen die Kurse ab Mitte Juli 2007 ein, begannen jedoch in den Tagen unmittelbar vor der Leitzinssenkung am 18. September 2007 wieder zu steigen und erreichten Mitte Oktober erneut ein Allzeithoch. Danach folgte ein neuerlicher Einbruch, der bis Mitte November 2007 auf Werte nur leicht über den Tiefständen von Mitte August 2007 führte. Im Euroraum verzeichnete der Euro STOXX 50 eine parallele Wellenbewegung. Die auf Basis umfassender Aktienindizes berechneten Gewinnrenditen befanden sich zuletzt allerdings sowohl im Euroraum als auch in den USA weiterhin in der Nähe ihrer historischen Mittelwerte seit dem Jahr 1990.

Starke Schwankungen auf den *Devisenmärkten* waren Teil der jüngsten Finanzmarkturbulenzen. Während der US-Dollar zu Beginn der Turbulenzen gegenüber dem Euro zulegen konnte, setzte bald eine Gegenbewegung ein, die die ursprünglichen Kursbewegungen merklich überkompensierte. Anfang November 2007 erreichte der Euro Rekordwerte seit seiner Einführung Anfang 1999 von 1,47 USD je Euro. Damit hat der Euro gegenüber dem US-Dollar innerhalb eines Jahres rund 15 % an Wert gewonnen. Vor allem der japanische Yen zeigte aufgrund der Finanzmarkturbulenzen überdurchschnittliche Kursbewegungen, was auf sogenannte „carry trades“¹ zurückgeführt werden kann. Kursgewinne von Mitte Juli 2007 bis Mitte August 2007 gegenüber dem US-Dollar und dem Euro aufgrund der Auflösung von „carry trades“ wurden bis Mitte Oktober teilweise wieder rückgängig gemacht. Danach folgte bis Mitte November 2007 eine zweite Welle von Kursgewinnen vor allem gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber dem Euro. Die Mitte November 2007 erreichten Werte von 110 JPY je US-Dollar waren zuletzt im Herbst 2005 notiert worden.

Aufstrebende Märkte: Ungebrochene Konjunktur, Nettokapitalzufluss aus dem Ausland an den Privatsektor erreicht 2007 Spitzenwert

Konjunktur ungebrochen bei rückläufigen Leistungsbilanzüberschüssen

Der IWF rechnet für die *aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Market Economies – EMEs)*² mit einem realen BIP-Wachstum im Jahr 2007 von 8,1 %, gleich hoch wie im Vorjahr, und mit einer Abschwächung im Jahr 2008 auf 7,4 %, was jedoch weiterhin über dem langfristigen Durchschnitt dieser Ländergruppe von 6,5 % liegt. Nur für Afrika wird im Vergleich zum Jahr 2006 eine Wachstumsbeschleunigung gesehen (von 5,6 % auf 6,5 % im Jahr 2008), während für Zentral-, Ost- und Südosteuropa (hier ohne Ukraine und Russland) sowie Lateinamerika bereits ab 2007, für die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) und die Entwicklungsländer Asiens ab 2008 eine Wachstumsverlangsamung erwartet wird. Mit einer Verbesserung der Leistungsbilanz wird in beiden Jahren ausschließlich in der Gruppe der Entwicklungsländer Asiens gerechnet. Die laut IWF 2007 von 5,0 % auf 5,9 % anziehende Inflation dürfte im Jahr 2008 auf 5,3 % sinken. Die seit Juli 2007 von den USA ausgehenden anhaltenden Finanzmarkturbulenzen haben den wirtschaftlichen Ausblick insgesamt wenig beeinträchtigt, wobei von Spillover-Effekten Mexiko und einige Länder in Asien stärker

¹ „Carry trades“ sind auf Arbitrageabschöpfung zielende Geschäfte, bei denen sich Finanzinvestoren in einem Währungsraum mit niedrigeren Zinsen verschulden und in einem Währungsraum mit höheren Zinsen anlegen und somit einen Abwertungsdruck auf die Refinanzierungswährung sowie einen Aufwertungsdruck auf die Veranlagungswährung erzeugen.

² Nicht dazu zählen die „neu industrialisierten Volkswirtschaften Asiens“ (Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur), für die vom IWF nach 5,3 % im Jahr 2006 eine leichte Wachstumsabschwächung auf 4,9 % im Jahr 2007 und 4,6 % im Jahr 2008 erwartet wird.

betroffen sein dürften. Die Verwundbarkeit durch Änderung der äußeren Rahmenbedingungen ist jedoch insbesondere in EMEs (z. B. in Zentral- und Südosteuropa) mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, deren Finanzierung stark vom Zufluss aus Bankmitteln abhängt, nicht zu vernachlässigen.

In den *Entwicklungsländern Asiens* erwartet der IWF für 2007 eine Fortsetzung des robusten Wirtschaftswachstums von 9,8%, getragen von der Binnen- und der Außenwirtschaft, jedoch für 2008 eine leichte Abschwächung auf 8,8%. Für die Wirtschaft Chinas hob der IWF seine Prognose für 2007 auf 11,5% an. Die Verbraucherpreis-inflation im Jahresabstand stieg in China von 1% im Juli 2006 auf 6,5% im August 2007. Diese höchste Inflationsrate seit mehr als einem Jahrzehnt liegt deutlich über dem Zielwert von 3% und findet politisch große Aufmerksamkeit, da Phasen hoher Inflation oft zu politischen Turbulenzen geführt haben. Der IWF erwartet mit einer Wachstumsrate von 10,0% im Jahr 2008 einen partiellen Erfolg der Bemühungen der Behörden, mit einer strafferen Geld- und Fiskalpolitik das Wachstum auf 9% zu drosseln. Für Indien rechnet er nach 9,7% Wachstum im Jahr 2006 mit einer Verlangsamung bereits im Jahr 2007 (auf 8,9%), gefolgt von 8,4% im Jahr 2008.

In *Lateinamerika* dürften sich die deutlichen Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern laut Einschätzung des IWF im Jahr 2007 dadurch verringern, dass sich in Brasilien und Chile das Wachstum auf 4,4% bzw. 5,9% beschleunigt,

während es sich in Argentinien, Kolumbien, Peru, Venezuela und der Karibik auf 6% bis 8% abbremst. Allerdings verlangsamt sich das Wachstum aufgrund der Abschwächung der US-Wirtschaft auch in Mexiko von 4,8% auf nur 2,9%. Für diese Region insgesamt rechnet der IWF daher mit einer moderaten Verlangsamung des realen Wachstums von 5,5% (2006) auf 5,0% (2007) und – aufgrund der weiteren Abschwächung des Tempos bei den rasch expandierenden Volkswirtschaften – auf 4,3% (2008), verbunden mit einer Passivierung der Leistungsbilanz im Jahr 2008.

In *Afrika*³ (und insbesondere in *Subsahara-Afrika*) erwartet der IWF eine Wachstumsbeschleunigung von 5,6% bzw. 5,7% (2006) auf 6,5% bzw. 6,8% (2008), angetrieben von den Erdölexporturen Angola und Nigeria. Aber auch die erdölimportierenden Länder dürften wie im Vorjahr auch 2007 und 2008 mit etwa 5% wachsen. Die Inflation bleibt moderat, mit der Ausnahme von Zimbabwe. Da die meisten Länder deutliche Leistungsbilanzdefizite ausweisen und von den Erdölexporturen geringere Überschüsse erwirtschaftet werden, wird sich das Leistungsbilanzdefizit Subsahara-Afrikas von 0,3% des BIP (2006) auf 3,0% (2007) bzw. 1,6% (2008) ausweiten.

Im *Nahen Osten* erwartet der IWF nach 5,6% (2006) in den Jahren 2007 und 2008 ein stabiles Wachstum von 5,9%, wobei das erdölimportierende Ägypten weiterhin mit etwa 7% deutlich überdurchschnittlich wachsen dürfte (bei zugleich leichtem Leistungsbilanzüberschuss). Trotz hoher Rohölpreise werden die Haushalts-

³ Nicht eingerechnet sind hier Libyen und Ägypten, die zur Ländergruppe des Nahen Ostens gezählt werden.

und Leistungsbilanzüberschüsse der Erdölexporture aufgrund von Infrastruktur- und Sozialausgaben sowie Investitionen in die Erdölindustrie sinken.

In der *Türkei* wird sich laut IWF das reale BIP-Wachstum nach 6,1 % (2006) im Jahr 2007 weiter auf 5,0% verlangsamen, 2008 jedoch wieder auf 5,3% beschleunigen. Wachstumsstütze sind die erholten Exporte, während die Inlandsnachfrage durch die seit Mitte 2006 zwecks Inflationsbekämpfung (nach Abwertung) restriktive Geldpolitik und das schwächere Kreditwachstum gedämpft wird. Das im Jahr 2006 trotz schwächerer Landeswährung auf knapp 8% des BIP gestiegene Leistungsbilanzdefizit wird laut IWF bis zum Jahr 2008 nur moderat sinken.

Direktinvestitionszuflüsse aus dem Ausland an den privaten Sektor boomen, aber Nettokapitalabflüsse aus dem öffentlichen Sektor an das Ausland weiterhin hoch

In vielen EMEs und Entwicklungsländern ist es in den vergangenen Jahren zu historisch hohen *Nettokapitalzuflüssen an den privaten Sektor* gekommen. Für das Jahr 2007 rechnet der IWF mit einer Verdopplung. Wie üblich dominieren Nettozuflüsse an Direktinvestitionen. Hinzu kommen wie im Vorjahr stark steigende Nettozuflüsse an Krediten, während bei den Portfolioinvestitionen die Wertpapierveranlagungen des Privatsektors der Entwicklungsländer Asiens die gesamten Nettozuflüsse niedrig ausfallen lassen. Im Jahr 2008 dürfte der gesamte Nettokapitalzufluss an den privaten Sektor in den EMEs zurückgehen, da sich die Nettozuflüsse

Tabelle 2

Nettokapitalzuflüsse in Emerging Market Economies und Entwicklungsländer¹

in Mrd USD

	2003	2004	2005	2006	2007 ²	2008 ²
Nettokapitalzufluss an den Privatsektor	168,3	239,4	271,1	220,9	495,4	291,3
Nach Instrumenten						
Direktinvestitionen	164,4	191,5	262,7	258,3	302,2	293,9
Portfolioinvestitionen	-11,7	21,1	23,3	-111,9	20,6	-93,1
Andere Nettokapitalflüsse (v. a. Kredite)	14,5	25,1	-17,0	73,6	171,0	88,8
Nach Regionen (Länder)						
Europa	53,7	75,3	116,1	122,4	140,5	145,5
GUS	18,3	7,6	34,4	58,8	82,4	42,8
Naher Osten	1,7	-22,1	-24,5	-28,1	-10,6	4,5
Afrika	7,0	17,2	26,5	17,3	42,1	45,9
Asien	65,3	146,8	83,3	40,5	157,2	5,1
Lateinamerika und Karibik	22,2	14,5	35,3	9,9	83,7	47,5
Nettokapitalzufluss an den öffentlichen Sektor³	-48,7	-67,2	-146,4	-165,8	-132,1	-141,2
Nachrichtlich						
Leistungsbilanzsaldo	227,7	298,3	522,4	691,7	689,9	715,8
Veränderung der Währungsreserven ⁴	-359,7	-509,2	-595,3	-754,2	-1085,3	-887,1
davon China	-117,2	-206,3	-207,0	-247,0	-490,0	-410,0

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

¹ Dargestellt sind aggregierte Zahlungsbilanzdatensätze von 131 Nichtindustrieländern, darunter die wirtschaftlich dominierenden 44 EMEs. Europa = Zentral- und Osteuropa exklusive europäische GUS-Staaten und inklusive Türkei. Asien = einschließlich Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan.

² Prognose.

³ Minus: Nettokapitalabfluss aus den Entwicklungsländern in die Industrieländer.

⁴ Minus: Anstieg.

an Krediten abschwächen und Nettoabflüsse bei den Portfolioinvestitionen stattfinden dürften.

Direktinvestitionen bilden in jeder Region mit Ausnahme der GUS die bedeutendste Art des Nettokapitalzuflusses an den privaten Sektor in EMEs und Entwicklungsländern. *Nettozuflüsse an Krediten* dürften in der GUS die bei weitem bedeutendste externe Finanzierungsquelle und in Zentral-, Ost- und Südosteuropa und in Asien etwa gleich bedeutend wie die Direktinvestitionen sein. Auf diese drei Regionen entfallen auch sämtliche Nettozuflüsse aus dieser Quelle, während im Nahen Osten und in Lateinamerika erneut ein Nettoabfluss an diesen Finanzmitteln stattfinden wird. Bei den *Portfolioinvestitionen* dürften Nettozuflüsse nur für Afrika (wie schon im Vorjahr) und für Lateinamerika eine größere Bedeutung erlangen; dieser Nettozufluss wird jedoch von dem Nettoabfluss aus Asien weit übertroffen.

Zentral-, Ost- und Südosteuropa, die einzige unter diesen Regionen, die kontinuierlich ein hohes *Leistungsbilanzdefizit* aufweist, dürfte wie die beiden Jahre zuvor auch 2007 (gemeinsam mit den Entwicklungsländern Asiens) und 2008 den größten Anteil an den Nettokapitalzuflüssen an den privaten Sektor anziehen. Nur im Nahen Osten kommt es seit Jahren zu Nettokapitalabflüssen des Privatsektors (Veranlagung der Petrodollars); erst 2008 wird auch hier ein Nettozufluss erwartet. In allen ande-

ren Regionen besteht schon seit dem Jahr 2005 die Kombination aus *Leistungsbilanzüberschüssen* und Nettokapitalzuflüssen an den Privatsektor, eine Entwicklung die auch 2007 und 2008 anhalten dürfte, mit Ausnahme davon, dass sich in Afrika der Leistungsbilanzüberschuss in ein Defizit drehen dürfte.

In jeder Region gab es im Jahr 2006 einen *Nettokapitalabfluss des öffentlichen Sektors ohne Zentralbank* (Rückzahlungen von Auslandsschulden sowie Veranlagungen); mit Ausnahme von Afrika dürfte sich dies in den Jahren 2007 und 2008 wiederholen. Für jede Region wird wie im Jahr 2006 auch 2007 und 2008 ein weiterer *Aufbau von Währungsreserven* erwartet, insbesondere in den Entwicklungsländern Asiens, die ja auch den größten absoluten Leistungsbilanzüberschuss verzeichnen.

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

Ende März 2007 erreichten die Forderungen der österreichischen Banken⁴ bereits fast 9% des nominellen BIP der Empfängerländer in Zentral-, Ost- und Südosteuropa sowie der Türkei und waren damit höher als die Bankenforderungen jedes anderen Landes an diese Region. Fast ein Fünftel der Forderungen sämtlicher an die BIZ meldenden Banken an diese Region entfielen auf österreichische Banken.

⁴ Bei der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ wird die BA-CA-Gruppe nicht zu den österreichischen Banken gezählt, da sie nicht in österreichischem Mehrheitseigentum steht.

Tabelle 3

Forderungen der an die BIZ meldenden Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa sowie der Türkei¹

in % des BIP des Empfängerlandes

	AT	DE	IT	FR	NL	SE	BE	UK	Europa ²	US	JP
Zentral-, Ost- und Südost-europa plus Türkei	8,8	7,0	6,6	4,2	2,7	3,1	3,5	1,6	43,9	2,2	0,7
EU-Mitgliedstaaten Zentral-, Ost- und Südosteuropas (ohne Baltikum)											
Bulgarien	11,2	4,4	14,5	3,6	1,3	0,0	0,4	0,4	59,9	1,2	0,2
Tschechische Republik	25,9	5,0	8,5	17,1	2,9	0,0	20,6	2,1	83,6	2,2	0,5
Ungarn	22,7	22,2	16,4	4,6	3,8	0,2	11,1	1,3	87,5	2,4	1,0
Polen	3,1	8,5	11,3	2,5	6,0	0,6	3,5	0,5	45,3	2,9	1,1
Rumänien	24,2	14,3	6,3	10,5	3,9	0,1	0,3	0,3	69,5	1,2	0,1
Slowakische Republik	39,8	4,5	26,2	2,6	6,2	0,1	14,6	0,8	95,3	2,5	0,1
Slowenien	25,4	12,9	7,9	5,6	1,7	0,0	5,8	0,6	61,9	0,9	0,7
Sonstige Länder Zentral-, Ost- und Südosteuropas											
Kroatien	60,5	9,3	55,1	16,7	0,4	0,0	0,6	0,9	145,1	0,3	1,0
Ukraine	7,7	2,7	1,1	5,7	2,1	0,3	0,2	0,1	23,3	0,7	0,3
Russland	1,3	3,5	1,3	0,9	1,3	0,3	0,1	0,9	11,3	1,3	0,6
Türkei	0,2	4,0	..	2,9	1,7	0,1	3,3	3,1	22,9	3,6	0,6

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

Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIS Quarterly Review September 2007, Table 9B). Diese umfassen bei jeder Bank die Forderungen (in sämtlichen Währungen) der Mutter- und der Tochtergesellschaften gegenüber Schuldern außerhalb des Konzerns in den jeweiligen Ländern. Die Forderungen der österreichischen Banken enthalten in dieser konsolidierten Betrachtung nicht die Forderungen der BA-CA-Gruppe.

¹ Ende März 2007.

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

Im Vergleich zu den Banken anderer Länder hielten die österreichischen Banken gegenüber der Tschechischen Republik, der Slowakei, Ungarn, Rumänien, Kroatien und der Ukraine den höchsten Forderungsstand, gegenüber Bulgarien und Russland den zweithöchsten (nach Italien bzw. Deutschland). Im Fall der Slowakei, Rumäniens, Kroatiens und der Ukraine sind die Forderungen von sämtlichen an die BIZ meldenden Banken mit einem Anteil von mehr als 30% in besonderem Ausmaß auf die österreichischen Banken konzentriert; dies trifft auch auf das Mitgliedsland des Euroraums Slowenien zu.

Eurobonds geprägt von der globalen Nervosität auf den Finanzmärkten

Nach den Turbulenzen im Mai und Juni 2006 und der anschließenden

Erholung blieb die Entwicklung auf dem internationalen Eurobondmarkt bis Juni 2007 positiv. So verringerte sich der durchschnittliche Renditeabstand von in US-Dollar bzw. Euro denominierten Staatsanleihen von Emittenten aus aufstrebenden Märkten gegenüber den Benchmarkanleihen, gemessen am (Euro-)EMBI Global von J. P. Morgan, im zweiten Quartal um etwa 20 (US-Dollar) bzw. 10 (Euro) Basispunkte. Insbesondere die Krise auf dem US-amerikanischen Hypothekenmarkt führte dann jedoch zu einer Umkehrung der Entwicklung, sodass sich der durchschnittliche Renditeabstand von Ende März bis Ende September 2007 insgesamt um 44 (US-Dollar) bzw. 12 (Euro) Basispunkte vergrößerte.

Nachdem der durchschnittliche Renditeabstand von in Euro denominierten Staatsanleihen von Juni bis Mitte August um 40 (Euro) Basispunkte

Tabelle 4

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
	28. Sep. 2007	28. Sep. 2007	Änderung seit 31. März 2007	seit 31. März 2007	28. Sep. 2007	28. Sep. 2007	28. Sep. 2007	28. Sep. 2007	Änderung seit 31. März 2007	seit 31. März 2007	28. Sep. 2007	28. Sep. 2007
Gesamtindex	100,0	214	44	1,1	BB+	7,13	99,2	72	12	0,2	BBB+	4,92
Afrika	2,0	279	-15	3,2	BBB	4,61	3,7	91	25	-0,6	BBB+	5,25
Asien	16,7	178	36	1,9	BB+	6,55	4,6	89	28	0,1	BBB	3,84
Europa	25,1	167	20	2,4	BBB-	6,66	71,7	59	10	0,3	BBB+	5,48
Lateinamerika	53,3	227	54	0,3	BB+	7,76	19,2	117	21	0,0	BBB-	4,76
Naher Osten	2,9	541	117	-0,7	B-	4,82

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

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

auf das höchste Niveau der letzten zwölf Monate und jener von in US-Dollar denominierten Bonds um 105 (US-Dollar) Basispunkte auf ein Zwei-Jahres-Hoch gestiegen waren, verengten sich die Spreads bis Ende September 2007 wieder um 43 (US-Dollar) bzw. 16 (Euro) Basispunkte.

Von Ende September bis Mitte Oktober 2007 ging der durchschnittliche Renditeabstand weiter um 20 (US-Dollar) bzw. 8 (Euro) Basispunkte zurück, stieg dann jedoch bis Mitte November 2007 wieder um 47 (US-Dollar) bzw. 16 (Euro) Basispunkte an – eine Wellenbewegung, die den Bewegungen auf den anderen Segmenten des internationalen Finanzmarktes entsprach.

Die Tatsache, dass trotz der angestiegenen Renditeabstände die Gesamterträge von Ende März bis Ende September bei beiden Indizes positiv waren, zeigt, dass die aufstrebenden Märkte von der Krise nur begrenzt getroffen wurden. Der in US-Dollar denominierte EMBI Global führte zu einem (nicht annualisierten) Gesamtertrag von über 1%, während der

Euro-EMBI Global lediglich 0,2% erbrachte. Die unterschiedliche Ertragsentwicklung dieser beiden Indizes ist u. a. mit der ungleichen Entwicklung der jeweils zugrunde liegenden Benchmarkanleihen zu erklären.

Im Unterschied zu den letzten Berichtsperioden stand im jetzigen Untersuchungszeitraum der Anstieg der Renditeabstände mit der Entwicklung der Fundamentaldaten (gemessen am durchschnittlichen Rating) auf der Ebene der Gesamtindizes nicht wirklich im Einklang. Wenngleich für die in den beiden Indizes (EMBI Global und Euro-EMBI Global) enthaltenen Länder die Anzahl der Ratingheraufstufungen (durch die drei größten Ratingagenturen) im ersten und zweiten Quartal 2007 deutlich niedriger war als im gleichen Zeitraum im Jahr 2006, überstieg sie die Anzahl der Ratingherabstufungen deutlich. (Unter den in den Indizes enthaltenen zentral-, ost- und südosteuropäischen Ländern gab es nur bei Polen eine Änderung, und zwar ein Upgrade durch Standard & Poor's von BBB+

auf A–). Dennoch sank nach dem Ausbruch der Krise auf dem US-Hypothekenmarkt die Nachfrage nach von souveränen Schuldnern aus den aufstrebenden Märkten begebenen Eurobonds. Die so divergierenden Tendenzen zwischen der Entwicklung der Fundamentaldaten und jener der Renditeabstände können (unter der Annahme angemessener Ratings) entweder als eine temporär überschießende negative Marktreaktion im Zuge einer Ansteckung interpretiert werden, oder aber als anhaltende Korrektur einer zuvor bestehenden übermäßigen Risikoneigung der Investoren. (Im dritten Quartal gab es trotz der Finanzkrise weitere Ratingheraufstufungen für EMEs, insbesondere Brasilien, China und Peru).

So wie in Phasen rückläufiger Renditeabstände die von *aufstrebenden Volkswirtschaften in Europa* (wie z. B. zentral-, ost- und südosteuropäischen EU-Mitgliedstaaten und Kandidatenländern) begebenen Eurobonds in der Regel gegenüber dem Gesamtindex unterdurchschnittlich abschneiden (d. h., 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 die Länder mit den schlechtesten Ratings in dieser Gruppe, wie Serbien, die Ukraine oder Russland.

Zentral-, Ost- und Südosteuropa: Die internationalen Finanzmarkturbulenzen führen zur Korrektur des Leu nach starkem Anstieg im ersten Halbjahr

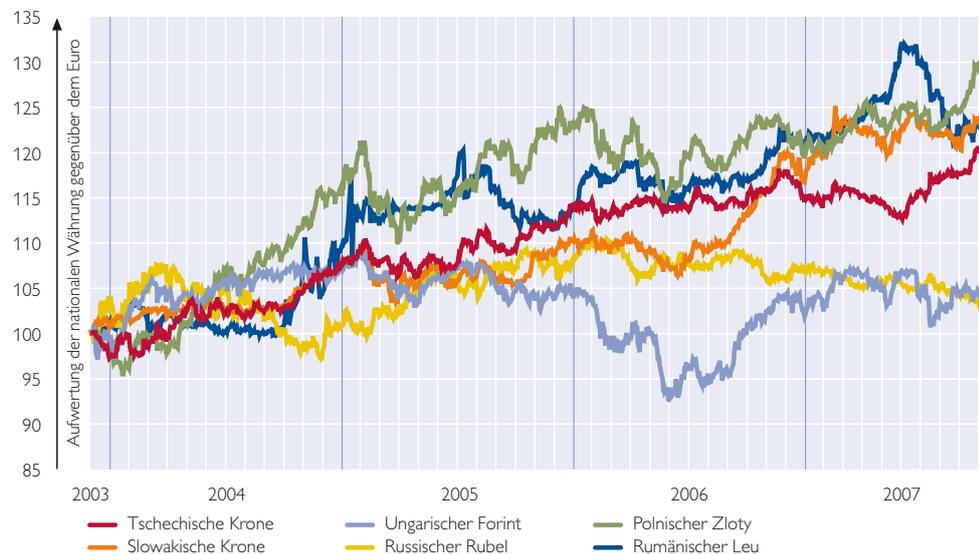
Der Wertverlust von *Ende März bis Ende September 2007* hielt sich bei den meisten hier untersuchten Währungen in Grenzen und einige konnten sich gegenüber dem Euro sogar festigen. Den höchsten Zugewinn verbuchte in diesem Zeitraum der polnische Zloty (+2,5% gegenüber dem Euro). Während sein Wertanstieg fast genau so stark wie in der vorherigen Berichtsperiode (Ende September 2006 bis Ende März 2007) war, beschleunigte sich die Aufwertung der Tschechischen Krone von 1,1% auf 1,7%. Die kroatische Kuna, die von den Marktunruhen kaum betroffen war, legte nach einer Abwertung in den Herbst- und Wintermonaten zwischen April und Ende September 2007 dank der touristischen Hochsaison 1,8% zu. Leicht festigen konnte sich auch der rumänische Leu (+0,3%), wobei allerdings markant gegenläufige Entwicklungsphasen zu konstatieren waren. Gegenüber dem Euro verloren in der Berichtsperiode die Slowakische Krone (–1,6%), der ungarische Forint (–1,2%) und der russische Rubel (–2%) an Wert. Die Abwertung des Rubel gegenüber dem Euro ist das Ergebnis der Orientierung an einem USD-EUR-Währungskorb, wodurch der Rubel den Wertverlust des US-Dollar gegenüber dem Euro partiell mitvollzieht. Der bulgarische Lev blieb im Rahmen des Currency-Board-Regimes auch während der Finanzmarkturbulenzen fest.

In der ersten Hälfte der Berichtsperiode von *Ende März 2007 bis zum Ausbruch der internationalen*

Grafik 1

Wechselkurs nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dezember 2003 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: Index auf Basis Euro je Einheit nationaler Währung.

Finanzmarkturbulenzen im Juli setzten die Slowakische Krone, der Zloty, der Forint und der Leu ihre vorherige längerfristige Aufwertungsbewegung fort. Besonders ausgeprägt war die Aufwertung beim Leu, der zwischen Ende März und Anfang Juli 2007 um 7% zulegte und damit das höchste Niveau seit dem Jahr 2002 erreichte. Diese Aufwertungsphase wurde in allen Ländern zwischen Anfang Mai 2007 (im Fall der Slowakei Anfang April) und Anfang Juni 2007 unterbrochen, als es angesichts der steigenden Zinsen in den USA und im Euroraum sowie politischer Unsicherheiten bezüglich der Türkei und Polens zu einer temporären Portfolioumschichtung kam.

Insbesondere zwischen Mitte Juli und Mitte August 2007 wirkte sich die US-Hypothekenmarktkrise auf die hier untersuchten Währungen aus. Der polnische Zloty und die Slowakische Krone verloren zwischen dem 24. Juli und dem 17. August

2007 etwa 2% gegenüber dem Euro. Am stärksten betroffen waren jedoch der ungarische Forint und der rumänische Leu, die im gleichen Zeitraum etwa 5,4% bzw. 4,2% verloren. Gründe dafür sind der trotz erster Erfolge immer noch in einem relativ frühen Stadium befindliche und innenpolitisch umstrittene wirtschaftliche Stabilisierungsprozess in Ungarn, das hohe und heuer stark gestiegene Leistungsbilanzdefizit in Rumänien sowie der relativ hohe Anteil von kurzfristigem Kapital auf den Devisenmärkten in beiden Ländern. Während sich der ungarische Forint und der polnische Zloty seit Mitte August 2007 wieder erholten und ihren Verlust zum Teil (Forint) oder zur Gänze (Zloty) wieder wettmachen konnten, werteten der Leu und in einem viel geringeren Ausmaß auch die Slowakische Krone weiter ab. Damit mussten der Leu und die Slowakische Krone zwischen Mitte Juli und Ende September 2007 insgesamt eine Ab-

wertung gegenüber dem Euro um gut 7% bzw. 2,5% hinnehmen. Dennoch waren bei allen gerade beschriebenen Währungen die Wechselkursverluste deutlich kleiner als in vielen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften oder auch Industrieländern; so verloren z. B. der brasilianische Real 9%, der thailändische Baht 7% und der Neuseeland-Dollar sowie die Isländische Krone etwa 12% gegenüber dem Euro. Darüber hinaus gab es unter den hier untersuchten Währungen eine bemerkenswerte Ausnahme: die Tschechische Krone, die nach einer Abwertungsphase seit Jahresanfang 2007 von Mitte Juli bis Ende September 2007 um etwa 4% gegenüber dem Euro aufwertete. Diese Entwicklung resultiert daraus, dass die Tschechische Krone als eine der Refinanzierungswährungen für sogenannte „carry trades“ dient. Sowohl das momentan relativ niedrige Zinsniveau in der Tschechischen Republik (anhaltend negative Differenz zum Euroraum) als auch das als begrenzt eingeschätzte Wechselkurs- und Zinsanstiegsrisiko motivierten Investoren zur Verwendung der Tschechischen Krone als Refinanzierungswährung. Mit der Änderung der Risikoneigung der Investoren seit Mitte Juli 2007 wurden „carry trades“ zurückgefahren und die Tschechische Krone konnte daher in diesem Zeitraum deutlich zulegen.

Von Ende September bis Mitte November 2007 werteten die Tschechische Krone und der polnische Zloty gegenüber dem Euro weiter auf (+3,4% bzw. +2,9%) und auch die Slowakische Krone begann erneut aufzuwerten (+2,4%), während der ungarische Forint etwas nachgab (-1,5%) und der rumänische Leu weiter deutlich an Wert verlor (-3,3%).

Fundamentale Einflussfaktoren der Wechselkursentwicklung

In den meisten zentral-, ost- und südosteuropäischen Ländern blieb das *Wirtschaftswachstum* auch im ersten Halbjahr 2007 sehr robust; teilweise beschleunigte es sich im Vergleich zum Gesamtjahr 2006 sogar (Polen, Slowenien, Slowakei, Bulgarien und Kroatien). Das Wachstum war besonders stark im ersten Quartal 2007 (u. a. dank dem für Bautätigkeit sehr günstigen milden Winter), verlor dann aber im zweiten Quartal in der ganzen Region außer in Bulgarien und der Slowakei etwas an Dynamik. Außerordentlich ausgeprägt war der Anstieg der Wachstumsrate im ersten Quartal 2007 in Slowenien, das am 1. Jänner 2007 den Euro einführte. Das BIP-Wachstum in der Region lag im ersten Halbjahr 2007 zwischen knapp 6% und gut 9%. Eine Ausnahme bildete nach wie vor Ungarn, wo sich das Wachstum aufgrund der Sparmaßnahmen der Regierung weiter auf lediglich 1,9% verringerte.

In sämtlichen Ländern mit der Ausnahme Ungarns stützte sich das Wachstum wie bereits im Jahr 2006 auf einen substanziellen Beitrag der *inländischen Nachfrage*, der zudem in Bulgarien und Rumänien den Wachstumsbeitrag der Exporte in besonders hohem Ausmaß übertraf. Unter den inländischen Nachfragekomponenten war im ersten Halbjahr 2007 in den meisten Ländern das Investitionswachstum stärker als das Wachstum des privaten Konsums. Zugleich wuchs jedoch in der Tschechischen Republik und in Bulgarien sowie vor allem in Rumänien der private Konsum stärker als das BIP. Wenn man von der anders gelagerten Entwicklung in Ungarn absieht, wurde die inländische Nachfrage vor allem von einem beschleunigten Wachstum der

Reallöhne (Ausnahme: Kroatien), weiterhin starkem und in manchen Fällen beschleunigtem realem Kreditwachstum, zum Teil erhöhten ausländischen Direktinvestitionen (in der Tschechischen Republik, Kroatien und Slowenien) sowie länderspezifischen einmaligen Effekten (wie z. B. der Steuerpolitik in Slowenien) getragen.

Der *Wachstumsbeitrag der Nettoexporte* war im ersten Halbjahr 2007 in den meisten Ländern negativ und nur noch in der Slowakei und in Ungarn positiv. Eine Verbesserung dieses Wachstumsbeitrags im Vergleich zum ersten Halbjahr wie auch zum Gesamtjahr 2006 gab es nur in Kroatien (in geringerem Ausmaß negativer Beitrag) und in der Slowakei (in höherem Ausmaß positiver Beitrag), da in diesen beiden Ländern das Importwachstum zurückging, während das Exportwachstum stabil blieb (Slowakei) oder sich nur leicht abschwächte (Kroatien). In den meisten anderen Ländern (Ausnahme: Slowenien) war ein Rückgang des Exportwachstums (parallel zur Verlangsamung des Importwachstums im Euroraum) mit einem schwächeren Rückgang oder sogar einer Beschleunigung (Ungarn) des Importwachstums kombiniert, wodurch sich der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte verschlechterte. Insbesondere stieg auch der besonders stark negative Beitrag der Nettoexporte zum BIP in Bulgarien und Rumänien noch weiter an. In Slowenien beschleunigte sich zwar das Exportwachstum, das Importwachstum stieg jedoch noch stärker, sodass sich auch hier der Wachstumsbeitrag verschlechterte.

Im Einklang mit dem positiven Wachstumsbeitrag der Nettoexporte verringerte sich im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006 das Defizit der

Güter- und Dienstleistungsbilanz in der Slowakei (von knapp 5 % auf 1 % des BIP). Der in Ungarn zuvor negative Saldo drehte sich ins Positive (Überschuss von 2 % des BIP). Trotz des geringfügig negativen Wachstumsbeitrags der Nettoexporte konnte sich der Überschuss der Güter- und Dienstleistungsbilanz in der Tschechischen Republik mehr als verdoppeln (auf 4,9 % des BIP). In Bulgarien und Rumänien hingegen waren weiterhin die sehr hohen Abgänge bei der Güter- und Dienstleistungsbilanz die Hauptursache für die Leistungsbilanzlücke im ersten Halbjahr 2007. Die zum Teil hohen außenwirtschaftlichen Defizite bzw. ihre Ausweitung sind vor dem Hintergrund des starken Wirtschaftswachstums und der starken Investitionsnachfrage zu sehen. Insbesondere in Bulgarien und Rumänien dürfte jedoch auch die starke Konsumnachfrage zum Importwachstum beigetragen haben.

Das Defizit der *kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos* relativ zum BIP war im ersten Halbjahr 2007 in der Tschechischen Republik (1,1 %), der Slowakei (4,1 %), Ungarn (5,8 %) und Kroatien (18,9 %) niedriger als im ersten Halbjahr 2006. Insbesondere das Defizit in der Slowakei halbierte sich nahezu im Vergleich zur Vorjahresperiode. Da sich das Defizit in Polen auf 2,9 % des BIP beinahe verdoppelte, war es nach längerer Zeit nicht mehr das niedrigste unter den hier untersuchten Ländern. Das Defizit weitete sich auch in Slowenien aus (auf 3,4 % des BIP) und in deutlich höherem Maße in Bulgarien und in Rumänien, wo ausgehend von bereits hohen Niveaus im ersten Halbjahr 2006 (16 % bzw. knapp 11 % des BIP) nun Defizite von 22,4 % bzw. 16,2 % des BIP erreicht wurden. Der Nettozufluss an Direktinvestitionen

(einschließlich konzerninterner Kredite) trug trotz seines Rückgangs im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006 in den meisten der hier untersuchten Ländern nach wie vor wesentlich zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite bei. Der verbleibende Finanzierungsbedarf war im ersten Halbjahr 2007 – außer in den drei Ländern mit besonders hohen Leistungsbilanzdefiziten (Bulgarien, Kroatien und Rumänien) – in Slowenien weiterhin – wie nun auch in Ungarn – nicht unbedeutend, was in den beiden letztgenannten Ländern auch mit dem Nettoabfluss an Direktinvestitionen (insbesondere aufgrund von Abflüssen in Form von Direktinvestitionen dieser Länder im Ausland) zu erklären ist.

Der ungarische Forint und der rumänische Leu verzeichneten nach wie vor hohe *kurzfristige Zinsdifferenzen zum Euroraum*. Allerdings war die Zinsdifferenz tendenziell weiterhin in Ungarn leicht und in Rumänien deutlich rückläufig. Neben steigenden Zinsen im Euroraum wurde dies in beiden Ländern auch durch die Zinssenkungsschritte der Notenbanken bewirkt, die in Reaktion auf den Rückgang der Inflation und (im Fall Ungarns) das Nachlassen der Kreditdynamik sowie zur Minderung des Aufwertungsdrucks erfolgt sein dürften. Während die moderat steigende kurzfristige Zinsdifferenz in Polen die Zloty-Aufwertung etwas unterstützt haben dürfte, blieb sie in der Slowakei insgesamt auf einem niedrigen Niveau stabil, abgesehen von einem temporären Abrutschen ins Negative im August 2007, das aus dem Anstieg der Zinssätze auf dem Interbankenmarkt im Euroraum resultierte.

Größere *Devisenmarktinterventionen* zur Beeinflussung der Wechselkursdynamik wurden während der Be-

richtsperiode in der Slowakei und insbesondere in Kroatien durchgeführt. Die slowakische Zentralbank griff im April 2007 mit einem Kauf von 700 Mio EUR ein, nachdem die Slowakische Krone mehr als 6 % stärker als die Bandmitte notierte. In Reaktion auf die seit Anfang April 2007 erfolgte Aufwertung der Kuna intervenierte die kroatische Notenbank im bisherigen Jahresverlauf 2007 dreimal, zuletzt am 1. Oktober 2007 mit der umfangreichsten Intervention in ihrer Geschichte, um dem stark gestiegenen Aufwertungsdruck auf die Kuna entgegenzuwirken, der durch die unerwartet starke Nachfrage nach von zum Verkauf angebotenen Aktien der Telekommunikationsfirma T-HT ausgelöst wurde (Ankauf von mehr als 350 Mio EUR).

Die *Nettoauslandsposition der Banken* verschlechterte sich im ersten Halbjahr 2007 in Polen, der Slowakei, Rumänien und Bulgarien. Während in Polen und Bulgarien eine positive Nettoposition reduziert wurde, erhöhte sich in der Slowakei und Rumänien die bereits zuvor negative Nettoposition. Dies dürfte zur Festigung des Zloty, der Slowakischen Krone und des Leu im ersten Halbjahr 2007 beigetragen haben.

Zu den wichtigsten *Risikofaktoren* für die Länder Zentral-, Ost- und Südosteuropas zählen insbesondere eine Verlangsamung des BIP-Wachstums im Euroraum sowie eine Verschlechterung der externen Finanzierungsbedingungen. Eine längerfristige Verteuerung von Kapital und eine nachhaltige Neubewertung der Risiken für einzelne Länder in der Region seitens ausländischer Investoren könnten den Zufluss des ausländischen Kapitals bremsen oder sogar einen (plötzlichen) Kapitalabfluss auslösen, mit entsprechenden Konse-

quenzen für die Wechselkursentwicklung. Das würde vor allem Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten treffen, bei denen die Nettozuflüsse an Direktinvestitionen zur Deckung des externen Finanzierungsbedarfs nicht ausreichen und die daher von tendenziell volatilen Portfolioinvestitionen und steigenden Kreditverbindlichkeiten abhängen. Wenngleich ein großer Teil ausstehender Kredite bislang von ausländischen Muttergesellschaften (von Banken oder nichtfinanziellen Unternehmen) gewährt wurde, stellt eine deutliche Verringerung des Zustroms bzw. der Nettoabzug von Portfoliokapital und grenzüberschreitenden Krediten einen Risikofaktor für die Währungen dar. Somit ist zum einen auch im Rahmen des wirtschaftlichen Aufholprozesses die Begrenzung bzw. der Abbau von Defiziten, die durch übermäßiges inländisches Nachfrage- und insbesondere Konsumwachstum verursacht werden, essenziell. Zum anderen stellt die Gewährleistung eines für Direktinvestitionszuflüsse grundsätzlich attraktiven Wirtschaftsklimas eine wichtige Aufgabe dar.

Renditeabstände von Staatsanleihen in nationaler Währung leicht ausgeweitet

Nachdem in den vier hier untersuchten zentraleuropäischen Ländern (Polen, Slowakei, Tschechische Republik und Ungarn) die *Renditeabstände* der 10-jährigen Staatsanleihen in nationaler Währung gegenüber Euro-Benchmarkanleihen in der vergangenen Berichtsperiode (Ende September 2006 bis Ende März 2007) ein 12-Monats-Minimum erreicht hatten, setzte sich in dieser Berichtsperiode der Rückgang der Renditeabstände in Ungarn und in Polen noch einige Zeit fort. In

Ungarn erfolgte ein Spreadrückgang von 260 Basispunkten *Ende März 2007* auf etwa 200 Basispunkte *Mitte Juli 2007*, in Polen von 115 auf 85 Basispunkte Anfang Juni 2007, gefolgt von einem Anstieg auf 105 Basispunkte bis Mitte Juli 2007. In der Slowakei hingegen begann nach einem weiteren Rückgang um 10 Basispunkte bereits Mitte April 2007 eine Spreadausweitung von einem Tiefstwert nahe null auf 20 Basispunkte Mitte Juli 2007. In der Tschechischen Republik hatte der Aufwärtstrend der Renditeabstände vor dem Hintergrund der (antizipierten) Straffung der geldpolitischen Instrumente bereits Mitte Februar eingesetzt: Bis Ende März 2007 drehte sich der Spread von -35 auf +5 Basispunkte und weitete sich dann bis Mitte Juli 2007 noch etwas weiter auf 15 Basispunkte aus.

Im dritten Quartal zeigte sich dann die Abnahme der Risikoneigung in Folge der Krise auf dem US-Hypothekenmarkt auch bei den hier untersuchten Staatsanleihen, wenngleich nur in begrenztem Ausmaß. Während der stärksten Turbulenzen *zwischen Mitte Juli und Mitte September 2007* stiegen die Spreads in allen vier Ländern an (Ungarn: +70, Polen: +60, Slowakei und Tschechische Republik: +30 bis +40 Basispunkte). Nur in Ungarn waren somit die Ausweitung des Renditeabstands und, durch die Kombination mit einer relativ starken Abwertung gegenüber dem Euro, auch der Gesamtverlust in Euro in diesen zwei Monaten größer als im Durchschnitt in den aufstrebenden Märkten (gemessen am J. P. Morgan's Government Bond Index – Emerging Markets Broad, GBI-EM Broad). *Mitte September 2007* lagen die Renditeabstände in der Tschechischen Republik auf dem Niveau

von Anfang 2006, in der Slowakei und in Polen auf jenem von Herbst 2006 und in Ungarn auf dem Niveau von März 2007. Danach kam es *bis Ende September* in allen vier Ländern – wie auch im Durchschnitt der EMEs – zu einer Entspannung (Ungarn: –40, Polen: –30, Slowakei und Tschechische Republik: –20, GBI-EM Broad: –25 Basispunkte).

Im Vergleich mit dem Beginn der Berichtsperiode resultierte daraus bis Ende September 2007 ein moderater Spreadanstieg in Polen, der Slowakei und der Tschechischen Republik (etwa 15 bis 20 Basispunkte). In Ungarn hingegen lag trotz der unter diesen Ländern stärksten temporären Reaktion auf die US-Hypothekenmarktkrise der Renditeabstand etwa 30 Basispunkte unter dem Niveau von Ende März 2007. Ende September 2007 verzeichnete Ungarn weiterhin den höchsten Renditeabstand gegenüber dem Euroraum (etwa 230 Basispunkte), gefolgt von Polen, der Slowakei und der Tschechischen Republik (mit 135, 40 bzw. 25 Basispunkten).

Von Ende September bis Mitte Oktober 2007 gingen in allen vier Ländern die Renditeabstände um 5 bis 10 Basispunkte zurück, stiegen dann jedoch *bis Mitte November 2007* wieder um 20 bis 30 Basispunkte (und damit schwächer als im Durchschnitt in den aufstrebenden Märkten) – eine Wellenbewegung, die den Bewegungen auf den internationalen Finanzmärkten entsprach.

Fundamentale Einflussfaktoren der Renditeentwicklung

Abgesehen von den Sommermonaten, in denen der Renditeabstand durch die negative Marktreaktion auf die Situation in den USA maßgeblich beeinflusst wurde, korrespondierte

in dieser Berichtsperiode (im Unterschied zur vorherigen Periode) in drei Ländern (Tschechische Republik, Polen und Ungarn) die Entwicklungsrichtung des Renditeabstands mit jener des *Inflationsabstands zum Euroraum* (gemessen am HVPI). In der Tschechischen Republik und in Polen wurde der Inflationsabstand zum Euroraum mit +0,9 bzw. +0,4 Prozentpunkten positiv, nachdem er im November bzw. Dezember 2006 noch mit –0,8 bzw. –0,5 Prozentpunkten negativ war. In Ungarn verringerte sich der positive Inflationsabstand zum Euroraum von 7,1 Prozentpunkten im März 2007 auf 5,4 Prozentpunkte im August 2007. In der Slowakei hingegen drehte der Inflationsabstand von 0,2 Prozentpunkten im positiven Bereich im März 2007 auf 0,5 Prozentpunkte im negativen im August 2007. Parallel ging in diesem Zeitraum die Inflation im Euroraum von 1,9% auf 1,7% zurück. Bis auf die Tschechische Republik, wo die Wachstumsrate des privaten Konsums bereits geringfügig über jener des BIP liegt, dürfte vom privaten Konsum derzeit noch kein starker nachfrageseitiger Inflationsdruck ausgehen. Allerdings könnten die Entwicklung des Output-Gaps und Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt in Polen, der Tschechischen Republik und der Slowakei (mittelfristig) inflationär wirken.

Mit Ausnahme der ersten drei Augustwochen 2007, in denen die Geldmarktzinsen im Euroraum aufgrund einer allgemeinen Vorsicht auf dem Interbankenmarkt in die Höhe schnellten, entsprach auch die Entwicklung der *Differenz zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen in den hier untersuchten Ländern und dem Euroraum* weitgehend der Entwicklung der langfristigen Renditeaufschläge von März

bis September 2007 (geringere negative Differenz in der Tschechischen Republik, größere positive Differenz in Polen und weiter rückläufige positive Differenz in Ungarn).

In Ungarn unterstützte die *Budgetentwicklung* weiterhin die Verringerung der langfristigen Renditeabstände. In Polen, der Tschechischen Republik und der Slowakei dürften die Entwicklung des Budgetvollzugs sowie die verlautbarten Pläne für das Jahr 2008 die Renditeabstände weder in die eine noch in die andere Richtung stärker beeinflusst haben.

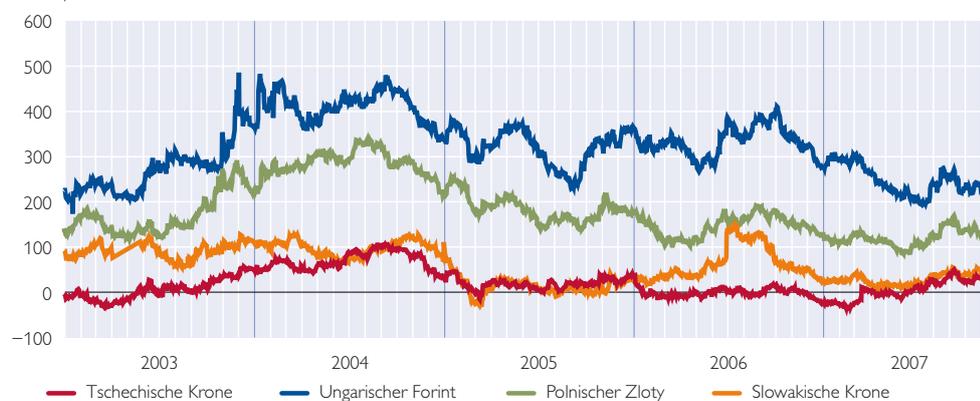
Auch wenn diese vier Länder von den rezenten Finanzmarktunruhen nur begrenzt betroffen waren und

ihre weitgehend stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik einen gewissen Puffer gegenüber ungünstigen externen Entwicklungen bietet, liegen die größten *Risiken für die Renditeentwicklung* in dem nach wie vor fragilen globalen Finanzmarktumfeld, in dem die Auswirkungen der jüngsten Turbulenzen erst ermittelt und Risiken neu bewertet werden müssen. Darüber hinaus ist die Einhaltung der vorliegenden Fiskalkonsolidierungspläne (und sofern erforderlich auch das Ergreifen zusätzlicher Maßnahmen) einschließlich einer umsichtigen und differenzierten Lohnpolitik im öffentlichen Sektor essenziell.

Grafik 2

Renditeabstände von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber Euro-Benchmarkanleihen

in Basispunkten



Quelle: Bloomberg.