

Konjunktur und Finanzmärkte

Weiterhin geringe Wachstumsdynamik im Euroraum

Die seit Anfang des Jahres 2001 bestehende Phase eines schwachen, deutlich unter den langjährigen Durchschnittswerten liegenden Wirtschaftswachstums im Euroraum hat sich im vierten Quartal 2002 und im ersten Quartal 2003 fortgesetzt. Damit haben sich die Erwartungen für einen robusten Wirtschaftsaufschwung erneut nicht erfüllt. Die Ursachen für den ausgebliebenen Aufschwung sind hauptsächlich in der durch geopolitische Spannungen (Irakkrieg) ungewöhnlich hohen Unsicherheit zu suchen, der die Wirtschaftsakteure in den vergangenen Quartalen ausgesetzt waren. Die daraus resultierenden negativen Vertrauenseffekte führten zu einer geringen Investitions- und Konsumdynamik und damit zu einer nur langsam wachsenden Binnennachfrage. Der Anstieg der Exporte hat sich im vierten Quartal 2002 nicht weiter fortgesetzt. Dies ist hauptsächlich auf die Unterbrechung des Wirtschaftsaufschwungs in weiten Teilen der industrialisierten Welt und die damit verbundene geringere Nachfrage nach Gütern des Euroraums zurückzuführen.

Für den Rest des Jahres 2003 gingen die vor dem Beginn des Irakkriegs erstellten Prognosen der wichtigsten internationalen Institutionen in den zentralen Szenarien von einem moderaten Anziehen der Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte aus. Die für diese Prognosen wesentliche Annahme eines kurzen Irakkriegs hat sich mittlerweile bestätigt. Allerdings bestehen weiterhin bestimmte Risiken, welche dazu führen könnten, dass sich die Wachstumsschwäche im Euroraum über die Jahresmitte hinaus fortsetzt. Sollten

einerseits die durch den Investitions- und Aktienmarktboom der späten Neunzigerjahre entstandenen Finanzierungsstrukturen in den USA (Leistungsbilanz und Bilanzstrukturen der Unternehmen) im Wesentlichen das Resultat einer ungleichgewichtigen Entwicklung sein, müsste mit einem weiterhin schwachen Wachstum in den USA und damit einem nur geringen Wachstum der Nachfrage nach Euroraumexporten gerechnet werden. Das sich angesichts der fiskalpolitischen Entwicklung abzeichnende Twin Deficit erhöht dieses Risiko auf Grund möglicher Auswirkungen auf den Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro. Andererseits bestehen auch seitens der Binnennachfrage Risiken für das Wachstum; so könnte der private Konsum auf Grund eines Anstiegs der Arbeitslosigkeit im Zuge von umfangreichen Unternehmensrestrukturierungen zur Verbesserung der Profitabilität gedämpft bleiben. Bezüglich der Investitionen könnten die Rückgänge der Aktienkurse, die gesunkenen Unternehmensgewinne und die geschwächten Bilanzstrukturen der Unternehmen sowie restriktivere Finanzierungsbedingungen für Unternehmen mit geringerer Bonität zu einer fortgesetzten Investitionsschwäche führen.

Betreffend die Inflationsrate gemäß dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroraum hat sich der für die Jahreswende 2002/03 erwartete Rückgang der Inflation unter 2% auf Grund des im Vorfeld des Irakkriegs erneut angestiegenen Erdölpreises, der Basiseffekte der Anstiege von administrierten Preisen und auf Grund indirekter Steuern sowie der unerwartet hohen Persistenz der Kerninflation nicht eingestellt. Allerdings ist auf Grund der deutlichen nominal effektiven Auf-

wertung des Euro seit dem zweiten Quartal 2002 und des geringen nachfrageseitigen Inflationsdrucks im Lauf des Jahres 2003 mit einem Rückgang der HVPI-Inflationsrate unter 2% zu rechnen. Dies hängt allerdings wesentlich vom Eintreten des von den Erdölmärkten erwarteten nachhaltigen Rückgangs des Erdölpreises ab.

Internationale Finanzmärkte von Kriessängsten geprägt

Die kurzfristigen Zinsen im Euroraum und in den USA waren im Verlauf des vierten Quartals 2002 und im ersten Quartal 2003 von erwarteten und tatsächlichen Senkungen der entsprechenden Leitzinsen durch die amerikanische Notenbank und den EZB-Rat bestimmt. Dies war hauptsächlich auf die nachlassende bzw. unerwartet schwache konjunkturelle Entwicklung in beiden Wirtschaftsräumen bei gleichzeitig begrenzten Inflationsgefahren zurückzuführen. Die kurzfristigen Realzinsen (Leitzins minus aktueller Inflationsrate) liegen mittlerweile auf einem im langjährigen Vergleich niedrigen Niveau.

Auf den Märkten für Staatsanleihen kam es bis Ende März 2003 nach einem kurzlebigen Zinsanstieg in der zweiten Oktoberhälfte 2002 vor allem im Euroraum zu einem massiven Renditeverfall, der bis kurz vor Beginn der Kriegshandlungen im Irak andauerte. Insgesamt fielen die Renditen im Euroraum von Oktober 2002 bis Ende März 2003 um etwa 80 Basispunkte. Dadurch verringerte sich der Zinsabstand zu den USA deutlich, während die Laufzeitprämie im Euroraum auf Grund von etwa im selben Ausmaß fallenden Geldmarktzinsen weitgehend konstant blieb. Der Renditerückgang ist einerseits auf eine verstärkte Risikoaversion der Investoren, andererseits auf die sich ver-

schlechternden Wachstumsaussichten im Euroraum zurückzuführen, was sich auch am starken Renditeverfall von inflationsindexierten Anleihen zeigt. Nach dem Ende des Irakkriegs kam es zu keinem signifikanten Renditeanstieg. Besonders auffallend war in den vergangenen Monaten die sukzessive Erosion des Zinsvorteils deutscher Bundesanleihen gegenüber den Staatsanleihen von anderen Ländern des Euroraums. Dies wurde von Marktteilnehmern auf die vergleichsweise schlechtere Situation der deutschen Staatsfinanzen zurückgeführt. Die am Zinsdifferenzial zwischen Staatsanleihen des Euroraums und mit dem Rating BBB versehenen Unternehmensanleihen gemessene Risikoprämie für Firmenkredite verringerte sich im Lauf des vierten Quartals 2002 nach historischen Höchstständen deutlich, was zum Teil auf einen zunehmenden Deleveraging-Prozess zurückgeführt werden kann (siehe dazu den Kasten „Gibt es Anzeichen für eine geänderte Risikobereitschaft der Anleger?“).

Auf den Aktienmärkten führte die auch durch den Irakkrieg verursachte Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft nach einer kurzlebigen Rallye in der zweiten Oktoberhälfte 2002 vor allem im Euroraum zu weiteren deutlichen Kursverlusten. Bis Mitte März 2003 fiel z. B. der DAX deutlich unter den Niedrigststand vom Oktober 2002 und damit auf ein Sechseinhalb-Jahres-Tief, während sich die Kurse in den USA über ihrem langjährigen Niedrigststand vom Oktober 2002 halten konnten. Ursache für diese schlechtere Performance des DAX war unter anderem die zunehmend negative Einschätzung des europäischen Banken- und Versicherungssektors durch die Investoren. Eine fundamentale Bewer-

tung anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses zeigt, dass das Aktienpreinsniveau im Euroraum mittlerweile auf den langjährigen Durchschnittswert zurückgekehrt ist, während es in den USA noch deutlich darüber liegt.

Die Periode während der ersten Wochen nach Beginn des Irakkriegs war sowohl auf den Renten- als auch auf den Aktien- und Fremdwährungsmärkten von starken Kursauschlägen in beide Richtungen gekennzeichnet. Nach der raschen Beendigung der kriegerischen Handlungen stellten sich allerdings die von manchen erhofften deutlich positiven Impulse für den Aktienmarkt nicht ein, was darauf hindeutet, dass die relative Kürze des Irakkriegs auf den Aktienmärkten bereits eingepreist war. Das Kurswachstum nach Beendigung des Irakkriegs wurde unter anderem durch eine Reihe schlechter Konjunkturdaten in den USA und im Euroraum gedämpft, während eine rückläufige Risikoaversion der Investoren sowie der niedrigere Erdölpreis die Kurse stützten. Eine Ausnahme bildeten die Aktien europäischer, insbesondere deutscher Banken und Versicherungen, wo sich nach den starken Kursabschlägen der vergangenen Quartale das Vertrauen der Investoren wieder erhöhte.

Der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro stieg zwischen Anfang November 2002 und Ende Jänner 2003 von 0'98 USD/EUR auf

1'08 USD/EUR. Das für die technische Analyse des Wechselkurses wichtige Kursniveau von 1'10 USD/EUR konnte im ersten Quartal 2003 nicht dauerhaft überschritten werden. Wesentliche Ursache für den Anstieg war die mit der Irakkrise verbundene Unsicherheit, die den US-Dollar schwächte. Auch gegenüber dem japanischen Yen konnte der Euro zulegen, wobei die mit Interventionen auf dem Fremdwährungsmarkt untermauerte Intention der japanischen Regierung, eine Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar zu verhindern, eine wichtige Rolle spielte. Der Wechselkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro hielt sich im vierten Quartal 2002 und im ersten Quartal 2003 relativ konstant um rund 1'46 SFR/EUR. Die Senkung der Leitzinsen durch die Schweizerische Nationalbank am 6. März 2003 um 50 Basispunkte (um 25 Basispunkte mehr als im Euroraum) hatte neben dem Beitrag zur Konjunkturstabilisierung auch das Ziel, einer übertriebenen Stärke des Schweizer Franken in internationalen Krisenzeiten vorzubeugen. Nach Ende des Irakkriegs konnte der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken weiter zulegen. Hierbei dürfte unter anderem das im Euroraum im Vergleich zu diesen drei Wirtschaftsräumen höhere Zinsniveau eine Rolle gespielt haben.

Gibt es Anzeichen für eine geänderte Risikobereitschaft

der Anleger?

Aktienkurse werden in der Theorie vor allem durch die Entwicklung der Unternehmensgewinne, Schwankungen der risikolosen Zinssätze und der Risikoprämien bestimmt. Demgegenüber werden die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen primär durch die Kreditqualität der jeweiligen Unternehmen bestimmt, da sie mit Hilfe von Benchmarks bereits um die allgemeine Zinsentwicklung bereinigt worden sind. Grafik 1 stellt für Anleihen mit dem Rating BBB den Zinsabstand zu AAA-Anleihen im Euroraum und in den USA dar. Als Benchmark wird auf Grund der relativ niedrigen Liquidität von Unternehmensanleihen das Segment der AAA-Anleihen gewählt. Die Höhe dieser Spannen kann als Marktmeinung bezüglich der Risikoeinschätzung der jeweiligen Schuldner interpretiert werden. Grafik 1 zeigt einen in den USA besonders deutlichen langfristigen Aufwärtstrend seit 1998. Im Vergleich zum März 2002 haben sich jedoch die Risikoaufschläge wieder deutlich vermindert.

Die implizite Volatilität, die mit Hilfe eines Optionspreismodells aus den auf dem Markt beobachteten Preisen von Indexoptionen berechnet wird, reflektiert die aktuelle Erwartung der Anleger über die zukünftige Streuung des Aktienindex. Da derivative Finanzinstrumente in die Zukunft orientierte Verträge sind, müssen die Marktteilnehmer beim Handel die Varianzen über die Laufzeit des Kontrakts prognostizieren. Veränderungen der impliziten Volatilität können als Veränderungen der Risikoeinschätzung der auf dem Markt aktiven Händler interpretiert werden. Grafik 2 stellt die impliziten Volatilitäten von DAX und S&P 500 gemeinsam mit den Indizes dar. Im Vergleich zum März 2002 ist ein klarer Anstieg der Streuungsmaße erkennbar. So lag in Deutschland die Volatilität im März 2002 bei rund 20 Prozentpunkten und im März 2003 bei rund 45 Prozentpunkten. Diese deutliche Erhöhung weist auf eine gestiegene Risikoeinschätzung der Akteure auf den Aktienmärkten hin.

Insgesamt ist daher im Zeitraum der letzten zwölf Monate eine unterschiedliche Entwicklung der Risikoeinschätzung auf den Kreditmärkten und den Aktienmärkten zu beobachten. Dieser Unterschied kann auch durch die unterschiedlichen Risikoprofile erklärt werden. Der globale Prozess der Verbesserung der Bilanzstärke der Unternehmen hat die Risiken der Anleihekäufer vermindert, während die Aktienkurse davon weniger profitiert haben.

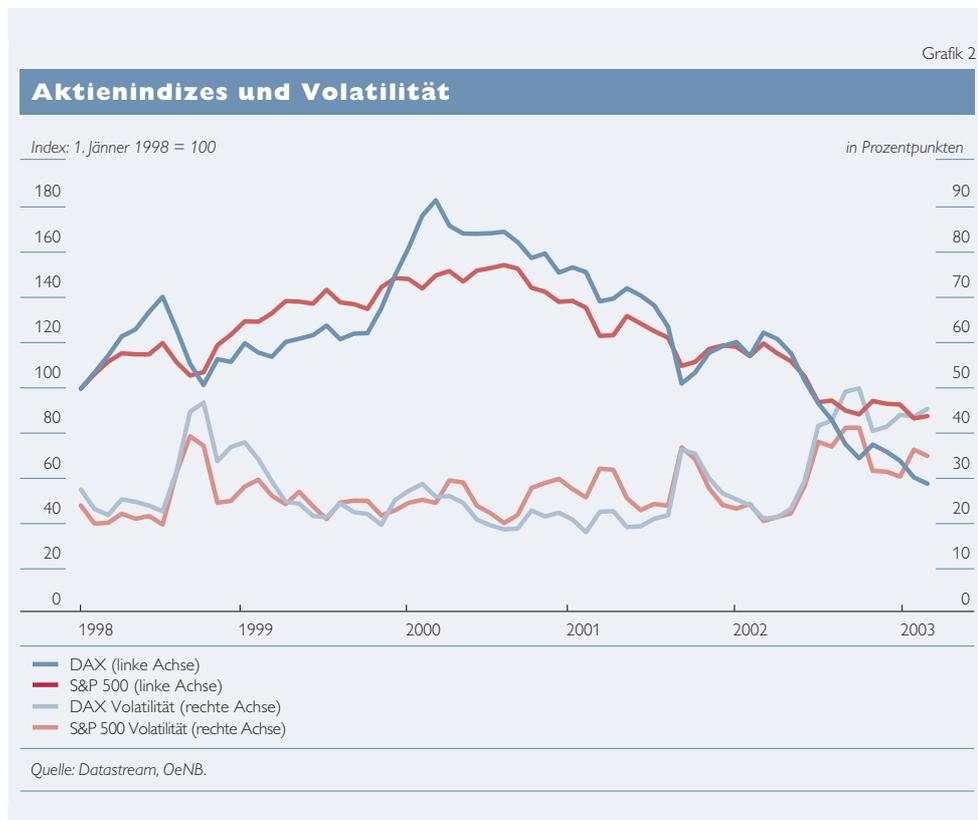
Grafik 1

Zinsabstand von BBB- zu AAA-Unternehmensanleihen

in Prozentpunkten



Quelle: Datastream, OeNB.



Zentral- und Osteuropa

Rückgang der Zinsabstände von in Euro denominierten Anleihen seit Herbst 2002

Nachdem die Finanzkrise in Brasilien Mitte 2002 zu einem Anstieg der Zinsabstände von in Euro denominierten Staatsanleihen der meisten Reform- und Schwellenländer gegenüber den jeweiligen laufzeitkonformen Benchmarkanleihen (im Allgemeinen deutschen Bundesanleihen) geführt hatte – eine Ausnahme davon ist z. B. Ungarn –, bewirkte die Marktberuhigung bezüglich Brasilien im vierten Quartal wieder einen entsprechenden Rückgang der Anleihe-spreads. Im Fall Russlands wurde dieser Rückgang durch die Erdölpreisentwicklung unterstützt, im Fall der EU-Beitrittsländer wurde er durch die Fortschritte im EU-Beitrittsprozess und die damit verbundenen Verbesserungen des Ratings verstärkt, die auch

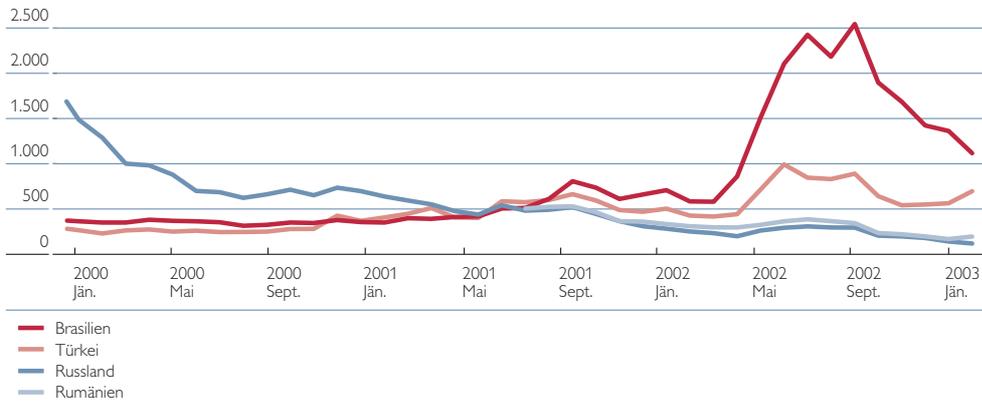
die Zinsabstände ungarischer Staatsanleihen weiter verengten. Bemerkenswert ist der Rückgang der Zinsabstände slowakischer Staatsanleihen bis auf das ungarische Niveau, worin sich auch der EU- und reformorientierte Wahlausgang widerspiegelt.

Zu den Risiken der weiteren Spreadentwicklung in Euro denominierter Staatsanleihen von zentral- und osteuropäischen Ländern zählen neben dem allgemeinen globalen Umfeld mögliche Ansteckungen durch Krisen in den Emerging Markets, ein überraschend starker Erdölpreisverfall im Fall Russlands und unerwartete Verzögerungen im EU-Beitrittsprozess durch die noch ausstehenden Referenden im Fall der EU-Beitrittsländer. Bei den bereits relativ engen slowakischen Zinsabständen ist die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur etwas größer.

Grafik 3a

Anleihe spreads von in Euro denominierten Staatsanleihen

Monatsdurchschnitte in Basispunkten

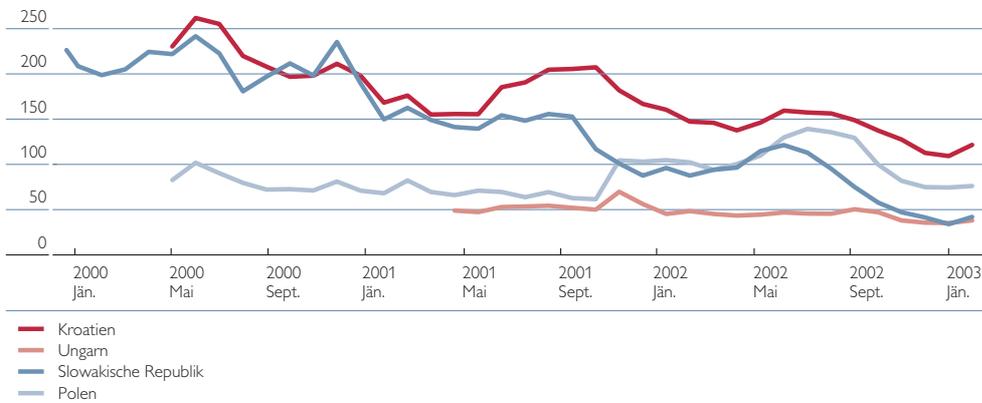


Quelle: Bloomberg, OeNB.

Grafik 3b

Anleihe spreads von in Euro denominierten Staatsanleihen

Monatsdurchschnitte in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, OeNB.

Wirtschaftswachstum, Außenwirtschaftslage und Wechselkursentwicklung

Im Jahr 2002 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den zentraleuropäischen Beitrittsländern mit etwa 2% um rund 1,2 Prozentpunkte sowie in Kroatien und Russland mit etwa 4,5% um rund 3,5 Prozentpunkte stärker als im Euroraum (0,8%). Das Wachstum in den zentraleuropäischen Ländern ist grundsätzlich sehr stark direkt von

der Nachfrage seitens der EU beeinflusst und nur in geringem Ausmaß von der Nachfrage von anderen zentraleuropäischen Ländern. Die trotz der gewichtigen EU-Nachfrage zwischen diesen Ländern sehr differierende Höhe der BIP-Wachstumsraten in den Jahren 2001 und 2002 resultierte aus den markanten Unterschieden in der Dynamik der Inlandsnachfrage, die allerdings 2002 bereits geringer geworden ist. Insbesondere eine

relativ starke Konsumnachfrage – in Ungarn, Slowenien und Kroatien auch die Investitionsnachfrage – bewirkte, dass die Wachstumsabschwächung geringer als im Euroraum ausfiel und in der Slowakei, in Kroatien sowie auf niedrigem Niveau und in geringem Maß auch in Polen sogar eine Wachstumsbeschleunigung eintrat.

Die Kombination aus starkem bzw. stärkerem Anstieg der Inlandsnachfrage und schwächerem Anstieg der Auslandsnachfrage verursachte allerdings in Ungarn und insbesondere in Kroatien eine Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits (von 3,4% des BIP 2001 auf 4,0% des BIP 2002 bzw. von 3,2% des BIP 2001 auf 6,8% des BIP 2002), während es in der Tschechischen Republik zu einer leichten Verringerung des Leistungsbilanzdefizits kam (von 5,8% des BIP 2001 auf 5,4% des BIP 2002). Demgegenüber verbesserte sich das Leistungsbilanzdefizit in der Slowakei zwar etwas (von 8,6% des BIP 2001 auf 8,2% des BIP 2002), erreichte jedoch noch immer den höchsten Wert der hier untersuchten Länder.

Die zum großen Teil privatisierungsgetragenen Nettozuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen überstiegen das hohe Leistungsbilanzdefizit in der Slowakei und auch jenes in der Tschechischen Republik allerdings bei weitem (16,9 bzw. 11,9% des BIP im Jahr 2002). Demgegenüber konnten die gesunkenen Nettozuflüsse an Direktinvestitionen in Ungarn (von 4,3% des BIP 2001 auf 0,9% des BIP 2002) und in Kroatien (von 8,0% des BIP 2001 auf 4,4% des BIP 2002) die gestiegenen Leistungsbilanzdefizite nur zu 25 bzw. 65% abdecken.

Der hohe Zufluss an Direktinvestitionen erklärt den Aufwertungsdruck, dem die Tschechische Krone und die Slowakische Krone im Jahr 2002 aus-

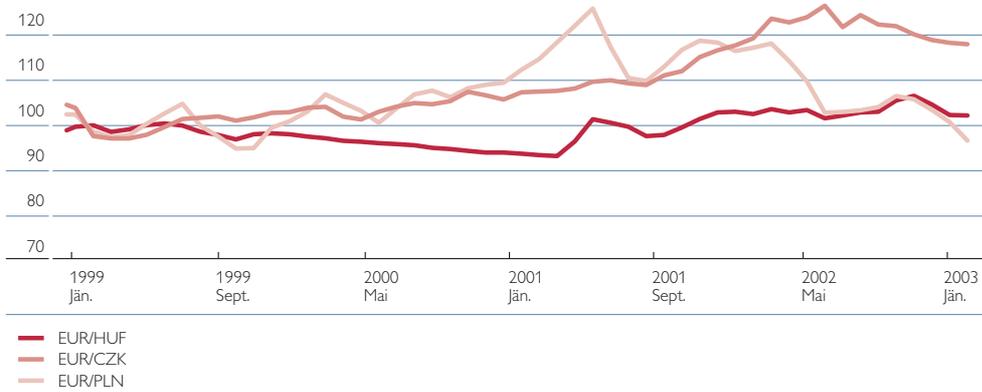
gesetzt waren. In der Tschechischen Republik führte das entschiedene Vorgehen von Nationalbank und Finanzministerium gegen eine weitere Aufwertung (Stilllegung von Privatisierungserlösen bei der Nationalbank, Interventionen, Zinssenkungen) Mitte 2002 zu einem Stopp der Aufwertungsentwicklung. Bei der Slowakischen Krone und beim polnischen Zloty erfolgte Mitte 2002 sogar eine Abwertung, die parallel zur Ausweitung der Eurobondspreads von der Unsicherheit bezüglich den Emerging Markets infolge der Brasilienkrise ausgelöst wurde. Während diese Abwertung bei der Slowakischen Krone auf Grund der hohen Direktinvestitionen im zweiten Halbjahr 2002 vollständig ausgeglichen wurde, erfolgte beim polnischen Zloty nur eine vergleichsweise geringe Gegenbewegung. Dies deutet darauf hin, dass die Abwertung des polnischen Zloty Mitte 2002 zum Teil auch als Korrektur überzogener vergangener Aufwertungen und restriktiver monetärer Bedingungen bei schwacher realer Wirtschaftsentwicklung erklärt werden kann. Nachdem die (außenwirtschaftlich) fundamental nicht unterlegte Aufwertungsspekulation bezüglich des ungarischen Forints Ende 2002 und Anfang 2003 erfolglos geblieben war, wertete nicht nur der Forint leicht ab. Auch der polnische Zloty wurde dann auf dem Markt wieder deutlich tiefer bewertet, was als Fortsetzung der Korrektur verstanden werden kann.

Der Stopp der Aufwertungsentwicklung der Tschechischen Krone, die Vermeidung einer Aufwertung des ungarischen Forint sowie die bereits erfolgten Korrekturen vergangener Aufwertungen beim polnischen Zloty verringern das Risiko größerer Abwertungen dieser Währungen in naher Zukunft. Die künftige Entwick-

Grafik 4a

Wechselkurse zentral- und osteuropäischer Länder in Euro

Monatsdurchschnitte in Indexpunkten (erstes Quartal 1999 = 100)



Quelle: Bloomberg, Datastream, JP Morgan, OeNB.

lung sowohl der zuletzt stabilen Slowakischen Krone als auch der seit Jahren gegenüber dem Euro stabilen kroatischen Kuna hängt einerseits davon ab, ob es gelingt, das hohe – und im Fall Kroatiens zuletzt gestiegene – Leistungsbilanzdefizit zurückzuführen. Andererseits werden auch das Ausmaß und die Form der Verwendung der Privatisierungserlöse entscheidende Parameter sein.

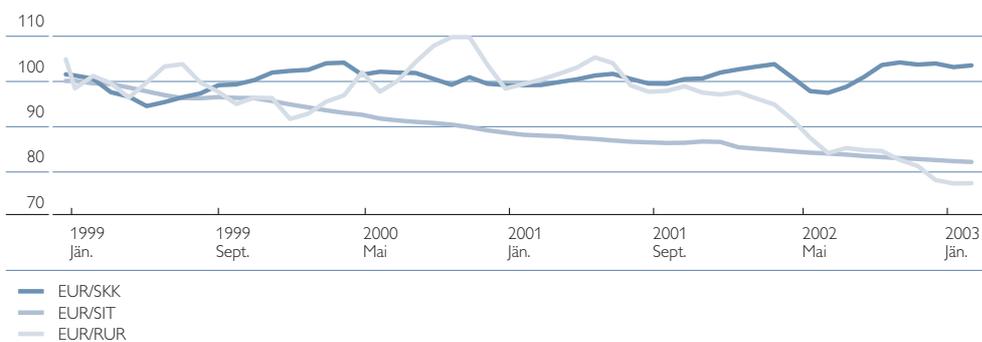
Im Rahmen des Managed Floating verzeichnete der slowenische Tolar

auch im Jahr 2002 wieder eine nominale Abwertung, die das Inflationsdifferenzial zum Euroraum in etwa kompensierte und damit die Wettbewerbsfähigkeit bewahrte. Die deutlich erkennbare Abwertung des russischen Rubel gegenüber dem Euro beinhaltet primär den Wertverlust des US-Dollar gegenüber dem Euro und nur zum kleineren Teil die Abwertung des Rubel in US-Dollar im Rahmen des Managed Floating.

Grafik 4b

Wechselkurse zentral- und osteuropäischer Länder in Euro

Monatsdurchschnitte in Indexpunkten (erstes Quartal 1999 = 100)



Quelle: Bloomberg, Datastream, JP Morgan, OeNB.

Lokalwährungsanleihen in Polen, in der Tschechischen Republik und in Ungarn

In Polen, in der Tschechischen Republik und in Ungarn verschob sich die Zinsstrukturkurve von September 2002 bis März 2003 weiter nach unten. Wie schon zwischen September 2001 und September 2002 war dies in der Tschechischen Republik eine Parallelverschiebung, während in Polen und Ungarn in Übereinstimmung mit der Reduktion der Leitzinssätze das kurze Ende deutlich stärker als das lange Ende zurückging.

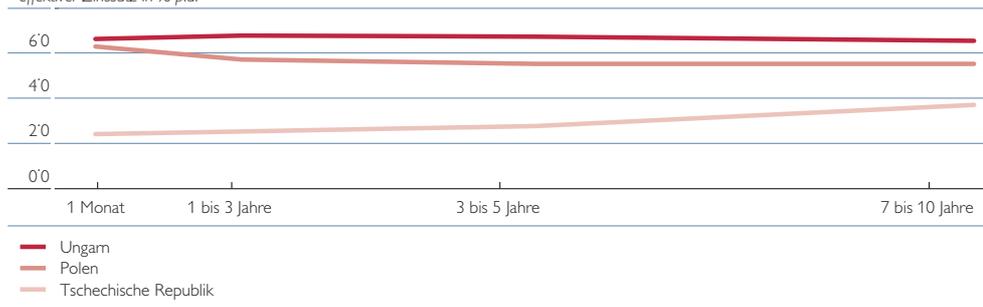
Das Ausmaß der Verschiebung der Kurve war in Polen und in der Tschechischen Republik von September 2002 bis März 2003 deutlich geringer als von September 2001 bis September 2002, während es in Ungarn umgekehrt war. Dies ist umso bemerkenswerter als es in Ungarn in den vergangenen sechs Monaten zu keiner weiteren Disinflation kam. Obwohl von September 2001 bis September 2002 die Inflationsrate um etwa 4 Prozentpunkte zurückging, veränderte sich die nominale langfristige Rendite in diesem Zeitraum kaum. Dadurch stieg die reale langfristige Rendite (gemessen an der laufenden Inflation) zwar deutlich an,

war jedoch auch im September 2002 noch immer unterhalb jener in Polen und in der Tschechischen Republik. Erst die Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit der Forint-Aufwertungsspekulation Ende 2002 und Anfang 2003 sowie die zur Verteidigung antizipierten und resultierenden starken Zinssenkungen bewirkten ein deutlicheres Nachgeben der Kurve am langen Ende. Im Gegensatz zu Ungarn sind in der Tschechischen Republik und in Polen die nominalen langfristigen Renditen von September 2001 bis März 2003 kontinuierlich und insgesamt in substanziellem Ausmaß zurückgegangen. Die Rendite von in Tschechischer Krone denominierten Anleihen sank zuerst im Gleichschritt mit der Disinflation, seit Anfang 2002 (ab einer Inflationsrate von knapp unter 4%) jedoch langsamer als der weitere Inflationsrückgang, sodass die reale langfristige Rendite sogar wieder anstieg, wenn auch in geringerem Maße als in Ungarn. Insgesamt betrug die Disinflation in der Tschechischen Republik etwa 5 Prozentpunkte. Die Rendite von in polnischem Zloty denominierten Anleihen sank insgesamt um etwa 2,5 Prozentpunkte stärker als die Inflationsrate, die um 4 Prozent-

Grafik 5

Zinsstrukturkurve in der Tschechischen Republik, in Ungarn und in Polen im März 2003 (Monatsdurchschnitt)

effektiver Zinssatz in % p.a.



Quelle: Bloomberg, OeNB.

Grafik 6

Anleihe­spreads von in Lokalwährung deno­mi­nierten langfristigen Staatsanlei­hen zu deutschen Bundesanlei­hen

Monatsdurchschnitte in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg, OeNB.

punkte zurückging, wobei es während des ersten Halbjahres 2002 zu einem nur vorübergehenden teilweisen Wiederanstieg der realen langfristigen Rendite kam.

Im März 2003 war das Niveau der realen langfristigen Rendite (gemessen an der laufenden Inflation) in Polen trotz des vorangegangenen deutlichen Rückgangs noch immer am höchsten, gefolgt von der Tschechischen Republik, während jenes der nominalen Rendite in Ungarn am höchsten war. Die Lage der Zinsstrukturkurve war in Polen am kurzen Ende noch leicht invers, in Ungarn bereits flach und in der Tschechischen Republik ansteigend.

Die Verringerung der Zinsabstände von in Lokalwährung deno­mi­nierten langfristigen Staatsanlei­hen zur deutschen Bundesanlei­he von September 2002 bis März 2003 beruht erstens auf dem Rückgang der Aufschläge für das Risiko souveräner Zahlungsunfähigkeit, das auch bei den in Euro deno-

mierten Staatsanlei­hen ersichtlich ist. Zweitens zeigt sich darin der durch die Disinflation getriebene Rückgang der nominalen Renditen (z. B. Tschechische Republik und Polen). Drittens kommen darin auch die Erwartungen bezüglich der weiteren Wechselkursentwicklung zum Ausdruck (z. B. Ungarn). Insbesondere die Korrektur des polnischen Zloty sowie der Abbruch der Aufwertungsentwicklung der Tschechischen Krone Mitte 2002 verringerten das Risiko künftiger Abwertungen bzw. implizieren zusätzliches künftiges Aufwertungspotenzial. Dass die Tschechische Republik ab Mitte 2002 einen negativen Zinsabstand zur deutschen Bundesanlei­he auswies, reflektiert Aufwertungserwartungen. Die Verengung der Zinsabstände beinhaltet möglicherweise auch die Information, dass auf dem Markt die Erwartung eines relativ raschen Eintritts dieser Länder in den Euro­raum besteht. Allerdings könnte bereits das mögliche Auftreten von bisher

Tabelle 1

Nominale Eigenkapitalrendite							
	1999	2000	2001	2001		2002	
				Juni	Sept.	Juni	Sept.
	in %						
Kroatien	4,8	10,7	6,6	15,9	..	20,4	18,6
Polen	12,9	14,5	12,8	15,3	13,9	9,0	8,4
Slowakische Republik	- 36,5	25,2	22,7	..	..	..	..
Slowenien	7,8	11,3	4,8	12,5	..	18,4	..
Tschechische Republik	- 4,3	13,1	14,4	15,1	..	25,4	27,6
Ungarn	4,0	12,5	16,2	20,8	..	17,3	..

Reale Eigenkapitalrendite ¹⁾							
	1999	2000	2001	2001		2002	
				Juni	Sept.	Juni	Sept.
	in %						
Kroatien	0,7	4,2	1,5	8,9	..	17,3	15,9
Polen	5,2	4,0	6,9	8,0	7,4	6,0	5,9
Slowakische Republik	- 42,6	11,7	14,5	..	..	..	..
Slowenien	1,5	2,2	- 3,3	3,1	9,8	..	..
Tschechische Republik	- 6,3	8,8	9,3	10,1	..	21,8	24,9
Ungarn	- 5,5	2,5	6,4	9,4	..	10,8	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

¹⁾ Nominale Rendite bereinigt um den periodendurchschnittlichen Anstieg der Verbraucherpreise.

auf dem Markt offensichtlich nicht antizipierten Entwicklungen im Zusammenhang mit dem EU-Beitritt, wie z. B. einer markanten Vergrößerung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts, Abwertungserwartungen und eine Ausweitung des Zinsabstands bewirken.

Der Bankensektor in Zentraleuropa¹⁾ Ertragslage und Gewinnentwicklung

In den Subperioden des Jahres 2002, für die bereits Daten vorliegen, war in sämtlichen zentraleuropäischen Ländern (zentraleuropäische EU-Beitrittsländer sowie Kroatien) nicht nur die nominale, sondern auch die reale, um die Verbraucherpreis-inflation bereinigte Eigenkapitalrendite (ROE) des gesamten Bankensektors positiv. Die Tschechische Republik und Kroatien wiesen die mit Abstand

höchste reale Rendite auf. Allerdings liegen für die Slowakei, die im Gesamtjahr 2001 die höchste Rendite erbrachte, keine entsprechenden unterjährigsten Daten vor. Im Vergleich zur jeweiligen Subperiode im Jahr 2001²⁾ stiegen die nominale und die reale ROE in der Tschechischen Republik, in Kroatien und in Slowenien stark an, während die nominale ROE nur in Ungarn und vor allem in Polen und die reale ROE ausschließlich in Polen rückläufig waren.

In Polen erfolgte der Rückgang der realen ROE trotz der markanten Disinflation. Der Rückgang sowie das niedrige Niveau hängen primär mit der sehr schwachen realwirtschaftlichen Entwicklung der letzten Jahre zusammen, die zu einem kontinuierlichen Anstieg des Anteils der

1) In diesem Kapitel wird die Entwicklung des gesamten Bankensektors in diesen Ländern untersucht, während in dem Abschnitt „Österreichische Finanzintermediäre“ die Entwicklung sämtlicher in diesen Ländern etablierter Tochterbanken des österreichischen Bankensektors analysiert wird.

2) Ein Vergleich der unterjährigsten Werte mit den ganzjährigsten Werten ist aus methodischen Gründen bei den nicht ausschließlich auf Bestandswerten beruhenden Kennzahlen nur sehr beschränkt sinnvoll.

sehr schlechten an den gesamten Forderungen des Bankensektors von 13,3% Ende 1999 bis auf 20,8% Ende September 2002 führte. Dementsprechend ist in den ersten drei Quartalen 2002 der Aufwand für Wertberichtigungen relativ zum Betriebsertrag im Vergleich zur entsprechenden Periode im Jahr 2001 von einem sehr hohen Niveau aus noch deutlich weiter gestiegen. Darüber hinaus stieg das Verhältnis von laufendem Betriebsaufwand zu Betriebsertrag an, während der Nettozinsenertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) weiter rückläufig war. Im Gegensatz zur Entwicklung der Vorjahre konnte somit zuletzt der erhöhte Wertberichtigungsbedarf (z. B. auf Grund des Konkurses der Szczeciner Werft) nicht mehr durch eine verringerte Aufwand/Ertrag-Relation kompensiert werden, wodurch die nominale ROE deutlich geringer ausfiel.

In der Tschechischen Republik stieg der Nettozinsenertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) im ersten Halbjahr 2002 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2001. Zugleich hat sich die Aufwand/Ertrag-Relation markant verbessert, vermutlich auch von Seiten des Aufwands und der Nichtzinsenerträge. Der Anteil der schlechten (inklusive der sehr schlechten) Kredite an sämtlichen Bankkrediten betrug Ende 2001 21,5%. Aus dem weiteren Rückgang des Anteils der sehr schlechten Kredite an sämtlichen Bankkrediten (von 13,7% Ende 2001 auf 10,6% Ende Juni 2002) ist zu vermuten, dass die Änderungen bei den Wertberichtigungen kaum ertragmindernd zu Buche schlugen. Dies reflektiert die starke Inlandsnachfrage, während die außenwirtschaftlich bedingte Verlangsamung des BIP-Wachstums (noch) nicht durchschlug.

In der Slowakei kam es in den ersten drei Quartalen des Jahres 2002 erneut zu ertragsteigernden Auflösungen von Wertberichtigungen, wenn auch nicht in der durch Rekapitalisierung und Privatisierung bedingten Rekordhöhe des Jahres 2001. Der Anteil der schlechten (inklusive der sehr schlechten) Kredite an den gesamten Bankkrediten fiel weiter, und zwar von 15,9% Ende 2001 auf 11,5% Ende September 2002. Die gleichzeitige Verbesserung der Nettozinsenerträge sowie der Aufwand/Ertrag-Relation lassen eine durchaus hohe ROE vermuten, wenn auch vielleicht etwas niedriger als im Gesamtjahr 2001.

In Slowenien ging die Aufwand/Ertrag-Relation trotz der Verschlechterung der Nettozinsenerträge (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) deutlich zurück. Die Gewinnsteigerung im ersten Halbjahr 2002 dürfte somit vor allem auf der Reduzierung des Betriebsaufwands sowie auf dem geringeren Wertberichtigungsbedarf beruht haben. Daneben dürften auch Änderungen in den Rechnungslegungsvorschriften eine Rolle gespielt haben. Der sehr niedrige Wert für das Gesamtjahr 2001 ist vor allem auf die im zweiten Halbjahr 2001 offen gelegten Verluste einer einzelnen Bank zurückzuführen.

In Kroatien hängt die Gewinnsteigerung des Bankensektors mit einer Verbesserung bei den Wertberichtigungen zusammen. Im Gegensatz zum ersten Halbjahr 2001 mussten im ersten Halbjahr 2002 netto keine weiteren Rückstellungen zur Risikovorsorge gebildet werden. Die reale ROE wurde überdies durch die starke Disinflation gesteigert.

In Ungarn stiegen die Nettozinsenerträge an und unterstützten damit den leichten Rückgang der Aufwand/

Ertrag-Relation. Insgesamt war die Ertragsentwicklung des Banksektors in Ungarn im Vergleich mit den betrachteten Ländern am stabilsten. Die Nettoänderung der Wertberichtigungen war zuletzt leicht positiv.

Der Anteil der schlechten (inklusive der sehr schlechten) Kredite an den gesamten Bankkrediten ging von 12,7% Ende 2001 auf 11,6% Ende Juni 2002 zurück.

Tabelle 2

Nettozinsenertrag								
	1999	2000	2001	2001 ¹⁾		2002 ¹⁾		
				Juni	Sept.	Juni	Sept.	
	in % des jahresdurchschnittlichen Bestands an Bankaktiva							
Kroatien	..	4,2	3,6	..	..	1,6	..	
Polen	4,0	4,0	3,5	3,4	3,3	3,1	3,2	
Slowakische Republik	..	1,9	2,3	1,1	1,7	1,3	1,9	
Slowenien	3,7	4,2	3,3	1,9	..	1,7	..	
Tschechische Republik	2,4	2,3	2,4	2,0	..	2,3	2,2	
Ungarn ²⁾	3,7	3,8	4,0	3,8	..	4,0	..	

Laufender Betriebsaufwand								
	1999	2000	2001	2001		2002		
				Juni	Sept.	Juni	Sept.	
	in % des laufenden Betriebsertrags							
Kroatien	..	..	65,6	58,9	..	59,1	..	
Polen	65,2	63,2	62,2	61,4	58,7	60,7	60,5	
Slowakische Republik	78,6	67,7	65,7	64,2	63,7	58,8	59,5	
Slowenien	61,5	55,3	61,0	59,8	..	56,3	..	
Tschechische Republik	48,7	54,1	53,6	59,2	..	49,1	49,4	
Ungarn	..	65,0	63,4	63,0	..	62,6	..	

Nettoänderung an Wertberichtigungen								
	1999	2000	2001	2001		2002		
				Juni	Sept.	Juni	Sept.	
	in % des laufenden Betriebsertrags							
Kroatien	..	..	13,7	6,1	..	- 0,4	..	
Polen	14,3	16,3	17,6	14,2	16,2	19,2	21,4	
Slowakische Republik	103,3	- 17,1	- 33,4	- 46,1	- 30,4	- 6,4	- 9,8	
Slowenien	21,8	23,9	29,0	15,1	..	12,2	..	
Tschechische Republik	0,1	- 48,4	5,2	..	..	..	..
Ungarn	15,2	- 0,9	4,2	..	..	- 2,1	..	

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.
¹⁾ Unterjährige Daten sind mit ganzjährigen Daten sowie zwischen den Ländern nicht vergleichbar.
²⁾ Zinsertrag in Prozent zinstragender Aktiva minus Zinsaufwand in Prozent zinstragender Passiva.

Kapitaladäquanz

Das Verhältnis von Eigenkapital zu risikogewichteten Aktiva erreichte in allen hier untersuchten Ländern Ende Juni bzw. Ende September 2002 zweistellige Prozentsätze, die von 11,4% (Slowenien) bis 22,3% (Slowakei) reichten. Gegenüber Ende 2001 ist diese Kennzahl nur in der Slowakei gestiegen, während sie in Polen,

Ungarn und Kroatien um jeweils rund einen Prozentpunkt gefallen ist. Der hohe Kapitaladäquanzwert für die Slowakei ist primär das Ergebnis der Rekapitalisierungsmaßnahmen der letzten Jahre. Insbesondere hinsichtlich des weiteren Anstiegs im Jahr 2002 könnte er allerdings auch eine zu starke Kreditzurückhaltung des Bankensektors signalisieren.

Tabelle 3

Kapitaladäquanz

	1999	2000	2001	2001		2002	
				Juni	Sept.	Juni	Sept.
	in %						
Kroatien	20'6	21'3	18'5	18'8	..	17'5	17'3
Polen	13'2	12'9	15'1	14'4	..	13'7	14'0
Slowakische Republik	5'3	12'5	19'8	..	..	21'0	22'3
Slowenien	14'0	13'5	11'9	13'5	..	11'4	..
Tschechische Republik	13'6	14'9	15'4	..	..	15'4	15'3
Ungarn	15'0	15'2	13'9	15'1	..	12'5	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.