

Robuste internationale Konjunktur in volatilerem Finanzmarktumfeld

Trotz Erdölpreisschock weiter robustes Wirtschaftswachstum

In den *industrialisierten Ländern* hat sich das Wirtschaftswachstum nach einer dynamischen globalen Konjunkturerholung bis ins Jahr 2004 stabilisiert und lag zu Jahresbeginn 2006 auf dem im langjährigen Vergleich guten Niveau von rund 2¾ %. Damit haben sich die Wirtschaften der industrialisierten Länder gegenüber den wachstumsdämpfenden Effekten des seit Anfang 2004 massiv gestiegenen Rohölpreises bislang recht widerstandsfähig gezeigt. Aufgrund des zu erwartenden Nachfragewachstums, politischer Risiken sowie weiter bestehender Kapazitätsbeschränkungen im Mineralölsektor dürfte auch künftig mit hohen Preisen und hoher Preisvolatilität bei Rohöl und Mineralölprodukten zu rechnen sein. Die Spanne der Ölpreisprognosen für Mitte 2007 liegt bei 42 bis 79 USD je Barrel (Consensus-Forecasts). Die insgesamt positive Wachstumsperformance dürfte nicht zuletzt mit den historisch günstigen Finanzierungsbedingungen in Zusammenhang stehen. Allerdings wurde das Leitzinsniveau in den USA seit Mitte 2004 substanziell erhöht. Auch im Euroraum und in Japan ist die Geldpolitik in den letzten Quartalen etwas gestrafft worden. Die Inflationsraten stiegen zwar ölpreisbedingt, Übertragungswirkungen auf andere Güter sowie Zweitrundeneffekte über die Lohnbildung blieben dabei allerdings begrenzt. Offenbar haben verschiedene Faktoren wie etwa die geringere Erdölintensität der Wirtschaft in den industrialisierten Ländern, der verstärkte internationale Wettbewerb auf den Arbeits- und Gütermärkten, bestehende Überkapazitäten und das

Niveau der Arbeitslosigkeit, hohe Gewinnmargen wie auch die Glaubwürdigkeit der Notenbanken bei der Sicherung der Preisstabilität einen wesentlichen Teil des ölpreisbedingten Preisdrucks bislang abgefangen.

Bezüglich der drei größten Wirtschaftsräume hat vor allem in den USA, die im Konjunkturzyklus bereits weiter fortgeschritten sind, die Wachstumsdynamik von einem hohen Niveau ausgehend graduell etwas nachgelassen. Im *Euroraum* hat sich die Konjunktur nach einem schwächeren ersten Halbjahr 2005 hauptsächlich über steigende Exporte sowie etwas dynamischere Investitionen erholt, während sich in Japan die Konjunkturerholung seit 2004 gefestigt hat. Die Arbeitslosigkeit verringerte sich in den drei Wirtschaftsräumen in den letzten Quartalen, während sich die Kapazitätsauslastung erhöhte. Die Kerninflation im Euroraum und in den USA zeigte zuletzt eine leicht steigende Tendenz auf niedrigem Niveau, während sich in Japan ein Ende der Deflationsphase abzeichnet. Für 2006 und 2007 geht die Europäische Kommission in ihrer aktuellen Prognose von einer weiterhin guten wirtschaftlichen Entwicklung aus, mit Wachstumsraten in der Nähe der langjährigen Durchschnitte sowie moderater Inflation. Damit haben sich die Prognosen für die kommenden beiden Jahre im Vergleich zum Herbst 2005 nicht wesentlich verändert. Im Euroraum sollten vor allem die Unternehmensinvestitionen sowie das günstige internationale Umfeld das Wachstum stützen, während die Inflation aufgrund fortgesetzter Lohnmoderation niedrig bleiben sollte. Das Wachstum in den USA dürfte aufgrund der Leitzinsan-

Tabelle 1

**Wirtschaftsprognosen der Europäischen Kommission
vom November 2005 und April 2006**

	BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)				Inflationsrate (in % zum Vorjahr)			
	2006		2007		2006		2007	
	Nov. 05	Apr. 06	Nov. 05	Apr. 06	Nov. 05	Apr. 06	Nov. 05	Apr. 06
USA	3,2	3,2	2,7	2,7	2,9	2,9	2,2	1,6
EU-12	1,9	2,1	2,1	1,8	2,2	2,2	1,8	2,2
Japan	2,2	2,8	1,8	2,4	0,3	0,7	2,0	1,0

Quelle: Europäische Kommission.

hebungen, höherer langfristiger Zinssätze und daraus resultierend weniger dynamischer Immobilienmärkte und eines schwächeren Wachstums des privaten Konsums etwas nachlassen.

Die Risiken für den positiven Wachstumsausblick sind überwiegend nach unten gerichtet, während die Risiken für die Inflation aufgrund von möglichen Zweitrundeneffekten des hohen Erdölpreises nach oben gerichtet sind. Zu den Abwärtsrisiken für das Wachstum zählen neben den Effekten des höheren Erdölpreises eine ungeordnete Korrektur des hohen Leistungsbilanzdefizits der USA sowie ein rascher und deutlicher Anstieg der Renditen langfristiger Anleihen mit negativen Effekten auf die in etlichen Ländern stark gestiegenen Preise von Immobilien. Die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems gegen Schocks ist nach Einschätzung des IWF hoch, vor allem aufgrund der in der jüngeren Vergangenheit guten Gewinnlage und soliden Bilanzen der Finanzintermediäre sowie der Unternehmen.

**Global steigende Zinsen,
volatile Kursentwicklung
auf den Aktienmärkten**

Auf den *Geldmärkten* kam es von September 2005 bis Mai 2006 zu weiteren fünf Leitzinsanhebungen der US-amerikanischen Notenbank um kumuliert 125 Basispunkte auf ein Niveau von 5,0%. Im Euroraum wurden die Leitzinsen im Dezember und März um jeweils 25 Basispunkte auf 2,5% angehoben, während die japanische Notenbank im März ankündigte, die Politik der quantitativen Lockerung¹ zurückzuführen und die Nullzinspolitik vorerst beizubehalten. Die US-amerikanische Notenbank signalisierte im Mai 2006, dass angesichts hoher Rohstoffpreise, der Möglichkeit einer weiteren Steigerung der bereits hohen Kapazitätsauslastung und der damit verbundenen Inflationsrisiken weitere Zinsanhebungen nötig sein könnten. Der EZB-Rat stellte Anfang Mai fest, dass die Geldpolitik akkomodierend ist und dass die Risiken für die Preisstabilität weiterhin nach oben gerichtet sind. Die Zinssätze für Laufzeiten bis

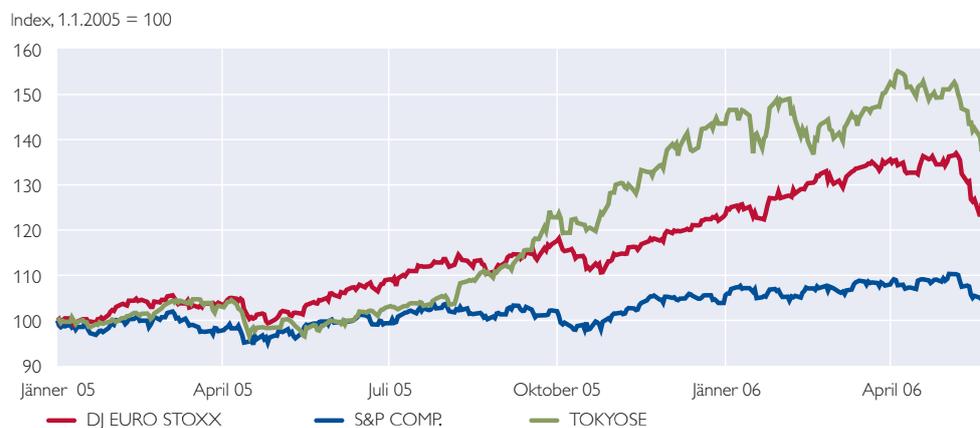
¹ Die Politik der quantitativen Lockerung besteht in einer Steuerung der von Finanzinstituten bei der Bank of Japan gehaltenen Sichteinlagen durch Offenmarktoperationen mit dem Ziel einer deutlich über den Reserveerfordernissen liegenden Liquiditätsausstattung.

2 Jahre stiegen in den USA gemeinsam mit den Leitzinsen weiter an, wobei die Anstiege bei den längeren Laufzeiten geringer ausfielen. Die Geldmarktzinsstruktur in den USA deutet mittlerweile auf eine nach Markteinschätzung weit fortgeschrittene geldpolitische Straffung hin. Im Euroraum wurde die Geldmarktzinsstruktur im Verlauf des Jahres 2006 merklich steiler, was auf Erwartungen weiterer Leitzinsanhebungen in den kommenden Quartalen hindeutet. Auch in Japan wurde die Geldmarktzinskurve steiler, was auf verstärkte Erwartungen einer möglicherweise früheren Abkehr von der Nullzinspolitik hindeutet. Auf den *Staatsanleihemärkten* in den USA, im Euroraum und in Japan ließen die langfristigen Zinsen in den vergangenen Monaten einen graduell ansteigenden Trend erkennen und erhöhten sich merklich um rund 100 Basispunkte. Die aus inflationsindexierten Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit gewonnenen Inflationsrisikoprämien sind in den USA und im Euroraum seit September trotz des hohen Erdölpreises nur geringfügig angestiegen. Dies dürfte mit weiterhin niedrigen, allerdings

leicht steigenden Kerninflationen sowie der bestehenden Glaubwürdigkeit der Notenbanken bei der Sicherstellung der Preisstabilität in Zusammenhang stehen. Die an den Renditen dieser Anleihen gemessenen langfristigen Realzinsen stiegen im Euroraum seit September von einem historischen Niedrigstand bei rund 1 % wieder an, während sich in den USA der bereits zuvor bestehende Trend graduell steigender langfristiger Realzinsen fortsetzte. Diese Anstiege reflektieren Erwartungen eines nachhaltigen Konjunkturaufschwungs, eine Korrektur der sehr niedrigen Laufzeitprämien und die bisher implementierte sowie die erwartete weitere geldpolitische Straffung in den beiden Wirtschaftsräumen. Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen in den USA und im Euroraum erhöhten sich in den vergangenen Monaten leicht, befinden sich aber nach wie vor auf einem im langfristigen Vergleich niedrigen Niveau. Dies dürfte nicht zuletzt auf die in der jüngeren Vergangenheit gute Gewinnlage sowie verbesserte Verschuldungskennziffern der Unternehmen zurückzuführen sein. Auch eine hohe

Grafik 1

Aktienkurse in den USA, im Euroraum und in Japan



Bereitschaft zur Übernahme von Kreditrisiken zur Erreichung von Renditevorgaben („Hunt for yield“) dürfte eine Rolle spielen.

Die an den impliziten Volatilitäten gemessene Unsicherheit auf den internationalen Aktienmärkten stieg im Mai, ausgehend von sehr niedrigen Niveaus, deutlich an. Auslöser hierfür dürften Inflations- und Zinsängste gewesen sein, die in weiterer Folge somit nicht in weiter steigenden Renditen von Benchmark-Bonds, sondern vor allem in einer Neubewertung risikoreicher Portfolioinvestitionen resultierten.

Vor der Mitte Mai einsetzenden Korrektur auf den *Aktienmärkten* konnten die marktbreiten Aktienindizes DJ EURO STOXX (Euroraum) und TOPIX (Japan) von September bis April noch erhebliche Kurszuwächse von rund 17% bzw. 36% verzeichnen, während das Kurswachstum in den USA gemessen am S&P 500 ebenso wie in den Quartalen zuvor mit rund 5% deutlich geringer ausfiel. Per Ende Mai wiesen alle drei Aktienmärkte, trotz der Kursrückgänge, eine immer noch positive Entwicklung gegenüber September auf. Zur deutlich unterschiedlichen Performance dürfte die weiter vorangeschrittene geldpolitische Straffung in den USA beigetragen haben. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind im Euroraum in den vergangenen Quartalen leicht gestiegen und in den USA leicht gefallen; sie befinden sich derzeit in der Nähe ihrer historischen Mittelwerte seit 1990. In Japan liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse trotz der sehr hohen Kursgewinne der vergangenen Quartale unter dem langjährigen Durchschnitt seit 1990. Die robuste Ertragslage der Unternehmen unterstützt die Aktienkurse in den drei Wirtschaftsräumen.

Auf den *Devisenmärkten* gab der Euro gegenüber dem US-Dollar im Vergleich zu den Kursniveaus von Mitte 2005 vorerst weiter nach und erreichte im November 2005 ein Niveau von rund 1,18, den somit niedrigsten Stand seit November 2003. In der Folge stieg der Kurs bis Ende Mai 2006 auf über 1,28 US-Dollar je Euro. Die Entwicklung des US-Dollar-Euro-Wechselkurses korrelierte in der jüngeren Vergangenheit relativ eng mit dem Zinsdifferenzial zwischen den beiden Wirtschaftsräumen, das wesentlich durch die jeweilige Geldpolitik mitbestimmt wurde. Vermehrt wird auch das Defizit in der US-Leistungsbilanz auf den Märkten als mögliches Risiko gesehen, welches den US-Dollar in der Zukunft belasten könnte. Der japanische Yen wertete trotz zunehmender Erwartungen einer baldigen Beendigung der Nullzinspolitik der Bank of Japan, einer dynamischen Konjunkturerholung sowie der Reform des chinesischen Wechselkursregimes in geringerem Ausmaß als der Euro gegenüber dem US-Dollar auf und wertete dadurch gegenüber dem Euro etwas ab. Der in Yen gemessene Euro-Kurs liegt derzeit in der Nähe seiner historischen Höchststände. Das G7-Statement vom 21. April 2006, das aufstrebende Volkswirtschaften mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen zu größerer Wechselkursflexibilität aufrief, hatte kurzfristig unter anderem eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar und dem Euro zur Folge, während sich der chinesische Yuan nach wie vor sehr stark am US-Dollar orientiert und diesem gegenüber kaum eine Aufwertung zeigte. Der Schweizer Franken blieb gegenüber dem Euro in den vergangenen Monaten stabil.

Die Rohstoff- und Edelmetallmärkte waren über den Berichtszeitraum von zum Teil sehr deutlichen Preissteigerungen gekennzeichnet. So stieg der Goldpreis auf bis zu 725 USD/Feinunze. Die zuletzt stärker akzentuierten Inflationsängste und gestiegenen Unsicherheiten auf den Risikokapitalmärkten haben auch auf diesen Märkten zu steigender Volatilität geführt.

Aufstrebende Märkte: Geringerer Nettokapital- zufluss nach Höhenflug 2005

Robustes, nur leicht abgeschwächtes Wirtschaftswachstum 2006

Der IWF rechnet in diesem Jahr für die aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Market Economies – EMEs), unterstützt durch die robuste Nachfrage aus den Industrieländern, mit einem Anhalten der konjunkturellen Dynamik, und hat seine Wachstumsprognose für diese Länder deutlich nach oben revidiert. Das reale BIP-Wachstum in den EMEs soll 2006 mit knapp 7% nur leicht unter jenem des Vorjahres (7,2%) liegen. Auch für das Jahr 2007 rechnet der IWF mit einem anhaltenden Aufschwung in den EMEs und hob seine Wachstumsprognose, bei einem schwächeren Preisauftrieb, deutlich auf 6,6% an. Dieser Ausblick verdeckt aber substanzielle Änderungen in regionalen und individuellen Prognosen, in denen sich der Einfluss der Preisänderungen von Rohstoffen sowie länderspezifische Faktoren widerspiegeln. Ein bedeutendes Risiko für die Konjunktur in den EMEs stellt eine mögliche Energiekrise infolge geopolitischer Unsicherheiten dar. Ein weiterer Risikofaktor ist ein rascher und deutlicher Anstieg des noch immer niedrigen langfristigen Zins-

niveaus in den Industrieländern, zu dem die EMEs beitragen, da sie große Nettosparer sind. Die jüngste Volatilität auf den Risikokapitalmärkten verdeutlicht die Verwundbarkeit vieler EMEs. Das stabile makroökonomische Umfeld und die hohe Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten hatten zu einem deutlichen Rückgang bei der Risikodifferenzierung, z. B. gemessen an Bond-Spreads, geführt. Entscheidend für die EMEs wird nun sein, ob die jüngst gestiegene Volatilität nur in einer stärkeren Differenzierung zwischen Veranlagungen unterschiedlicher Risikokategorien resultiert, oder aber ob es zu einer generellen Rückführung von Risikokapitalinvestitionen kommt.

Asiens Wirtschaften (ohne Japan) konnten im Jahr 2005 ihre Expansion fortsetzen; sie bleiben neben den USA und zuletzt auch Japan der wichtigste globale Wachstumsmotor. Hauptverantwortlich waren die Ausfuhren, die die generelle Schwäche der Inlandsinvestitionen (Ausnahme China) überkompensierten. Der Inflationsdruck blieb moderat, obwohl sich die Divergenzen zwischen den einzelnen Ländern aufgrund des unterschiedlichen Durchschlagens der Erdölpreise auf die Konsumentenpreise beschleunigten. In China stellen zunehmende Überkapazitäten (insbesondere in der Stahl- und Automobilindustrie) ein potenzielles Risiko für die Wirtschaft dar. Die Aufwärtsrevision des durchschnittlichen jährlichen realen BIP-Wachstums um 0,5 Prozentpunkte auf 9,9% zwischen 1993 und 2004 ließ China im nominellen Vergleich zur weltweit viertgrößten Wirtschaftsnation hinter Deutschland aufrücken. Nach einem BIP-Wachstum von neuerlich 9,9% im Jahr 2005 dürfte laut IWF das Expansionstempo auch heuer wei-

ter anhalten. Auch in Indien stehen die Wachstumsaussichten günstig. In der gesamten Region werden dem IWF zufolge die Leistungsbilanzüberschüsse und die externen Nettozuflüsse die Devisenreserven im Jahr 2006 um über 250 Mrd USD ansteigen lassen. Diese werden großteils kostenaufwändig sterilisiert; zusätzlich drohen Kapitalverluste, sollte der US-Dollar gegenüber diesen Währungen weiter nachgeben.

In *Lateinamerika* setzt sich die rasche konjunkturelle Gangart fort. Die Expansion wird weiterhin von den Exporten getragen, zunehmend ergänzt von der sich festigenden Inlandsnachfrage, die in einigen wichtigen Ländern auch durch eine weniger restriktive Geldpolitik unterstützt wird. Nachdem sich ihre außenwirtschaftliche Position seit einigen Jahren verbessert hatte, verwendeten Brasilien und Argentinien zum Jahreswechsel einen Teil ihrer rasch anwachsenden Währungsreserven zur vorzeitigen Tilgung ihrer IWF-Kredite über insgesamt 25 Mrd USD. Dennoch bleibt diese Region wegen der nach wie vor hohen Auslandsverschuldung im Fall eines deutlichen Anstiegs des globalen Zinsniveaus gefährdet.

Im *Mittleren Osten* stützen die steigenden Erdölpreise das Wirtschaftswachstum, begleitet von deutlichen Verbesserungen in der Leistungsbilanz und der fiskalischen Lage. Die Umsetzung einer umsichtigen Strukturpolitik, die zum Ziel hat, die hohe Liquidität in produktive Investitionen (auch im Nicht-Erdölsektor) zu lenken, stellt die größte Herausforderung dar. In *Afrika* sollen nach Ansicht

des IWF die Institutionen gestärkt und die Regierungsführung verbessert werden. Zugleich sind ein Subventionsabbau im globalen Agrarhandel (inkl. Baumwolle) sowie zusätzliche Finanzhilfen dringend geboten.

Das Wachstum in den *EMEs in Europa* dürfte wegen der zumeist starken Inlandsnachfrage trotz der Aufwertung mehrerer Landeswährungen auch heuer robust bleiben.² Insbesondere in der Türkei beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2005 deutlich auf über 7%, angetrieben auch vom starken Kreditwachstum. Gleichzeitig stieg das hohe Leistungsbilanzdefizit weiter. Mit IWF-Hilfe sollen Strukturreformen (v. a. im Bereich Banken, Sozialversicherung) fortgesetzt werden.

Hohe private Nettokapitalzuflüsse von Direktinvestitionen dominiert

Die *privaten Nettokapitalzuflüsse* in die EMEs haben sich im Jahr 2005 beschleunigt und erreichten ein historisches Hoch. Der IWF führt dies auf die höhere Schockresistenz der EMEs zurück, die sich auch in verbesserten Ratings manifestiert (Verbesserungen der Fiskal- und Geldpolitik, der Auslandspositionen sowie der Finanzsysteme). Für das laufende Jahr erwartet der IWF, dass sich der Nettozufluss wegen bereits auf das Jahr 2005 vorgezogener Investitionen sowie angekündigter vorzeitiger Tilgungen von Auslandsschulden ermäßigt.

Die FDI-Nettozuflüsse nahmen in allen EMEs-Regionen (Ausnahme Gemeinschaft Unabhängiger Staaten – GUS) aufgrund der niedrigeren Risikoeinschätzung und der verbesserten Geschäfts- und Investitions-

² Auf die Entwicklung in Zentral- und Osteuropa (einschließlich Russlands) wird im nächsten Kapitel näher eingegangen.

bedingungen weiter zu. Auch vollzogen die Unternehmen sowohl der entwickelten Volkswirtschaften als auch der EMEs vermehrt Diversifizierungsbestrebungen (Sicherung der Versorgung mit Vorprodukten). Zudem hielten die als günstig eingeschätzten Ertragsaussichten bei grenzüberschreitenden Mergers & Acquisitions an. Die Zuflüsse in die EMEs konzentrieren sich weiter auf die Bereiche Erdöl und Erdgas, Telekommunikation und den Bankensektor. Auch bei den stärker volatilen Positionen „Portfolioinvestitionen“ sowie „Andere Flüsse“ (Handelskredite, Bankenkredite, Derivative) waren laut IWF die Nettozuflüsse weiter positiv. Letztere schwächten sich jedoch deutlich ab, da Finanzierungslücken zunehmend über lokale Kapitalmärkte geschlossen werden und vorzeitige Tilgungen von Auslandsschulden erfolgten. Angesichts dieser vorzeitigen Tilgungen und der Veran-

lagung der hohen Einnahmen seitens Erdöl exportierender Länder ist der insgesamt gestiegene Nettokapitalzufluss besonders bemerkenswert. Regional betrachtet hat Asien seine Führungsposition bei den Nettokapitalzuflüssen an die EMEs in Europa abgetreten. Die Wirtschaften des Mittleren Ostens und der GUS dürften heuer Nettokapitalexporteur werden, als Folge höherer Einnahmen aus der Ausfuhr von Erdöl und Erdgas sowie anderer Rohstoffe und der vorzeitigen Tilgung von Auslandsschulden.

Österreichs Bankenforderungen an der Spitze in einigen Ländern Zentral- und Osteuropas

Ende September 2005 entfielen bereits knapp zwei Drittel aller Forderungen der österreichischen Banken gegenüber EMEs und Entwicklungsländern auf die zehn neuen EU-Mitgliedstaaten. Bei Hinzurechnung von Zentral- und Osteuropa einschließ-

Tabelle 2

Private Kapitalströme in Emerging Markets und Entwicklungsländer

laut IWF¹

in Mrd USD

	2002	2003	2004	2005	2006 ²	2007 ²
Nettokapitalfluss laut IWF	97,3	160,4	230,6	254,0	178,8	153,8
Nach Instrumenten						
Direktinvestitionen	149,5	157,5	184,3	213,3	220,6	217,5
Portfolioinvestitionen	-78,6	-3,7	34,5	38,5	-4,7	-3,2
Andere Flüsse	26,5	6,6	11,8	3,2	-37,1	-60,5
Nach Regionen (Länder)						
Lateinamerika und Karibik	-2,1	15,5	6,0	25,2	34,6	28,1
Europa	53,5	52,3	71,0	108,2	94,7	84,4
GUS	16,1	16,7	8,0	24,9	-13,7	-21,3
Mittlerer Osten	4,1	7,9	12,2	11,4	-8,7	-10,1
Afrika	4,9	4,6	13,0	30,4	16,6	21,1
Asien	20,8	63,5	120,3	53,8	55,2	51,6
Nachrichtlich						
Leistungsbilanzsaldo	138,5	229,4	310,5	511,2	576,5	569,8
Währungsreserven ³	-194,7	-351,6	-515,4	-580,2	-584,2	-562,3
davon China	-75,7	-117,2	-206,3	-208,5	-220,0	-220,0

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

¹ Dargestellt sind aggregierte Zahlungsbilanzdatensätze von 131 Nichtindustrieländern, darunter die wirtschaftlich dominierenden 44 EMEs. Wegen wiederholter Revisionen in den nationalen Zahlungsbilanzen, von denen auch die Vorjahre betroffen sind, können die Kapitalströme nachträglich stark abweichen.

² Prognose.

³ Ein Minus bedeutet Anstieg.

Tabelle 3

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

in % des BIP des Empfängerlandes

	AT	DE	IT	FR	NL	SE	BE	UK	Europa ²	USA	Japan
Zentral- und Osteuropa plus Türkei	6,6	9,0	3,3	2,8	2,1	1,6	3,2	1,2	33,7	1,5	0,6
EU-Länder Zentraleuropas											
Polen	3,2	12,3	6,0	1,2	4,5	0,9	2,9	0,4	38,5	2,3	1,1
Slowakei	37,5	9,9	19,2	1,5	5,7	0,1	8,2	1,4	83,8	2,3	0,2
Slowenien	20,2	15,9	2,4	5,2	0,5	0,1	3,7	0,2	49,0	0,2	0,7
Tschechische Republik	21,8	10,3	1,5	18,3	2,7	0,0	21,6	1,4	78,6	2,5	0,4
Ungarn	16,8	25,6	8,6	3,1	3,0	0,1	9,5	0,9	70,9	2,0	1,1
Sonstige Länder Zentral- und Osteuropas											
Bulgarien	6,8	10,7	5,8	2,3	1,4	0,0	0,4	0,1	42,3	1,2	0,2
Kroatien	49,4	19,4	44,9	1,5	0,8	0,0	0,5	0,6	118,3	0,7	0,9
Rumänien	5,6	4,9	1,7	4,2	4,1	0,1	0,1	0,2	27,0	1,2	0,2
Russland	0,8	4,4	0,2	0,6	0,9	0,1	0,1	0,3	9,0	0,8	0,4
Türkei	0,2	3,8	..	2,1	1,2	0,1	2,1	2,7	14,3	1,8	0,5

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

Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIZ Quarterly Review March 2006, Table 9B). Diese umfassen bei jeder Bank sowohl die Forderungen als auch die außerbilanziellen Garantien und Haftungsübernahmen der Mutter- und der Tochtergesellschaften gegenüber Schuldnern bzw. Garantiebegünstigten außerhalb des Konzerns in den jeweiligen Ländern, wobei im Fall der Tochtergesellschaften in den Gastländern nur die Forderungen, die in einer anderen Währung als jener des Gastlandes bestehen, einbezogen werden.

¹ Stand Ende September 2005.

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

lich der GUS erhöht sich dieser Anteil auf fast 94%. Österreichs Banken rückten mit ihren Forderungen gegenüber dieser Region (inklusive Türkei) auf Basis der Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) innerhalb eines halben Jahres hinter Deutschland vom fünften auf den zweiten Platz auf, in einigen Ländern nehmen sie sogar den Spitzenplatz ein. Neben der weiter gewachsenen Geschäftstätigkeit der österreichischen Banken in dieser Region ist vor allem die geänderte, nunmehr harmonisierte Melde- und Erhebungsmethode dafür verantwortlich. Die neue Meldung erfolgt nun auf konsolidierter Basis nach dem Standort des Konzernhauptes, weshalb nun sowohl die grenzüberschreitenden For-

derungen als auch die Forderungen der österreichischen Tochterbanken im Gastland, die in einer anderen Währung als jener des Gastlandes bestehen, eingerechnet werden. Dadurch werden die Gläubigerperspektive und die tatsächliche Verteilung des Risikos besser verdeutlicht.

Ertragsentwicklung europäischer Fremdwährungsanleihen unterdurchschnittlich

Während des überwiegenden Teils der hier gewählten Berichtsperiode von Ende September 2005 bis Ende März 2006 blieb die Stimmung auf den internationalen Eurobondmärkten vorteilhaft.³ Der durchschnittliche Renditeabstand von in US-Dollar denominierten Staatsanleihen von

³ Der gewählte Berichtszeitraum bezieht sich auf die detaillierte Analyse der Entwicklung vorwiegend zentral- und osteuropäischer Fremdwährungsanleihen. Auf die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten im Mai 2006 konnte nur auszugsweise eingegangen werden.

Emittenten aus aufstrebenden Märkten gegenüber den Benchmarkanleihen der USA (gemessen am EMBI Global von J.P. Morgan) fiel von 235 Basispunkten auf etwa 180 Basispunkte Ende Februar 2006. Bis Ende März kam es zu einer leichten Spread-Ausweitung auf 190 Basispunkte. Nach einer vorübergehenden Verengung im Lauf des Aprils stieg der Spread bis Mitte Mai 2006 auf etwa 200 Basispunkte. Die Renditeabstände von in Euro denominierten Eurobonds (gemessen am Euro-EMBI Global von J.P. Morgan) fielen zwischen Ende September 2005 und Anfang März 2006 von 70 auf 54 Basispunkte. Bis Ende März weiteten sich allerdings die Renditeabstände kräftiger als bei den in US-Dollar denominierten Anleihen aus, sodass der durchschnittliche Renditeabstand Ende März wieder das Niveau von Ende September erreichte. Nach einer Phase der Stabilität in den darauf folgenden Wochen erhöhte sich der Renditeabstand im Lauf des Mai auf etwa 80 Basispunkte.

Zwischen Ende September 2005 und Ende März 2006 verzeichneten

im regionalen Vergleich die USD-Anleihen asiatischer und die Euro-Anleihen lateinamerikanischer Emittenten die größten Spread-Rückgänge. Auf der anderen Seite – und im Gegensatz zu früheren Perioden – schnitten Anleihen europäischer Emittenten sowohl bei in US-Dollar als auch bei in Euro denominierten Anleihen insgesamt unterdurchschnittlich ab, obwohl türkische und (im Fall von USD-Anleihen) auch serbische Anleihen, die in der Region derzeit – hinter der Ukraine – die höchsten Renditeabstände bieten, zu den weltweiten Outperformern zählten. Europäische Anleihen warfen während der Berichtsperiode auch den geringsten Gesamtertrag ab. Bei den in Euro denominierten Anleihen bedeutete dies einen überdurchschnittlich hohen Verlust, bei den in US-Dollar denominierten Anleihen einen geringen Verlust (als einzige Region) gegenüber einem Gewinn von mehr als 3 % beim Gesamtindex.

Die international niedrige Risikoaversion und -wahrnehmung der Investoren gegenüber aufstrebenden Märkten und die anhaltende Suche

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
	31. März 2006	31. März 2006	Änderung seit 30. Sep. 2005	seit 30. Sep. 2005	31. März 2006	31. März 2006	31. März 2006	31. März 2006	Änderung seit 30. Sep. 2005	seit 30. Sep. 2005	31. März 2006	31. März 2006
Gesamtindex	100,0	191	-44	3,4	BB+	6,93	100,0	69	-1	-1,6	BBB	5,52
Afrika	3,4	250	3	0,5	BBB	3,71	3,6	65	1	-1,6	BBB+	4,51
Asien	14,0	181	-72	5,4	BB+	6,42	4,6	97	5	0,5	BBB	4,97
Europa	23,6	132	-4	-0,1	BBB-	6,76	66,6	49	11	-2,5	BBB	5,81
Lateinamerika	56,8	208	-59	4,5	BB	7,39	25,2	127	-25	0,3	BB+	4,97
Mittlerer Osten	2,2	338	34	6,2	B-	4,89	0,0	x	x	x	x	x

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 and Poor's und Fitch vergebenen Ratings für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten der öffentlichen Hand und ist ausgedrückt in den Kategorien von Standard and Poor's.

nach höheren Erträgen angesichts tiefer langfristiger Zinsen in den USA und Europa blieben wesentliche Faktoren für die positive Entwicklung bis Ende Februar 2006. Darüber hinaus spiegelten sich verbesserte Fundamentaldaten und Schuldenprofile (Verlängerung der Laufzeiten, vorzeitige Rückzahlung ausstehender Auslandsschulden, vorzeitige Refinanzierung des künftigen Finanzierungsbedarfs in vielen Ländern auch in verbesserten Rating-Einstufungen wider. Dies wiederum lockte weitere Investoren an und wirkte unterstützend auf die Preise von Eurobonds. Insgesamt hatten diese Faktoren eine deutliche Zunahme der Kapitalzuflüsse in die Anleihen aufstrebender Märkte im Jahr 2005 und Anfang 2006 zur Folge.

Dabei konnte ein auffallender paralleler Verlauf zwischen den Renditeaufschlägen und den durchschnittlichen Ratings auf der Ebene der Gesamtindizes beobachtet werden. Bei einer näheren Analyse allerdings stellt sich die Frage, ob die Investoren während der letzten Monate (eigentlich seit Anfang 2003) bei ihren Portfolio-Entscheidungen ausreichend zwischen den einzelnen Emittenten und ihren Fundamentaldaten differenzierten. Während der kontinuierliche Rückgang der Renditeaufschläge von einer weiteren Abnahme der Streuung der Renditeaufschläge der einzelnen Länder begleitet wurde, konnte bei den Ratings keine (bzw. im Fall des Euro-EMBI Global nicht im selben Ausmaß) eine solche Vereinheitlichung beobachtet werden.

Bei den erreichten Rekordtiefs der Renditeabstände und einer möglichen unzureichenden Differenzierung nach der Emittentenbonität bei der Portfolioallokation besteht das Risiko, dass der Eurobondmarkt rela-

tiv sensibel auf einen weiteren Anstieg des Zinsniveaus in den USA, im Euroraum und in Japan reagiert. Zum einen würde dies die Refinanzierungskosten von Investitionen in Schwellenländern erhöhen und damit Carry-Trades auf dem Devisenmarkt weniger attraktiv machen. Diese Anlagestrategie zielt darauf ab, Kredite in einer Währung mit relativ niedrigen Zinsen aufzunehmen und in einer Währung mit vergleichsweise hohen Zinsen (oder angenommenem Aufwertungspotenzial) zu verlangen. Während zu Ersteren derzeit vor allem Japan und Westeuropa zählen, gelten EMEs wie auch hoch entwickelte und zumeist boomende Volkswirtschaften als Destination solcher Kapitalflüsse. Zum anderen würden gestiegene Zinsen in den Industrieländern vermutlich auch die Suche nach höheren Ertragsmöglichkeiten (insbesondere risikoadjustiert) dämpfen. Im Gegensatz zu den Korrekturperioden im Frühjahr 2004 und 2005, die von neuen Rekordtiefs bei den Eurobond-Spreads gefolgt waren, zeichnet sich die heutige Ausgangslage durch (noch) geringere Renditeabstände bei höheren Zinsen in den USA, im Euroraum und in Japan aus. Ebenfalls bemerkenswert ist, dass der tendenziell anhaltende Rückgang der Eurobond-Spreads über die letzten Monate im Gegensatz zum Anstieg der Risikoprämien anderer Risikoklassen erfolgte, wie zum Beispiel von Swap-Spreads oder von Renditeaufschlägen von Unternehmensanleihen in den USA und im Euroraum. Die leichte Spread-Ausweitung im März 2006 dürfte im Zusammenhang mit einem stärkeren Anziehen der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen nach Durchbrechen einer technischen Marke gestanden haben. Eurobonds zentral- und osteuropä-

ischer Emittenten blieben von den jüngsten Turbulenzen in den EMEs in der zweiten Hälfte des Monats Mai weitgehend verschont. Lediglich die Renditeabstände von Emittenten mit vergleichsweise niedrigem Rating (Ukraine und Serbien) weiteten sich in nennenswertem Ausmaß (um 40 bis 50 Basispunkte) aus.

Zentral- und Osteuropa: Kühle Brise für Währungen im März 2006

Die meisten der hier beobachteten zentral- und osteuropäischen Währungen konnten während der Berichtsperiode von Ende September 2005 bis Ende März 2006 auf dem Wertzuwachs der ersten neun Monate des Jahres 2005 aufbauen. Am stärksten legten die tschechische und die slowakische Krone zu, die während dieses Zeitraums um 3,4% bzw. 3,1% gegenüber dem Euro aufwerteten. Während bei Ersterer starke Direktinvestitionszuflüsse ausschlaggebend waren, war bei Letzterer der Eintritt in den Wechselkursmechanismus WKM II mit Wirkung vom 28. November 2005 ein wichtiger Faktor für die Aufwertung. Der Beitritt kam für viele Marktteilnehmer überraschend und löste am Tag des Beitritts eine Aufwertung von etwa 1,5% aus. Aber auch in den Wochen danach tendierte die slowakische Krone fester gegenüber dem Euro. Auch der russische Rubel, die kroatische Kuna und der rumänische Leu wurden während der Berichtsperiode fester (um etwa 1% bis 2%). Die Festigung des Rubels gegenüber dem Euro muss vor dem Hintergrund der Orientierung dieser Währung an einem zu etwa 45% aus Euro und zu 55% aus US-Dollar bestehenden Währungskorb gesehen werden, dem gegenüber die Währung um 2,5%

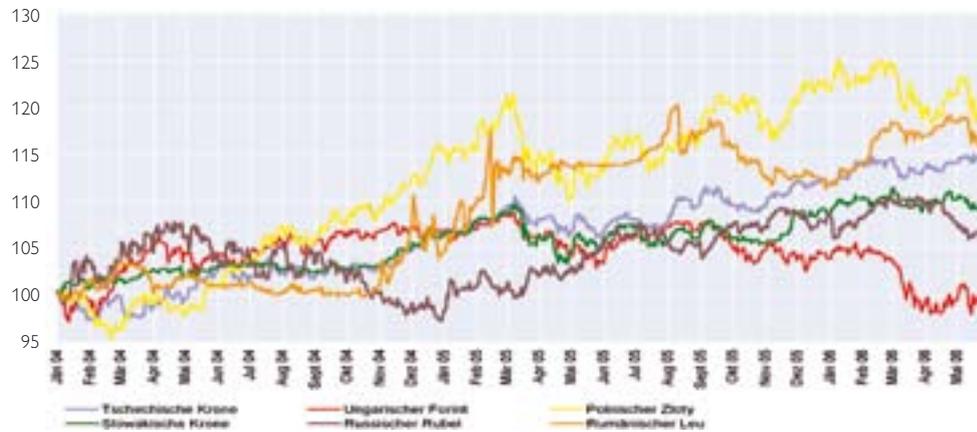
zunahm. Ausnahmen bildeten der ungarische Forint und der polnische Zloty, die von Ende September bis Ende März 6,1% bzw. 0,6% ihres Werts gegenüber dem Euro verloren, wobei der Forint bis Ende Februar erst 1,4% abgewertet und der Zloty 3,5% aufgewertet hatte. Schließlich bewahrte der slowenische Tolar seine hohe Stabilität im Wechselkursmechanismus WKM II und auch die feste Anbindung des bulgarischen Lev an den Euro im Rahmen eines Currency-Board-Arrangements änderte sich während der gesamten Beobachtungsperiode nicht.

Alle hier beobachteten Währungen, mit Ausnahme des slowenischen Tolars und des bulgarischen Lev, erfuhren im Lauf des März 2006 eine zum Teil deutliche Abschwächung gegenüber dem Euro. Die größten Wertverluste verzeichneten der Forint und der Zloty, während der Rubel und die Kuna am geringsten betroffen waren. Auslöser dieser Verluste dürfte – wie bei den Eurobonds – der weitere deutliche Anstieg von langfristigen Zinsen in den USA und im Euroraum, gepaart mit der Verschärfung von Zinserhöhungserwartungen in den beiden Regionen sowie in Japan gewesen sein. Dies hatte nicht nur auf vielen aufstrebenden Märkten, sondern auch in kleinen offenen Volkswirtschaften wie Island und Neuseeland Kursverluste verursacht. Verschärft wurden diese Entwicklungen durch das Auflösen von Carry Trades sowie durch länderspezifische Risikofaktoren, etwa, wie im Fall Neuseelands oder Islands, hohe Leistungsbilanzdefizite oder eine besondere Exponiertheit gegenüber volatilen (Rohstoff-)Märkten. Dieser ungünstigen internationalen Entwicklung waren auch der Forint und der Zloty aufgrund länderspezi-

Grafik 2

Wechselkurs nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dezember 2003 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: In Euro pro Einheit nationaler Währung.

fischer Faktoren, und zwar eines hohen, wenngleich rückläufigen externen Finanzierungsbedarfs und fiskalpolitischer Laxheit in Ungarn sowie politischer Unsicherheiten in Polen, besonders ausgesetzt. Die Wechselkursverluste waren allerdings nicht von einem generellen Kursverlust von Vermögenswerten in Zentral- und Osteuropa begleitet. Die Währungen der meisten zentral- und osteuropäischen Länder wurden von den erneuten Turbulenzen in den EMEs im Mai 2006 kaum betroffen. Lediglich der polnische Zloty und der rumänische Leu wurden etwas stärker in Mitleidenschaft gezogen, aber auch diese Wechselkursverluste waren verhältnismäßig gering (rund 2 % bis 3 %).

Die Wertentwicklung der Währungen erfolgte in einem insgesamt günstigen *gesamtwirtschaftlichen Umfeld*. In der Tschechischen Republik, der Slowakei und Bulgarien erreichte das BIP-Wachstum 5,5 % bis 6,0 %, während die Wachstumsrate in Ungarn, Slowenien und Kroatien bei etwa 4,0 % lag. Lediglich in Rumänien und Polen gab es eine merkbare konjunkturelle Abkühlung gegenüber

dem Jahr 2004. Dennoch war das Wachstum in Rumänien mit 4,1 % relativ stark und in beiden Ländern beschleunigte es sich wieder im zweiten Halbjahr. Die Struktur des Wachstums war in diesen Ländern sehr unterschiedlich. Während es in der Tschechischen Republik und in Slowenien vor allem (netto)exportgetragen war, bildete die Inlandsnachfrage den alleinigen oder deutlich überwiegenden positiven Wachstumsbeitrag in der Slowakei, Kroatien, Bulgarien und Rumänien. In Bulgarien und Rumänien war der Beitrag der Nettoexporte markant negativ. In Ungarn und Polen waren sowohl die Inlandsnachfrage als auch die Nettoexporte wichtige Wachstumskomponenten.

In der Tschechischen Republik, Polen und Slowenien war die *Entwicklung des kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos* im Verhältnis zum BIP ein für den Wechselkurs stärkender Faktor. Alle drei Länder verzeichneten im Jahr 2005 einen Rückgang ihres externen Finanzierungsbedarfs, wobei die Defizite auf ein sehr geringes Maß (1 % bis 2 % des BIP) reduziert werden

konnten. Zudem überkompensierten Netto-Direktinvestitionszuflüsse die verbleibenden Defizite sowohl in der Tschechischen Republik als auch in Polen. Das externe Defizit fiel zwar auch in Ungarn geringer aus als im Jahr 2004, doch verblieb es auf einem relativ hohen Niveau von 6,5% des BIP. Auch konnte es nur zu etwa drei Viertel durch Direktinvestitionen (und auch das nur dank eines einmaligen großen Privatisierungserlöses im vierten Quartal) finanziert werden, was zur weiteren Zunahme der Nettoauslandsverschuldung des Landes führte. In der Slowakei kam es im Jahr 2005 zu einer deutlichen Verschlechterung des kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos, dessen Defizit (von 3,2% im Jahr 2004) auf 8,8% des BIP anstieg. Diese Verschlechterung wurde primär von der Einkommens- und Transferbilanz verursacht, wengleich im Gegensatz zu den vorhin erwähnten Ländern auch in der Güter- und Dienstleistungsbilanz eine Verschlechterung eintrat. Die Verschlechterung in der Einkommensbilanz ist dabei teilweise auf eine Anpassung der statistischen Erfassungsmethode zurückzuführen (verbesserte Erfassung von reinvestierten Gewinnen als Abfluss in der Einkommensbilanz und Zufluss unter der Position Direktinvestitionen). Allerdings fielen die Netto-Direktinvestitionszuflüsse in der Slowakei im Jahr 2005 nur unwesentlich höher als im Jahr zuvor aus und deckten nur weniger als die Hälfte des externen Finanzierungsbedarfs. Unter den anderen hier untersuchten Ländern war die Entwicklung insbesondere in Bulgarien stark negativ geprägt, wo sich das Defizit von 5,8% des BIP im Jahr 2004 auf 11,8% im Jahr 2005 erhöhte. Im Gegensatz zu den Jahren

2002 bis 2004 konnten Netto-Direktinvestitionszuflüsse den erhöhten Finanzierungsbedarf nicht vollständig decken. Die außenwirtschaftliche Situation verschlechterte sich auch in Rumänien, wenn auch in deutlich geringerem Ausmaß, sodass auch hier erstmals seit drei Jahren wieder ein Anstieg der Auslandsschulden eintrat. Auch in Kroatien stieg die Auslandsverschuldung weiter an, obwohl die Zunahme von Direktinvestitionszuflüssen die Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits mehr als kompensierte. Russland hingegen konnte weiterhin hohe Überschüsse in der kombinierten Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanz verbuchen, was vor allem dem positiven Effekt des hohen Erdölpreises zuzuschreiben ist.

Nennenswerte *Zinsdifferenzen* in Verbindung mit dem Vorhandensein liquider Veranlagungsmöglichkeiten dürften vor allem in Ungarn, Polen und Rumänien unterstützend auf die jeweilige Währung wirken. Insbesondere in Ungarn dürften die durch die hohe Zinsdifferenz induzierten Portfoliokapitalzuflüsse wesentlich zur Deckung des externen Finanzierungsbedarfs beigetragen und somit in der Berichtsperiode eine stärkere als tatsächlich eingetretene Abwertung verhindert haben. In der Slowakei weitete sich die kurzfristige Zinsdifferenz zum Euroraum bereits vor der aus Sorge um den Inflationsanstieg getätigten Zinsanhebung durch die Notenbank Ende Februar 2006 graduell aus. Dieser Faktor könnte unterstützend auf die slowakische Krone wirken. Auch in Rumänien sah sich die Notenbank Anfang Februar 2006 aufgrund der ungünstigen Inflationsentwicklung zu einer Zinsanhebung veranlasst. Die damit vergrößerte Zinsdifferenz, gepaart mit der Öffnung von Staatsanleihen-

auktionen für ausländische Investoren ab Mitte März 2006, könnte ebenfalls Kapitalzuflüsse unterstützen. Es bleibt abzuwarten, wie weit die Notenbank die Festigung der Währung, die dem Erreichen des Inflationsziels zuträglich sein dürfte, angesichts des steigenden Leistungsbilanzdefizits tolerieren wird. In Russland trugen nur teilweise sterilisierte Devisenmarktinterventionen der Notenbank auch im Jahr 2005 zum starken Anstieg der Devisenreserven und zur kräftigen Expansion der Geldmenge bei. Möglicherweise aus Sorge um die verbundenen Inflationsrisiken ließ die Notenbank in den ersten drei Monaten des Jahres 2006 eine deutliche Festigung des Rubels gegenüber seinem Währungskorb zu. Allerdings scheint das Ausmaß der Kapitalzuflüsse sehr groß gewesen zu sein, da die Akkumulierung der Devisenreserven in dieser Periode dennoch anhielt.

Einen weiteren Aspekt der Zinsdifferenz zum Ausland stellt in mehreren zentral- und osteuropäischen Ländern die *Kreditvergabe inländischer Banken in Fremdwährung an inländische Kunden* dar. Der Anteil der Fremdwährungskredite an inländische Unternehmen und Haushalte ist mit 35 % bis 80 % besonders hoch in Kroatien (einschließlich Lokalwährungskredite, die an den Euro geknüpft sind), Rumänien, Bulgarien, Ungarn und Slowenien. In all diesen Ländern stieg das Volumen (und in Kroatien, Ungarn und Slowenien auch der Anteil) dieser Kredite im Lauf des Jahres 2005 kräftig an, was aufgrund der Konversion der Beträge in die Lokalwährung durch die Kreditnehmer unterstützend auf die betreffenden Währungen gewirkt haben dürfte.

Insgesamt dürfte die Festigung der Währungen in mehreren Ländern

während der letzten sechs Monate im Einklang mit der Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position stehen. In einzelnen Ländern jedoch erscheint eine Korrektur hoher außenwirtschaftlicher Defizite bzw. die Reversion ungünstiger Entwicklungen des letzten Jahres notwendig zu sein, um die Wechselkursstabilität mittelfristig glaubwürdig abzusichern und der Zunahme von Auslandsschulden Grenzen zu setzen. Länder mit hohem externem Finanzierungsbedarf nach Abzug von Netto-Direktinvestitionszuflüssen (Slowakei, Bulgarien) oder relativ hohen Auslandsschulden (Bulgarien, Kroatien, Ungarn) bleiben außerdem für eine weitere Verschlechterung des internationalen Kapitalmarktklimas anfällig. Ein fortgesetzter Anstieg von kurz- und langfristigen Zinsen in den Industrieländern würde voraussichtlich bremsend auf die Kapitalzuflüsse in die Region wirken oder könnte sogar Kapitalabflüsse nach sich ziehen.

Aus der Sicht der neuen EU-Mitgliedstaaten ist Wechselkursstabilität auch im Hinblick auf die künftige Übernahme des Euro wesentlich. Inzwischen nehmen sieben neue EU-Mitgliedstaaten (Estland, Lettland, Litauen, Malta, Slowakei, Slowenien und Zypern) am WKM II teil. Die Konvergenzprüfung dieser und der anderen EU-Mitgliedstaaten, die nicht Teil des Euroraums sind, findet heuer in zwei Runden statt: Litauen und Slowenien im Mai 2006, die restlichen Länder voraussichtlich im Oktober. Im Mai hat die Europäische Kommission zu Slowenien eine positive Empfehlung abgegeben. Im Juli 2006 wird der ECOFIN-Rat endgültig entscheiden, ob Slowenien ab 2007 dem Euroraum angehören wird.

Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung von Währungsschwäche kaum betroffen

Die Renditeabstände von 10-jährigen Staatsanleihen in Lokalwährung gegenüber Euro-Benchmarkanleihen lagen in der Tschechischen Republik und in Polen Ende März 2006 um etwa 20 bzw. 40 Basispunkte tiefer als zu Beginn der Berichtsperiode Ende September 2005. In der Tschechischen Republik bedeutete dies leicht niedrigere Renditen als im Euroraum, während polnische Anleihen einen Renditeaufschlag von etwa 115 Basispunkten boten. In Ungarn und der Slowakei hingegen stiegen die Renditeabstände um etwa 30 bis 40 Basispunkte an, wenngleich von sehr unterschiedlichen Ausgangsniveaus: In der Slowakei weitete sich der Renditeabstand von 3 auf etwa 40 Basispunkte aus, während der Abstand in Ungarn von 300 auf etwa 330 Basispunkte stieg. Abgesehen davon farbte die Währungsschwäche im März 2006 nicht wesentlich auf die Anleihenmärkte ab; die Renditeabstände in Ungarn und Polen, deren Währungen am meisten betroffen waren, stiegen nur um 3 bis 10 Basispunkte an, und der Bestand an in ausländischem Besitz befindlichen ungarischen Staatsschuldverschreibungen nahm seit Anfang Februar kontinuierlich zu. In Reaktion auf die Turbulenzen in den Schwellenländern im Mai weiteten sich die Renditeabstände von Lokalwährungsanleihen gegenüber Benchmarkanleihen des Euroraums in den betrachteten vier Ländern vorübergehend um etwa 15 bis 40 Basispunkte aus. Jedoch nur in Polen und in der Slowakei waren die Renditeabstände Ende Mai höher als Ende April, und zwar um etwa 15 Basispunkte.

Für die Ab- und Zunahmen der Renditeabstände waren in den einzelnen Ländern unterschiedliche Faktoren verantwortlich. Die *Inflation (HVPI)* entwickelte sich in Ungarn und in Polen günstig für den Anleihenmarkt: In Polen fiel die Inflationsrate von knapp 2% im September 2005 auf 0,9% im März 2006, während in Ungarn im selben Zeitraum ein Rückgang von 3,6% auf 2,4% erfolgte. Zudem betrug die Kerninflationsrate (ohne unverarbeitete Lebensmittel- und Energiepreise) im März 2006 in diesen Ländern nur 0,4% bzw. 1,1%. Der Inflationsrückgang in Ungarn wurde Anfang 2006 allerdings durch einen vorübergehenden Faktor, die Senkung des höchsten Umsatzsteuersatzes, maßgeblich beeinflusst; dabei wird mit einem Wiederanstieg der Inflation im Jahr 2007 auf etwa 3% gerechnet. In der Tschechischen Republik und insbesondere in der Slowakei stieg die Inflationsrate zwischen September 2005 und März 2006 hingegen um 0,4 bzw. 2,0 Prozentpunkte an. Zum Teil war dies auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen; allerdings erhöhte sich auch die Inflationsrate ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel (um 0,3 bzw. 0,6 Prozentpunkte). Der Inflationsausblick ist in den vier Ländern grundsätzlich positiv, bestimmte Risiken sollten allerdings nicht außer Acht gelassen werden. Erstens bleibt angesichts des relativ hohen Anteils der Energiepreise in den Warenkörben dieser Länder abzuwarten, inwiefern der anhaltende Anstieg der Energiepreise mittelfristige Auswirkungen auf die Kerninflation haben wird. Zweitens wurde in den letzten Monaten in allen vier Ländern (und vor allem in der Slowakei) das inländische Nachfragewachstum auch durch ein verstärktes

Kreditwachstum unterstützt. Drittens wirkt auch die Verringerung bzw. das Schließen des negativen Output Gap in den vier Ländern gegen eine anhaltende Disinflation. Außerdem verzeichneten Ungarn und die Slowakei im Jahr 2005 auch relativ hohe Steigerungsraten bei den Lohnstückkosten, die bei anhaltendem Trend den kostenseitigen Inflationsdruck erhöhen könnten. Die Weitergabe dieses Kostendrucks an die Konsumenten könnte durch die jüngste Beschleunigung der inländischen Konsumnachfrage begünstigt werden.

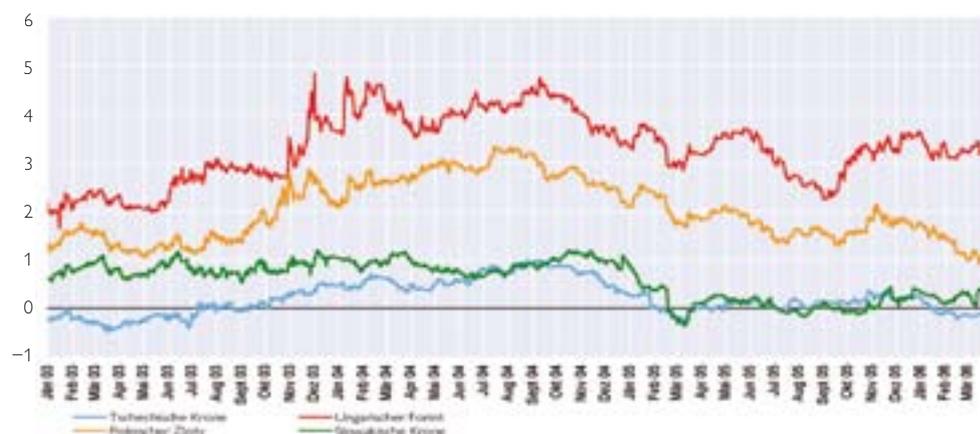
In der Tschechischen Republik, Polen und der Slowakei war die *Budgetentwicklung* im Jahr 2005 ein günstiger Faktor für den Rentenmarkt. Alle drei Länder verzeichneten Budgetdefizite von weniger als 3% des BIP.⁴ Diese waren geringer als im Jahr 2004 (vor allem in Polen) und niedriger als es noch im Herbst 2005

prognostiziert worden war (besonders deutlich in der Tschechischen Republik und in Polen). Allerdings wird laut offiziellen Angaben in der Tschechischen Republik heuer eine deutliche Ausweitung des Defizits erwartet, während der negative Fiskalsaldo in Polen nur leicht schlechter als im Jahr 2005 und in der Slowakei stabil ausfallen sollte. Das ungarische Budgetdefizit hingegen weitete sich von 5,4% des BIP im Jahr 2004 auf 6,1% im Jahr 2005 (bzw. von 6,6% auf 7,5% einschließlich der Kosten der Pensionsreform) aus. Die im Budget für 2006 vorgesehene Verringerung des Defizits um etwa einen Prozentpunkt erscheint ambitioniert. Auch muss Ungarn bis spätestens 1. September 2006 ein revidiertes Konvergenzprogramm vorlegen, da der ECOFIN-Rat das Ende 2005 vorgelegte Programm für zu wenig aussagekräftig hielt.

Grafik 3

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

in Basispunkten



Quelle: Bloomberg.

⁴ Das Defizit betrug in der Tschechischen Republik 2,6% des BIP, in Polen 2,5% (4,4% einschließlich der Kosten der Pensionsreform) und in der Slowakei 2,9% (3,5% einschließlich der Kosten der Pensionsreform).

Das *internationale Investorenklima* blieb im Großteil der Berichtsperiode günstig für die vier Märkte. Wie auch bei den Eurobond- und Währungsmärkten stellen potenzielle künftige Portfolioumschichtungen internationaler Investoren in Reaktion auf weiter ansteigende kurz- und langfristige

Zinsen in den Industrieländern ein Risiko für die Märkte der Lokalwährungsanleihen dar. Dies gilt insbesondere für Polen und Ungarn, wo ausländische Investoren einen größeren Anteil am ausstehenden Staatsanlehenvolumen halten.