

Internationales Umfeld insgesamt weiterhin günstig, aber Risikofaktoren bestehen fort

Industrialisierte Länder: Robustes Wachstum, vorübergehend gestiegene Volatilität auf den Finanzmärkten

Robustes und regional ausgeglicheneres Wachstum

In den *industrialisierten* Ländern blieb das Wirtschaftswachstum robust. Im Euroraum setzte sich die gute Konjunktur fort, während sich das Wachstum in den USA abschwächte. Die Entwicklung auf dem Rohölmarkt war durch erhöhte Preisvolatilität gekennzeichnet: Ab August 2006 ging der Rohölpreis deutlich zurück, sank im Jänner tageweise bis auf rund 50 USD ab, um bis Mitte April wieder auf über 65 USD anzusteigen. Die Terminmärkte für Rohöl lassen jedenfalls auf weiterhin hohe Erdölpreise schließen. Stiegen die kurz- und langfristigen Zinsen in der Berichtsperiode geringfügig an, so sind die langfristigen Terminzinsen im historischen Vergleich weiterhin niedrig.

In den *USA* schwächte sich das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal 2007 weiter ab, nachdem die Dynamik bereits in den Quartalen zuvor deutlich nachgelassen hatte. Die Abkühlung konzentrierte sich bisher vorwiegend auf die Immobilienbranche sowie auf Teilbereiche der

Industrie. Die Konsumausgaben blieben robust, gestützt vom Arbeitsmarkt und deutlich gesunkenen Erdölpreisen, während rückläufige Immobilien- und schwache Unternehmensinvestitionen das Wachstum dämpften. Im Berichtszeitraum war eine Verschärfung der Kreditbedingungen bei der Vergabe von Hypothekarkrediten an Schuldner mit geringer Bonität zu beobachten. Die Kerninflation blieb auf etwas erhöhtem Niveau. Zwar besteht seitens der US-amerikanischen Notenbank die Erwartung, dass es zu einer Inflationsberuhigung kommt. Dies sei jedoch mit dem Risiko behaftet, dass die hohe Ressourcenauslastung in der US-Wirtschaft den Aufwärtsdruck auf die Inflation prolongieren könnte. Die Wachstumsabschwächung in den USA dürfte etwas stärker ausfallen als noch im Herbst erwartet. Allerdings gehen die meisten Prognosen von einer baldigen Erholung aus. Der IWF rechnet für das Jahr 2008 mit einer Beschleunigung des Wachstums auf 2,8%. Im *Euroraum* blieb das Wirtschaftswachstum im letzten Quartal 2006 und auch im ersten Quartal 2007 dynamisch und liegt damit über den meisten Wachstumsprognosen. Steigende Beschäftigung und rückläufige Arbeitslosenquoten kenn-

Tabelle 1

Wirtschaftsprognosen des IWF vom September 2006 und April 2007

	BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)			Verbraucherpreisinflation (in % zum Vorjahr)		
	2007		2008	2007		2008
	Sep. 06	Apr. 07	Apr. 07	Sep. 06	Apr. 07	Apr. 07
Industrielländer	2,7	2,5	2,7	2,3	1,8	2,1
USA	2,9	2,2	2,8	2,9	1,9	2,5
Euroraum	2,0	2,3	2,3	2,4	2,0	2,0
Japan	2,1	2,3	1,9	0,7	0,3	0,8

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

zeichneten den Arbeitsmarkt in diesem Zeitraum. Die HVPI-Inflationsrate ging vor allem in Folge von Basiseffekten bei den Energiepreisen zurück. Der EZB-Rat hob den Leitzinssatz zwischen Anfang Oktober und Ende März um weitere 75 Basispunkte an und ging Anfang April nach wie vor von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität aus. Der IWF rechnet mit einer Fortsetzung der guten Konjunktur bis ins Jahr 2008, während die Inflationsrate bei 2% bleiben sollte. In Japan setzte sich das Wachstum in den letzten Quartalen fort, während die Kerninflationsrate nicht zuletzt aufgrund einer Umstellung in der Berechnungsmethode nahe null blieb. Die japanische Zentralbank wie auch der IWF gehen davon aus, dass die Wirtschaft weiterhin moderat wachsen wird und dass mittelfristig der Trend einer leicht steigenden Inflationsrate anhalten wird.

Vorübergehende Finanzmarkt-turbulenzen, steigende Zinsen im Euroraum und in der Schweiz

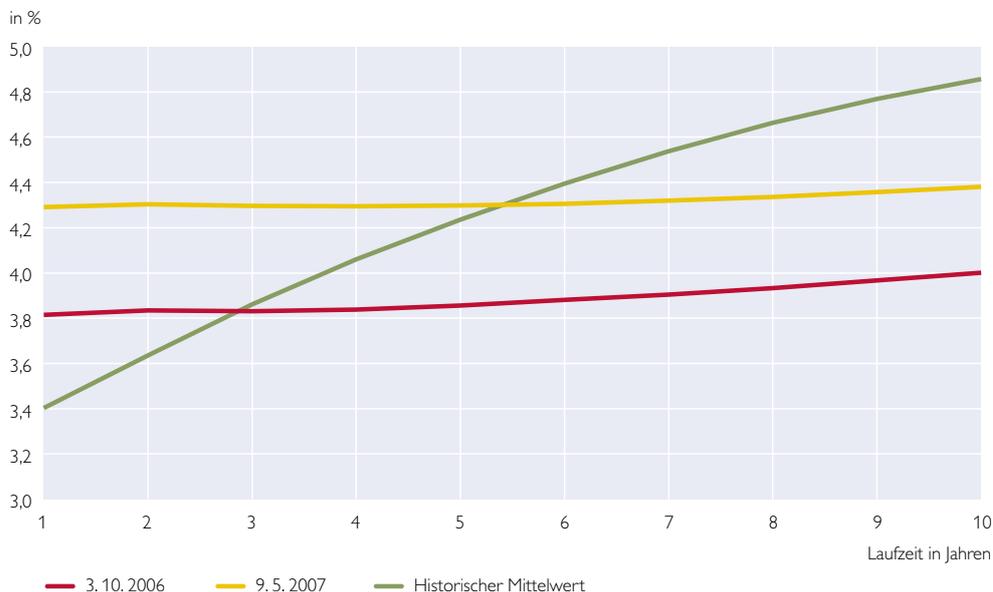
Auf den *Geldmärkten* in den USA hielt die US-amerikanische Notenbank von Anfang Oktober bis Mitte Mai ihren Leitzinssatz konstant bei 5¼%. In diesem Zeitraum hoben die EZB und die Bank of Japan ihre Leitzinsen um 75 bzw. 25 Basispunkte auf 3,75% bzw. 0,5% an. Die schweizerische Nationalbank erhöhte die Leitzinsen um 50 Basispunkte, das Zielband für den CHF-Drei-Monats-LIBOR lag Mitte Mai bei 1,75–2,75%. Auch in einer Reihe anderer industrialisierter Länder erhöhten die Zentralbanken weiter ihre Leitzinsen. Die Leitzinsanhebungen im Euroraum und Japan waren auf den Geldmärkten bereits vorweggenommen worden, während sich die teils vorhandenen Erwartungen fallender Leitzinsen in den

USA nicht realisierten. Die Terminzinsen auf den Geldmärkten deuteten Mitte April darauf hin, dass die Marktteilnehmer in ihrer Einschätzung nicht einig darüber waren, ob es in den USA bis Ende September zu einer Senkung des Leitzinses kommen würde. Für den Euroraum, Japan und die Schweiz hingegen bestanden Erwartungen von ansteigenden kurzfristigen Zinsen.

Die *Zinsstruktur auf dem Kapitalmarkt* blieb in den USA weitgehend unverändert und ist im Laufzeitbereich bis zu drei Jahre weiterhin invers. Im Euroraum stiegen die Zinsen entlang des gesamten Laufzeitpektrums um rund 50 Basispunkte. Dies dürfte auf die Leitzinsanhebungen der EZB sowie auf die über den Erwartungen liegende konjunkturelle Dynamik zurückzuführen sein. In der Schweiz stiegen die Zinsen ebenfalls in allen Laufzeitbereichen an, allerdings etwas weniger als im Euroraum. In allen drei Währungen waren die Laufzeitprämien Mitte April weit niedriger als im langjährigen Durchschnitt. Die an den Ergebnissen der Consensus-Umfrage gemessenen langfristigen Inflationserwartungen blieben im Euroraum stabil und gingen in den USA und der Schweiz geringfügig zurück.

Die *Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen* von Schuldnern mit besser Bonität im Euroraum blieben im Berichtszeitraum weitgehend konstant. Die Risikoaufschläge für schlechter eingestufte Emittenten gingen bis Ende Februar weiter merklich zurück, stiegen jedoch im Zuge der Finanzmarkt-turbulenzen Ende Februar wieder rasch an und blieben bis Mitte April auf diesem höheren Niveau. Im langjährigen Vergleich waren sie allerdings nach wie vor niedrig, was auf die sehr gute Ge-

Verschiebung der weiterhin flachen Euroraum-Zinskurve nach oben



Quelle: Thomson Financial, OeNB, auf Basis von Zinsswaps.

winnlage der Unternehmen und robustere Bilanzen zurückzuführen sein dürfte. Die *Swaps* spreads im Euroraum stiegen Ende Februar ebenfalls geringfügig an.

Auf den *Aktienmärkten* in den USA verlangsamte sich das Kurswachstum ab Herbst 2006, während im Euroraum weitere Kursgewinne verzeichnet wurden. Diese Entwicklung liegt unter anderem in der unterschiedlichen konjunkturellen Entwicklung in beiden Wirtschaftsräumen begründet. Im Zuge einer breit gestreuten Marktkorrektur Ende Februar 2007 gingen die Kurse rasch und deutlich zurück. Die an der impliziten Volatilität von Optionen gemessene Unsicherheit nahm sowohl auf den Aktienmärkten als auch auf den Geld- und Devisenmärkten deutlich zu. Als Ursachen für die Kurseinbrüche wurden ein Anstieg der Risikoaversion aufgrund von Sorgen über die Entwicklung der US-Konjunktur sowie des US-Hypothekenmarktes genannt, wie auch Bedenken über das hohe

Volumen an „carry trades“ (d.h. von Kreditaufnahmen in niedrigverzinslichen Währungen zu spekulativen Veranlagungszwecken, insbesondere zur Veranlagung in höher verzinsten Währungen) und die weitere Yen-Entwicklung, sowie ein Kursrutsch auf dem chinesischen Aktienmarkt. Nach einigen Tagen kam es auf den Märkten zu einer Stabilisierung. In der Folge konnten die Kursverluste wettgemacht werden, die implizite Volatilität ging wieder zurück und lag Mitte April im Wesentlichen wieder auf dem im langjährigen Vergleich niedrigen Niveau der vorangegangenen Monate. Die Kurs-Gewinn-Relationen verbesserten sich in den USA und im Euroraum in den vergangenen Quartalen leicht; derzeit befinden sie sich in der Nähe ihrer historischen Mittelwerte.

Auf den *Devisenmärkten* konnte der Euro gegenüber dem US-Dollar merklich zulegen und überschritt am 25. April 2007 mit 1,3649 USD je Euro seinen historischen Höchststand

seit seiner Einführung Anfang 1999. Gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken legte der Euro noch stärker zu und erreichte zuletzt mit 161,91 JPY je Euro sowie 1,6467 CHF je Euro ebenfalls historische Höchststände. Die Kurszuwächse können zum Teil auf die im Euroraum in allen Laufzeitbereichen stärker gestiegenen Zinsen zurückgeführt werden. Im Zuge der Finanzmarkturbulenzen Ende Februar, bei denen der US-Dollar unter Druck geriet, kam es allerdings zu erheblichen Schwankungen der Wechselkurse des Franken und des Yen, die vorübergehend zu einer deutlichen Aufwertung dieser beiden Währungen gegenüber dem Euro führten. Diese temporäre Stärkung von Franken und Yen sah man allgemein als Folge einer steigenden Risikoaversion, die sich auf die Bereitschaft zur Weiterführung von „carry trades“ negativ auswirkte.

Aufstrebende Märkte: Dynamisches Wachstum, Zuflüsse an den Privatsektor

Weiterhin starkes Wachstum bei meist hohen Leistungsbilanzüberschüssen

Der IWF rechnet für die *aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Market Economies – EMEs)* mit einem Anhalten der konjunkturellen Dynamik und hat seine Wachstumsprognose für etliche dieser Länder (insbesondere für die GUS-Länder mit Ausnahme Russlands sowie für Brasilien, Indien und Subsahara-Afrika) erneut deutlich nach oben revidiert. Der Prognose zufolge wird in den EMEs das reale BIP-Wachstum in den Jahren 2007 und 2008 jeweils bei über 7% liegen, nach fast 8% im letzten Jahr. Die leicht rückläufige Inflation dürfte bis 2008 auf unter 5% sinken. Die Turbulenzen auf den globalen Finanz-

märkten im späten Frühjahr 2006 und im Februar 2007 haben den Ausblick nicht dauerhaft beeinträchtigt. Dies ist nicht zuletzt auf die Fundamentaldaten in den EMEs zurückzuführen, die in den meisten Ländern durch stabilere Staatsfinanzen, niedrigere Verschuldungsgrade, hohe Leistungsbilanzüberschüsse und gestiegene Währungsreserven gekennzeichnet sind. Als Risiko wird ein weiterer Anstieg des Zinsniveaus in den entwickelten Volkswirtschaften erachtet, da internationale Investoren dann ihre Risikobereitschaft neu überdenken könnten.

In der Ländergruppe *Asien ohne Japan (Non-Japan Asia; NJA)* beschleunigte sich im Jahr 2006 das reale BIP-Wachstum leicht auf 8,9%, doch wurde in einigen der großen Volkswirtschaften im zweiten Halbjahr eine leichte Abschwächung erkennbar. Sowohl die Binnenwirtschaft als auch die Außenwirtschaft blieben die Wachstumsstützen. Während Indiens Wirtschaft erneut um 9,2% zulegte, erhöhte sich Chinas Wirtschaftswachstum geringfügig auf 10,7%, angetrieben von der Dynamik bei den Anlageinvestitionen und den Exporten. Chinas Zentralbank erhöhte die Schlüsselzinssätze drei Mal innerhalb eines Jahres, verschärfte die administrativen Kontrollen und hob zur Dämpfung der Kreditausweitung wiederholt den Mindestreservesatz für Einlagen an. In NJA bleiben laut IWF die guten Wirtschaftsaussichten aufrecht, wenngleich sich die Wachstumsraten bis 2008 auf 8,0% leicht abschwächen dürften. Ein Risiko für die Exporte der Region wird in einer stärkeren Abschwung in den USA gesehen.

In *Lateinamerika* verstärkte sich die konjunkturelle Dynamik 2006 auf 5,5%, wobei deutliche Unter-

schiede zwischen einzelnen Ländern bestanden. Für die gesamte Region rechnet der IWF mit einer moderaten Verlangsamung des breit abgestützten Wachstums auf 4,2% im Jahr 2008, während sich in Brasilien das Wachstum auf diesen Wert beschleunigen sollte. Aus Sicht des IWF haben strukturelle Maßnahmen in etlichen Ländern dieser Region dazu geführt, dass die Verwundbarkeit durch externe Schocks gesunken ist. Während die unterstützenden Finanzierungsbedingungen und die weiterhin hohen Rohstoffpreise den positiven Ausblick bekräftigen, wäre Lateinamerika von einem starken Abschwung der US-Wirtschaft stärker betroffen als andere Regionen.

In *Subsahara-Afrika* erreichte die Wachstumsdynamik im Jahr 2006 5,7%, wobei die Erdöl importierenden Länder um immerhin 5,3% wuchsen. Nach einer Beschleunigung auf 6,8% in diesem Jahr erwartet der IWF für 2008 eine mäßige Abschwächung auf 6,1%. Die Häufigkeit militärischer Konflikte und die politische Instabilität verringerten sich in den letzten zehn Jahren deutlich. Die Fortsetzung des dynamischen Wirtschaftswachstums liegt nun daher primär in der Verantwortung der Wirtschaftspolitik: Strukturreformen, die Stärkung der Institutionen und die Verbesserung des Investitionsklimas könnten die starke Rohstoffabhängigkeit verringern helfen. Die Erhöhung der Ausgaben für Infrastruktur, Bildungs- und Gesundheitswesen (auf Basis von Erdöleinnahmen und Schuldennachlässen) ist aus Sicht des IWF notwendig, wenn gleich auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität zu achten sei. Von den ent-

wickelten Volkswirtschaften fordert der IWF, dass diese durch die Einhaltung ihrer (finanziellen) Zusagen im Bereich der Entwicklungszusammenarbeit und durch die Öffnung der Märkte für afrikanische Exporte zum Wachstum beitragen.

Im *Nahen Osten* erwartet der IWF ein bis 2008 stabiles Wachstum von etwa 5,5%. Die Erdölexporteure schaffen laut IWF Verbesserungen in der Infrastruktur, insbesondere die Entwicklung des Nicht-Erdölsektors wird weiter vorangetrieben. Das vorsichtige Management der hohen Erdöleinnahmen in der gegenwärtigen Rohstoff-Hausse verringerte aus Sicht des IWF die Verwundbarkeit gegenüber Preisrückgängen. Obwohl über fortgesetzte Finanzmarktreformen die Stabilität der Finanzinstitutionen verbessert wird, sind diese in etlichen Ländern mit einem hohen Anteil von Problemkrediten konfrontiert.

In der *Türkei* verlangsamte sich im Jahr 2006 das Wachstum weiter auf 6,1%, da im zweiten Halbjahr die Inlandsnachfrage nachließ, teilweise verursacht von der restriktiven Geldpolitik nach der Abwertung im Frühjahr 2006 und dem schwächeren Kreditwachstum. Mit einer Inflation von 9,7% im Dezember wurde das Anfang 2006 eingeführte Ziel verfehlt, dennoch hält die Zentralbank am mittelfristigen Inflationsziel von 4% (+/- 2%) fest. Das 2006 auf 8% des BIP gestiegene Leistungsbilanzdefizit dürfte trotz der Abwertung bis zum Jahr 2008 nur moderat sinken. Die Finanzierung dieses Defizits erfolgte zuletzt durch rasch steigende Nettozuflüsse an Direktinvestitionen, die v. a. durch den EU-Beitrittsprozess angetrieben werden.

Hohe Nettozuflüsse an den privaten und Nettoabflüsse aus dem öffentlichen Sektor in den EMEs

Im Jahr 2006 schlossen die *Nettokapitalzuflüsse an den privaten Sektor* in den EMEs am Rekordvolumen des Vorjahres an. Nach den globalen Finanzmarkturbulenzen im späten Frühjahr 2006 begannen ab Jahresmitte diese Zuflüsse auf Grund robuster Wirtschaftswachstums- und nachlassender Inflationserwartungen wieder anzusteigen. Für die Jahre 2007 und 2008 rechnet der IWF mit einem etwa gleich hohen Nettozufluss, der erneut zur Gänze aus Nettozuflüssen an Direktinvestitionen stammt, während der viel geringere und rückläufige Nettozufluss an „anderen Flüssen“ (v. a. Krediten) nicht ausreicht, den fortgesetzten Nettoabfluss an Portfolioinvestitionen auszugleichen. Die Direktinvestitionen bleiben in allen Regionen der wichtigste Nettozufluss. Bei

den Portfolioinvestitionen wird es wie im Vorjahr nur in Zentral- und Osteuropa, in den GUS und in sehr bedeutendem Ausmaß in Afrika zu Nettozuflüssen kommen, während in Asien der 2006 begonnene starke Nettoabfluss anhalten wird. Bei den „anderen Flüssen“ wird sich der Nettozufluss weiterhin auf Zentral- und Osteuropa, die GUS und heuer auch noch Asien konzentrieren, während der Nettoabfluss erneut in Lateinamerika und in Afrika stattfindet. Zentral- und Osteuropa, die einzige unter diesen Regionen, die kontinuierlich ein hohes *Leistungsbilanzdefizit* aufweist, dürfte wie im Vorjahr auch 2007 und 2008 den größten Anteil an den Nettokapitalzuflüssen an den privaten Sektor anziehen. Nur im Nahen Osten erfolgten im Vorjahr *Nettokapitalabflüsse* des Privatsektors (Veranlagung der Petrodollars); für 2007 und 2008 wird auch hier ein

Tabelle 2

Nettokapitalzuflüsse in Emerging Market Economies und Entwicklungsländer¹

in Mrd USD

	2003	2004	2005	2006	2007 ²	2008 ²
Nettokapitalzufluss an den Privatsektor	173,3	238,6	257,2	255,8	252,7	259,3
Nach Instrumenten						
Direktinvestitionen	165,3	190,0	266,3	266,9	283,7	288,9
Portfolioinvestitionen	-12,1	25,0	29,4	-76,3	-62,0	-52,2
Andere Flüsse	20,1	23,5	-38,5	65,2	30,9	22,6
Nach Regionen (Länder)						
Europa	52,5	74,7	117,5	121,1	109,0	117,7
GUS	17,9	7,7	37,6	65,7	38,0	28,6
Mittlerer Osten	4,7	-12,0	-19,9	-15,5	14,4	34,8
Afrika	2,7	12,3	18,3	20,2	28,6	39,9
Asien	69,2	142,5	69,7	53,9	30,7	-5,8
Lateinamerika und Karibik	26,2	13,3	33,9	10,4	32,0	44,2
Nettokapitalzufluss an den öffentlichen Sektor³	-44,5	-57,8	-122,6	-143,8	-96,4	-116,6
Nachrichtlich						
Leistungsbilanzsaldo	229,4	299,7	511,6	638,5	548,6	567,1
Währungsreserven ⁴	-358,9	-508,2	-590,1	-738,4	-715,5	-716,4
davon China	-117,2	-206,3	-207,0	-240,0	-290,0	-320,0

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

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

² Prognose.

³ Minus: Nettokapitalabfluss aus den Entwicklungsländern in die Industrieländer.

⁴ Minus: Anstieg.

Nettozufluss erwartet. In allen anderen Regionen bestand schon im Jahr 2006 die auch für heuer und nächstes Jahr erwartete Kombination aus hohen *Leistungsbilanzüberschüssen und Nettokapitalzuflüssen* an den Privatsektor.

In allen Regionen gab es 2006 einen *Nettokapitalabfluss des öffentlichen Sektors* (Rückzahlungen von Auslandsschulden sowie Veranlagungen) neben einem weiteren *Aufbau von Währungsreserven*. Gleiches erwartet der IWF auch für die Jahre 2007 und 2008, mit Ausnahme davon, dass in Afrika dem öffentlichen Sektor nun Kapital netto zufließen sollte.

Österreichs Bankenforderungen in Zentral- und Osteuropa Spitzenreiter

Ende September 2006 erreichten die Forderungen der österreichischen Ban-

ken (unter Ausschluss der BA-CA) bereits über 7% des nominellen BIP der Empfängerländer in Zentral- und Osteuropa und der Türkei und waren damit höher als die Bankenforderungen jedes anderen Landes an diese Region. Im Vergleich zu den Banken anderer Geberländer hielten die österreichischen Banken gegenüber jedem einzelnen EU-Mitgliedstaat Zentral- und Osteuropas (mit Ausnahme der baltischen Länder und Polens) den höchsten Forderungsstand, in der Tschechischen Republik gleichauf mit den belgischen Banken und in Ungarn mit den deutschen Banken. Im Fall der Slowakei, Sloweniens und Kroatiens sind die Forderungen sämtlicher an die BIZ meldenden Banken in besonders hohem Ausmaß auf die österreichischen Banken konzentriert.

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	USA	JP
Zentral- und Osteuropa plus Türkei	7,3	5,9	3,3	3,4	2,2	2,5	3,1	1,5	34,0	1,8	0,6
EU-Mitgliedstaaten Zentral- und Osteuropas (ohne Baltikum)											
Bulgarien	8,9	3,3	6,0	3,0	1,0	0,0	0,3	0,5	42,2	1,3	0,1
Tschechische Republik	21,8	5,3	1,7	16,2	2,9	0,1	21,8	1,8	73,1	2,5	0,5
Ungarn	20,0	20,3	8,8	3,8	2,6	0,2	10,2	0,7	71,2	2,3	0,9
Polen	3,0	7,1	5,9	1,4	4,4	0,8	3,0	0,7	34,0	2,6	1,0
Rumänien	8,4	1,7	2,3	7,0	3,6	0,1	0,1	0,2	31,8	1,0	0,1
Slowakei	34,9	4,2	17,2	2,3	4,2	0,1	7,5	1,1	72,1	2,0	0,1
Slowenien	22,3	12,9	1,2	4,8	0,7	0,0	4,6	0,8	48,8	0,3	0,7
Sonstige Länder Zentral- und Osteuropas											
Kroatien	54,8	7,3	48,3	16,3	0,5	0,0	0,7	0,6	129,5	0,4	1,0
Russland	1,1	3,2	0,2	0,7	1,1	0,1	0,1	0,6	8,6	0,9	0,6
Türkei	0,2	4,2	..	2,6	1,7	0,1	2,2	3,0	16,6	2,6	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 März 2007, Table 9B). Diese umfassen bei jeder Bank die Forderungen (in sämtlichen Währungen) der Mutter- und der Tochtergesellschaften gegenüber Schuldnern außerhalb des Konzerns in den jeweiligen Ländern. Die Forderungen der österreichischen Banken enthalten in dieser konsolidierten Betrachtung nicht die Forderungen der BA-CA-Gruppe.

¹ Stand Ende September 2006.

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

Eurobonds robust gegenüber Rückschlägen beim Risikoappetit der Investoren

Nach den Turbulenzen im Mai/Juni 2006 und der darauffolgenden Erholung blieben die Entwicklungen auf dem internationalen Eurobondmarkt von Ende September 2006 bis Ende März 2007 grundsätzlich positiv. Der durchschnittliche Renditeabstand von in US-Dollar bzw. Euro denominierten Staatsanleihen von Emittenten aus aufstrebenden Märkten zu den Benchmarkanleihen, gemessen am (Euro-)EMBI Global von J. P. Morgan, verringerte sich insgesamt in diesem Zeitraum um 38 (USD) bzw. 16 (EUR) Basispunkte.

Der generelle Abwärtstrend des Renditeabstands wurde von zwei temporären Rückschlägen (Anfang Dezember 2006 und Ende Februar 2007) unterbrochen, wobei sich der Eurobondmarkt angesichts des Anstiegs der Risikoaversion Ende Februar 2007 im Vergleich zu Aktienmärkten, Hochzins-Anleihemärkten und einzelnen Währungen weitgehend robust zeigte.

Wenngleich sich die Renditeabstände von in US-Dollar bzw. Euro denominierten Eurobonds in dieselbe Richtung bewegten, trugen Unterschiede in der Renditehöhe (höher beim US-Dollar) und in der Renditeentwicklung (Rückgang beim US-Dollar, Anstieg beim Euro) zu Gesamterträgen in unterschiedlichem Ausmaß bei. In US-Dollar denominierte Eurobonds warfen in der Berichtsperiode einen (nicht annualisierten) Gesamtertrag von über 6% ab, während die in Euro denominierten Anleihen nur einen Ertrag von etwa 1% erwirtschafteten. Eurobonds europäischer Emittenten schnitten in beiden Marktsegmenten erneut unterdurchschnittlich gegenüber dem Gesamtindex ab. Dies war dem bei Eurobonds europäischer Emittenten vergleichsweise bereits viel niedrigeren Ausgangsniveau des Renditeaufschlags und dem (zum Teil damit verbundenen) geringeren Ausmaß eines weiteren Renditerückgangs zuzuschreiben.

Wie schon zuvor stand der Rückgang der durchschnittlichen Rendite-

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
	30. März 2007	30. März 2007	Änderung seit 30. Sep. 2006	seit 30. Sep. 2006	30. März 2007	30. März 2007	30. März 2007	30. März 2007	Änderung seit 30. Sep. 2006	seit 30. Sep. 2006	30. März 2007	30. März 2007
Gesamtindex	100,0	170	-38	6,3	BB+	7,38	100,0	60	-16	1,1	BBB	5,43
Afrika	2,4	294	6	4,1	..	3,29	4,9	66	-26	1,6	BBB+	5,56
Asien	16,3	142	-40	6,1	BB+	6,88	4,8	61	-41	2,3	BBB	4,29
Europa	24,5	147	-18	5,1	BBB-	6,92	69,7	49	-10	0,6	BBB+	5,54
Lateinamerika	53,7	173	-45	7,2	BB+	8,07	20,6	96	-30	2,1	BBB-	5,29
Mittlerer Osten	3,1	424	4	4,1	B-	5,09

Quelle: Bloomberg, JP 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.

abstände mit der Entwicklung der *Fundamentaldata* (gemessen am durchschnittlichen Rating) auf der Ebene der Gesamtindizes durchwegs im Einklang. Für die in den beiden Indizes (EMBI Global und Euro-EMBI Global) enthaltenen Länder überstieg die Anzahl der Höherstufungen bei Ratings (durch die drei führenden Ratingagenturen) deutlich die Anzahl der Rückstufungen, wenngleich das Verhältnis zwischen Upgrades und Downgrades im ersten Quartal 2007 etwas schlechter wurde. Von den in den Indizes enthaltenen zentral- und osteuropäischen Ländern wurden fünf (Bulgarien, Polen, Rumänien, Slowakei, Litauen) höhergestuft und lediglich eines (Ungarn) rückgestuft.

Die bereits im letzten Bericht genannten *Risikofaktoren* für die Eurobondmärkte bestehen weiterhin fort. Erstens steht das geringe Ausmaß der Differenzierung durch die Investoren zwischen einzelnen Emittenten (gemessen an der Streuung der Renditeaufschläge über die in den jeweiligen Indizes enthaltenen Länder) weiterhin nicht völlig im Einklang mit der Streuung ihrer Ratings, auch wenn sich die Streuung der Ratings der im EMBI Global Index enthaltenen Länder im Lauf des Jahres 2006 verringerte. Zweitens ist die Differenz zwischen den Renditeaufschlägen von Eurobonds souveräner Schuldner und Unternehmensanleihen derselben Ratingklasse (nicht bereinigt um die Laufzeitstruktur) bei den meisten Ratingklassen weiterhin negativ, zum Teil auch in gestiegenem Ausmaß. Drittens sind die derzeitigen tiefen Spreadniveaus auch von der globalen Liquiditätslage und der Risikoneigung der Investoren abhängig. In diesem Zusammenhang stellen eine stärkere Abkühlung der internationalen Konjunktur, höher als derzeit antizipierte

Leitzinsen oder ein unerwarteter deutlicher Anstieg langfristiger Zinsen in den Industrieländern, eine ungeordnete Bereinigung globaler Ungleichgewichte oder eine Zunahme geopolitischer Risiken die wichtigsten Risikofaktoren für den Eurobondmarkt dar.

Zentral- und Osteuropa: Starke Wechselkursgewinne beim Forint und bei der slowakischen Krone

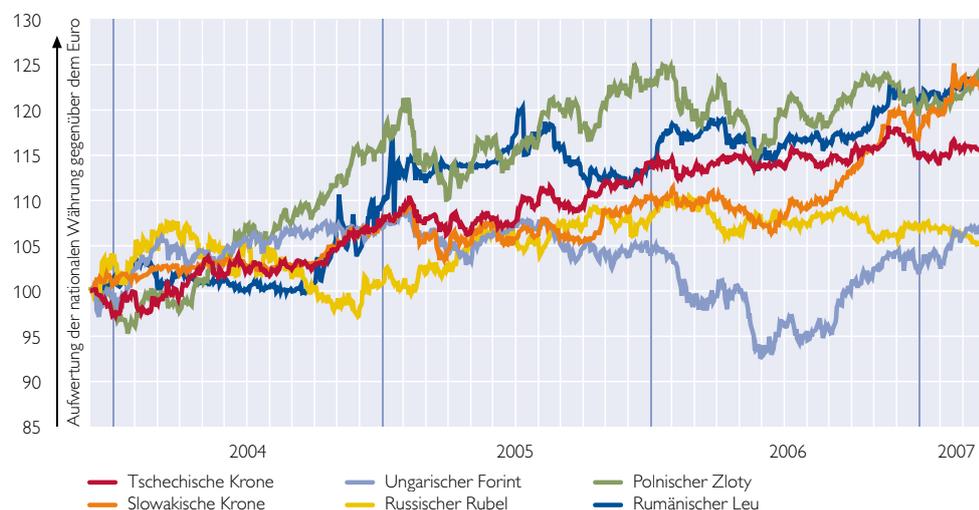
Zwischen Ende September 2006 und Ende März 2007 festigten sich die meisten der hier untersuchten zentral- und osteuropäischen Währungen zum Teil deutlich gegenüber dem Euro. Den größten Zugewinn konnten die slowakische Krone und der ungarische Forint mit +12,1 % bzw. +10,2 % verbuchen. Damit konnte der Forint seinen im Juni 2006 erlittenen Wertverlust mehr als wettmachen, während die Krone gegenüber ihrem Mitte Juli 2006 registrierten Tief sogar um 16 % zulegte.

Auf Antrag der Slowakei wurde am 16. März 2007 (mit Wirkung vom 19. März) beschlossen, die in Euro gemessene Zentralrate der slowakischen Krone im WKM II um 8,5 % aufzuwerten. In der zugehörigen Verlautbarung wurde die Aufwertung als durch die Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldata gerechtfertigt bezeichnet. Zugleich wurde als Grundlage für den gemeinsamen Aufwertungsbeschluss angegeben, dass die slowakischen Behörden die feste Verpflichtung eingingen, eine auf Preisstabilität und die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit ausgerichtete Wirtschaftspolitik zu führen. Diese schließt gemäß der EU-Verlautbarung insbesondere ein: die Verstärkung der fiskalischen Konsolidierung gemäß der Stellungnahme des Rates

Grafik 2

Wechselkurs nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dezember 2003 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: Index auf Basis Euro je Einheit nationaler Währung.

zum Konvergenzprogramm der Slowakei, eine am Produktivitätswachstum orientierte Lohnpolitik, die Fortsetzung von Strukturreformen zur Steigerung der Produktivität und Verbesserung des Funktionierens der Märkte sowie die Wachsamkeit gegenüber den mit starkem Kreditwachstum verbundenen Risiken.

Auch der rumänische Leu legte gegenüber dem Euro kräftig zu (+5,4%), während der Wertzuwachs bei der tschechischen Krone und beim polnischen Zloty vergleichsweise gering ausfiel.¹ Der Großteil der Aufwertung dieser Währungen fand im vierten Quartal 2006 statt. Der Außenwert der kroatischen Kuna blieb in der Berichtsperiode weitgehend unverändert, während der russische Rubel etwa 2% gegenüber dem Euro verlor. Gegenüber seinem zu 45% aus Euro und zu 55% aus US-Dollar bestehenden Währungskorb festigte sich der Rubel um knapp 1%.

Der slowenische Tolar bewegte sich bis Ende 2006 im Rahmen des WKM II in einer sehr engen Bandbreite gegenüber dem Euro, knapp bei seiner WKM II-Zentralrate. Mit Jahresanfang 2007 trat Slowenien dem Euroraum bei, wobei der Tausch von Tolar gegen die Einheitswährung zur Zentralrate (239,640 Tolar je Euro) erfolgte.

Während des Großteils der Berichtsperiode waren die zentral- und osteuropäischen Währungen vom *internationalen Umfeld* begünstigt, das durch hohe Liquidität, ausgeprägte Bereitschaft zur Risikoübernahme und anhaltende Suche nach höheren Ertragsaussichten in riskanteren Marktsegmenten gekennzeichnet war. Diese Währungen konnten sich allerdings auch Ende Februar/Anfang März 2007 gegenüber der gestiegenen Volatilität und Kursverlusten in anderen Segmenten des internationalen Kapitalmarktes (z. B. Aktien, Hoch-

¹ Allerdings legte der Zloty dann in den Wochen vor und nach der Zinsanhebung Ende April kräftig zu.

zinsanleihen, einzelne Währungen) gut behaupten, wenngleich die Aktienkurse auch in diesen Ländern etwas unter Druck gerieten.

Gegenüber Ungarn, wo die Zunahme der Risikoaversion auf den internationalen Kapitalmärkten im Mai/Juni 2006 – gepaart mit großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und mangelnder wirtschaftspolitischer Glaubwürdigkeit der Regierung – zu starken Wechselkursverlusten geführt hatte, besserte sich das Investorenvertrauen deutlich während der Berichtsperiode, trotz der Rückstufung eines Ratings für staatliche Fremdwährungsanleihen. Ausschlaggebend dafür waren die Veröffentlichung eines umfassenden Plans zur Fiskalkonsolidierung sowie erste Maßnahmen zur Rückführung des ausufernden Budgetdefizits, das 2006 knapp 10% des BIP erreicht hatte. Weiters wurden Strukturreformen eingeleitet und die innenpolitischen Turbulenzen ließen nach. Auch in der Slowakei konnte die seit Juli 2006 amtierende Regierung – nach anfänglichen Zweifeln – das Marktvertrauen gewinnen. Das Festhalten am angepeilten Euro-Einführungsdatum (Anfang 2009), die Verabschiedung eines soliden Budgets für das Jahr 2007 und die Vorlage eines auf Defizitverringerung bedachten Konvergenzprogramms dürften dabei eine wesentliche Rolle gespielt haben. Die innenpolitische Lage in Polen, die Ende Juni/Anfang Juli bzw. Ende September 2006 kurzfristig negative Marktreaktionen ausgelöst hatte, beruhigte sich ebenfalls. In Rumänien schließlich könnte der bevorstehende EU-Beitritt die Marktmeinung positiv beeinflusst und zu den Wechselkursgewinnen im November/Dezember beigetragen haben.

Die Aufwertung der meisten zentral- und osteuropäischen Währungen erfolgte in einem *Umfeld starken Wirtschaftswachstums*. Das BIP-Wachstum betrug 2006 zwischen 5% und 8% und beschleunigte sich in den meisten der hier beschriebenen Länder oder blieb auf hohem Niveau stabil. Die Ausnahme bildete Ungarn, wo die Wachstumsrate aufgrund der Sparmaßnahmen der Regierung zurückging. Die Wachstumsdynamik fiel im zweiten Halbjahr generell stärker aus als im ersten Halbjahr, mit Ausnahme der Tschechischen Republik und Ungarn (Wachstumsverlangsamung), sowie Kroatien (gleichbleibende Dynamik). Im Gegensatz zu 2005 stützte sich das Wachstum 2006 primär auf die inländische Nachfrage (Ausnahme: Ungarn), deren Dynamik im zweiten Halbjahr zunahm (Ausnahmen: Ungarn und Kroatien). Unter den inländischen Nachfragekomponenten war das Investitionswachstum stärker als das Wachstum des Konsums (Ausnahme: Ungarn), dessen Rate weiterhin hinter der BIP-Wachstumsrate zurückblieb (Ausnahmen: Bulgarien und Rumänien). Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte war in der Slowakei, in der Tschechischen Republik und in Ungarn positiv, in den anderen Ländern negativ und dabei in Bulgarien und Rumänien stark negativ. Dies resultierte daraus, dass sich das Importwachstum zu meist deutlich stärker beschleunigte als das Exportwachstum (Ausnahme: Ungarn und Slowakei). Dennoch konnten die meisten der hier untersuchten Länder im Jahr 2006 mit ihren Exporten ihren Anteil an den Importen der Welt und der EU-27 – in den meisten Fällen trotz verschlechterter Terms of Trade – steigern oder zumindest halten.

Die *Entwicklung des kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos* war in den hier untersuchten Ländern im zweiten Halbjahr 2006 gemischt. In der Slowakei und in Ungarn fiel das Defizit niedriger aus als im zweiten Halbjahr 2005, blieb aber in der Slowakei mit 8,7% des BIP immer noch auf hohem Niveau. In Polen war das Defizit unverändert und mit 1,7% des BIP erneut das niedrigste Defizit der hier untersuchten Länder. In der Tschechischen Republik sowie in Slowenien und in deutlich höherem Maß in Bulgarien sowie in Rumänien weitete sich das Defizit aus. In den beiden letzten Ländern wurden ausgehend von bereits hohen Niveaus im zweiten Halbjahr 2005 nun Defizite von 14,6% bzw. 9,6% des BIP erreicht. In Kroatien fiel der im zweiten Halbjahr tourismusbedingt übliche Überschuss geringer aus als in der Vorjahresperiode. Im Einklang mit dem positiven Wachstumsbeitrag der Nettoexporte verbesserte sich der Saldo der Güter- und Dienstleistungsbilanz in der Slowakei (Defizitverringern von 5% auf 4% des BIP) und in der Tschechischen Republik und Ungarn (Überschüsse von knapp über 1% des BIP). In Bulgarien und Rumänien hingegen waren weiterhin die sehr hohen Abgänge bei der Güter- und Dienstleistungsbilanz die Hauptursache für die Leistungsbilanzlücke im zweiten Halbjahr 2006. Die zum Teil hohen außenwirtschaftlichen Defizite bzw. ihre Ausweitung sind vor dem Hintergrund des starken Wirtschaftswachstums und der starken Investitionsnachfrage zu sehen, wenn auch das Investitionswachstum zum Teil rege Wohnbautätigkeit reflektiert. In Bulgarien und Rumänien dürfte jedoch auch die starke Konsumnachfrage zum Importbedarf beigetragen

haben. Positiv zu werten ist, dass der Nettozufluss an Direktinvestitionen (einschließlich konzerninterner Kredite) in den meisten der untersuchten Länder wesentlich zur Reduzierung der Finanzierungslücke beitrug. Der verbleibende Finanzierungsbedarf erreichte im zweiten Halbjahr 2006 (und auch im Gesamtjahr 2006) lediglich in Slowenien ein größeres Ausmaß, was neben der Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits mit dem Nettoabfluss an Direktinvestitionen (geringere Zuflüsse, anhaltende Abflüsse) zu erklären ist. Kroatien verzeichnete wie saisonal üblich eine positive Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Netto-Direktinvestitionen; im Gesamtjahr war sie nahe null.

Der ungarische Forint und der rumänische Leu erhielten weiterhin Aufwertungsdruck von hohen *kurzfristigen Zinsdifferenzen zum Euroraum*. Allerdings war die Zinsdifferenz in Ungarn leicht und in Rumänien deutlich rückläufig. Neben steigenden Zinsen im Euroraum wurde dies in Rumänien auch durch die Zinssenkungen der Zentralbank in Reaktion auf den Inflationsrückgang und die leicht nachlassende Kreditdynamik sowie zur Minderung des Aufwertungsdrucks bewirkt. In beiden Ländern rechnen die Marktteilnehmer mit einem Sinken der kurzfristigen Zinsen über die nächsten Monate, was zu einer weiteren Abnahme der Zinsdifferenz zum Euroraum führen dürfte. Die Aufwertung der slowakischen Krone erfolgte parallel zu einem Rückgang der ohnehin schon deutlich geringeren kurzfristigen Zinsdifferenz, wobei Marktteilnehmer Ende März 2007 das Entstehen einer negativen Zinsdifferenz gegenüber dem Euroraum über die kommenden Monate erwarteten (als Kombination von fallenden Zinsen in

der Slowakei und steigenden Zinsen im Euroraum). Auch in Polen war der kurzfristige Zinsabstand in der Berichtsperiode auf niedrigem Niveau rückläufig, während sich der negative Zinsabstand in der Tschechischen Republik weiter ausweitete. Für die kommenden Monate rechnen Marktteilnehmer mit einem stärkeren Anstieg der kurzfristigen Zinsen auf diesen beiden Märkten als im Euroraum.

Größere *Devisenmarktinterventionen* zur Beeinflussung der Wechselkursdynamik wurden während der Berichtsperiode insbesondere in der Slowakei durchgeführt. Auf die seit Mitte Juli 2006 erfolgte starke Aufwertung der slowakischen Krone reagierte die Zentralbank Ende Dezember, als der Wechselkurs bei nahe 11 % auf der starken Seite des WKM II-Fluktuationsbandes lag, mit einer Intervention auf dem Devisenmarkt in Höhe von etwa 500 Mio EUR, im März gab es erneute Interventionen. Zusätzlich versuchte die Zentralbank die Attraktivität der Währung durch eine höhere Kronenliquidität auf dem Geldmarkt zu verringern, indem sie bei mehreren passiven Repo-Auktionen größere Gebotsmengen ablehnte. Auch die kroatische Zentralbank war während der Berichtsperiode zeitweise auf dem Devisenmarkt aktiv, um größere Ausschläge des Wechselkurses zu verhindern. Dabei handelte es sich saisonal bedingt ausschließlich um den Ankauf von Fremdwährung von den Kommerzbanken.

Vor allem in Slowenien sowie in geringerem Ausmaß auch in der Tschechischen Republik und Polen überstieg in der Berichtsperiode die Ausweitung der inländischen Kredite den Anstieg der inländischen Einlagen. Dies führte zur Anziehung von

ausländischem Kapital als Finanzierungsquelle für die Banken und dürfte so zur Festigung der Währungen beitragen haben. In Bulgarien, Kroatien und Russland übte auch die verstärkte direkte Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen im Ausland einen Aufwertungsdruck aus.

Zu den *Risikofaktoren für die Wechselkursentwicklung* der zentral- und osteuropäischen Währungen zählt in mehreren Ländern weiterhin die Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite, auch wenn diese bisher in den meisten Ländern größtenteils durch Nettozuflüsse an Direktinvestitionen finanziert werden konnten. Die Vermeidung von Defiziten, die durch übermäßiges inländisches Nachfrage- und insbesondere Konsumwachstum verursacht werden, stellt auch im Rahmen des wirtschaftlichen Aufholprozesses eine wichtige Aufgabe dar. Ergänzend ist die Gewährleistung eines für Direktinvestitionszuflüsse attraktiven Wirtschaftsklimas wichtig. Soweit Nettozuflüsse an Direktinvestitionen zur Deckung des externen Finanzierungsbedarfs nicht ausreichen, entsteht eine Abhängigkeit von Nettozuflüssen an Portfolioinvestitionen und steigenden Kreditverbindlichkeiten. Wenngleich ein großer Teil des ausstehenden im Ausland aufgenommenen Kreditvolumens bislang von ausländischen Muttergesellschaften (Banken oder nichtfinanziellen Unternehmen) gewährt wurde, stellt das plötzliche Ausbleiben oder der Nettoabzug von Portfoliokapital und grenzüberschreitenden Krediten einen Risikofaktor für die Währungen dar. In diesem Zusammenhang ist der Anstieg des langfristigen Zinsniveaus in den USA und im Euroraum, der die Zinsdifferenz verringert, primär für Finanz-, möglicherweise aber auch für Realinves-

toren von Bedeutung. Auch das Abschmelzen der Zinsdifferenz zur Schweiz und zu Japan verringert die Attraktivität der Region für Finanzinvestoren via „carry trades“. Zugleich dürfte es auch die in den letzten Jahren in etlichen Ländern zunehmend beliebte inländische Kreditaufnahme in Schweizer Franken dämpfen. Diese Faktoren können zu erhöhter Wechselkursvolatilität und Währungsabwertungen führen. Eine solche Entwicklung kann vorübergehend auch aus einer Verlangsamung des durch ausländischen Kapitalzufluss finanzierten Kreditwachstums bzw. aus einer Netto-Rückzahlung von Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken in Folge einer Umschichtung ihrer Kredit- und Refinanzierungsstruktur resultieren, auch wenn dadurch in weiterer Folge der externe Finanzierungsbedarf und das Abwertungsrisiko verringert werden dürften.

Rückläufige Renditeabstände von Staatsanleihen in nationaler Währung

Nach dem Anstieg in der vorigen Berichtsperiode (Ende März bis Ende September 2006), verringerten sich die *Renditeabstände von 10-jährigen Staatsanleihen in nationaler Währung zu Euro-Benchmarkanleihen* zwischen Ende September 2006 und Ende März 2007 in allen vier hier untersuchten Ländern (Tschechische Republik, Ungarn, Polen und Slowakei). Als Ergebnis lagen die Renditeabstände Ende März 2007 in allen vier Ländern tiefer als vor einem Jahr. Den höchsten Renditeabstand zum Euroraum bot weiterhin Ungarn, mit etwa 260 Basispunkten, vor Polen (105 Ba-

sispunkte) und der Slowakei (10 Basispunkte). Die Rendite tschechischer 10-jähriger Anleihen lag knapp 30 Basispunkte unter dem Niveau des Euroraums. Zur Dynamik kann zum einen festgehalten werden, dass der größte Spread-Rückgang in der Berichtsperiode in Ungarn verzeichnet wurde (–130 Basispunkte), gefolgt von Polen (–70 Basispunkte), der Slowakei (–50 Basispunkte) und der Tschechischen Republik (–40 Basispunkte). In Verbindung mit der temporär abnehmenden Risikoneigung auf den internationalen Kapitalmärkten kam es auf diesen vier Märkten nur zu einem vorübergehenden Anstieg der Renditeabstände von Ende Februar bis Mitte März 2007. Bis Ende März waren bereits wieder die vorangegangenen niedrigeren Abstände erreicht bzw. (in Ungarn) sogar deutlich unterschritten.²

Die Entwicklung des *Inflationsabstands zum Euroraum* (gemessen am HVPI) entsprach nur in der Slowakei der Entwicklungsrichtung des Renditeabstands. In der Slowakei verringerte sich die positive Inflationsdifferenz von 2,7 Prozentpunkten im September 2006 auf 0,2 Prozentpunkte im März 2007. Die günstige Entwicklung der Inflation war zum Teil den Energiepreisen zu verdanken, aber auch die Kerninflationsrate (ohne die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) verringerte sich in diesem Zeitraum. Die Tschechische Republik, deren Inflation in der vorigen Berichtsperiode etwa auf dem Niveau jener im Euroraum war, verzeichnete zwischen Oktober 2006 und Februar 2007 deutlich (bis zu 0,8 Prozentpunkte) niedrigere Inflationsraten als der

² Dieser Trend setzte sich zudem auch im April fort.

Euroraum. Allerdings nahm der negative Abstand aufgrund der stärkeren Inflationsbeschleunigung in der Tschechischen Republik graduell ab und wurde im März 2007 leicht positiv (0,2 Prozentpunkte). Auch in Polen beschleunigte sich die Inflation während der Berichtsperiode stärker als im Euroraum (wofür vor allem der Bereich „unverarbeitete Nahrungsmittel“ verantwortlich war), was im März 2007 zum ersten Mal seit Mai 2005 zu einer positiven Inflationsdifferenz (0,5 Prozentpunkte) gegenüber dem Euroraum führte. In Ungarn fand die Verringerung des Renditeabstands vor dem Hintergrund einer kräftigen Ausweitung des positiven Inflationsabstands gegenüber dem Euroraum statt. Der Anstieg der Inflation war vor allem der Anhebung von indirekten Steuern und administrierten Preisen im Zuge der Budgetkonsolidierung und einem kräftigen Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel zuzuschreiben. In allen vier Ländern dürfte derzeit vom inländischen Konsum noch kein akuter nachfrageseitiger Inflationsdruck

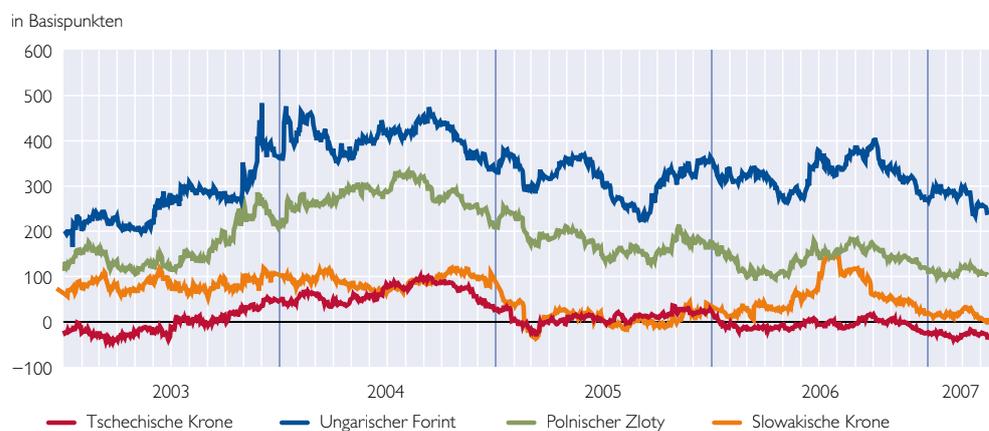
ausgehen, da die Wachstumsrate des Konsums unter der Wachstumsrate des BIP liegt. Allerdings könnte die Entwicklung des Output-Gaps vor allem in Polen, der Tschechischen Republik und der Slowakei mittelfristig inflationär wirken.

Auch rückläufige positive *Differenzen* (bzw. im Fall der Tschechischen Republik die Ausweitung von negativen Differenzen) *zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen in den vier Ländern und dem Euroraum* unterstützten den Rückgang der langfristigen Renditeaufschläge in der Berichtsperiode.

Die *Budgetentwicklung* unterstützte vor allem in Ungarn die Verringerung der langfristigen Renditeabstände während der letzten Monate (siehe Abschnitt „Zentral- und Osteuropa: Starke Wechselkursgewinne beim Forint und bei der slowakischen Krone“). Auch in der Tschechischen Republik und Polen konnte das Budgetdefizit (einschließlich der Nettokosten einer Reform des Pensionssystems durch teilweise Umstellung auf Kapitaldeckung) im Jahr 2006 auf

Grafik 3

Renditeabstände von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit gegenüber Euro-Benchmarkanleihen



Quelle: Eurostat.

2,9% bzw. 3,9% vom BIP verringert werden, während in der Slowakei das Defizit aufgrund einer Zunahme der Pensionsreformkosten auf 3,4% anstieg. Laut Fiskalnotifikationen vom April 2007 wird das Defizit im Jahr 2007 in Ungarn, Polen und der Slowakei verringert werden (auf 6,7%, 3,4% bzw. 2,9%), während in der Tschechischen Republik aufgrund erhöhter Sozialausgaben mit einem deutlichen Anstieg der Neuverschuldung auf 4% gerechnet wird.

Neben der Einhaltung der vorliegenden Fiskalkonsolidierungspläne bilden in der Slowakei und in Ungarn vor allem das Ausmaß und die Nachhaltigkeit des Inflationsrückgangs *Unsicherheitsfaktoren für die Renditeentwicklung*. In der Tschechischen Republik indes hängt die Ungewissheit abgesehen von der Umsetzung der

Fiskalpläne vor allem mit dem Ausmaß der erwarteten Inflationsbeschleunigung (und einer allfälligen Reaktion der Zentralbank) zusammen und in Polen mit der Möglichkeit eines weiteren, präventiv einer eventuellen künftigen Inflationsbeschleunigung zuvorkommenden Zinsschritts. Auch die Erhöhung der Volatilität und mögliche Preiskorrekturen in anderen Segmenten des internationalen Kapitalmarktes bedeuten Risikofaktoren. In diesem Zusammenhang sollte jedoch die erwartete Korrektur der ökonomischen Ungleichgewichte in Ungarn und die weitgehend stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik in allen vier Ländern einen gewissen Puffer gegenüber ungünstigen externen Entwicklungen bieten.