

## Internationales Umfeld zunehmend risikobehaftet

### **Robustes Wachstum bei niedrigen Zinsen, aber zunehmenden Risiken**

#### **Robustes Wachstum der Weltwirtschaft, gebremste Entwicklung im Euroraum und in Japan**

Das globale Wirtschaftswachstum betrug im Jahr 2004 laut IWF rund 5%, die stärkste Wachstumsrate seit den Siebzigerjahren, wobei die Dynamik in der zweiten Jahreshälfte etwas nachgelassen hat. Wesentliche Ursache dieser Verlangsamung ist der höhere Erdölpreis. Der in US-Dollar gemessene Preis für Erdöl stieg im Laufe des Jahres 2004 stetig um bis zu 50% gegenüber dem Vorjahr und übertraf damit die in den meisten Wirtschaftsprognosen angenommene Entwicklung. Der Erdölpreis blieb auch im ersten Quartal 2005 hoch, wobei sich die Preisvolatilität deutlich erhöhte. Die meisten Prognosen nehmen einen auch in den nächsten Jahren anhaltend hohen Erdölpreis an. Für die Jahre 2005 und 2006 gehen IWF und OECD sowie die Europäische Kommission von einer weiterhin robusten wirtschaftlichen Entwicklung aus, mit Wachstumsraten in der Nähe der langjährigen Durchschnitte und weiterhin moderater Inflation. Die Risiken für diesen günstigen Ausblick für das Wachstum sind allerdings überwiegend nach unten gerichtet. Dabei gibt insbesondere das allgemein als zu hoch eingeschätzte Leistungsbilanzdefizit der USA weiterhin Anlass zur Sorge. So könnte es laut IWF im Falle einer nicht mehr länger ausreichenden Bereitschaft internationaler Investoren zur Akkumulation bzw. Haltung von in US-Dollar denominierten Finanztiteln zu einer substanziellen Abwertung des US-Dollar sowie steigenden langfristigen Zinsen, insbesondere in den USA,

kommen. Auch der Erdölpreis stellt einen Risikofaktor dar. Ein anhaltend hoher und erst recht ein weiter ansteigender Erdölpreis könnte zu einer stärkeren Wachstumsdämpfung führen als derzeit angenommen. Ein dadurch ausgelöster starker Inflationsdruck könnte ebenfalls zu deutlich steigenden langfristigen Zinsen führen. Letzteres birgt gewisse Risiken in Hinblick auf eine mögliche Korrektur bei den relativ hohen Immobilienpreisen in einigen Ländern sowie auf eine Ausweitung der Spreads.

In den USA setzte sich das robuste Wirtschaftswachstum trotz des höheren Erdölpreises fort, wobei das solide, wenngleich zuletzt etwas abgeschwächte Produktivitätswachstum sowie eine nach wie vor unterstützende Geld- und Fiskalpolitik ausschlaggebend waren. Der private Konsum entwickelte sich aufgrund solider Einkommenszuwächse, positiver Vermögenseffekte, steigender Beschäftigung und eines hohen Konsumentenvertrauens dynamisch, ebenso wie die Unternehmensinvestitionen, welche von positiven Umsatzerwartungen sowie günstigen Finanzierungsbedingungen und temporären steuerlichen Begünstigungen profitierten. Die Inflationsrate erhöhte sich erdölpreisbedingt, während der binnenwirtschaftliche Preisdruck aufgrund des relativ niedrigen Wachstums der Lohnstückkosten und weiterhin freier Produktionskapazitäten bislang gering geblieben ist. Angesichts des nach Einschätzung des Federal Open Market Committee (FOMC) robusten Wirtschaftsaufschwungs, stabiler Inflationserwartungen, des begrenzten Aufwärtsdrucks auf die Inflation sowie ausgeglichener Risiken für die künftige Inflation und das künftige Wirtschaftswachstum wurden die Leitzinsen seit Juni 2004 in sieben Schritten um insge-

samt 175 Basispunkte auf 2,75% angehoben.

In Japan verlangsamte sich das Wachstum nach einem starken Beginn im Jahr 2004 deutlich und verzeichnete drei Quartale gering negativen Wachstums. Hierbei schwächten sich vor allem die Exporte von IT-Gütern sowie der private Konsum ab. Laut IWF ist unter anderem aufgrund des günstigen internationalen Umfelds mit einem Wiedereinsetzen des Aufschwungs zu rechnen; wegen der relativ zum gesamtwirtschaftlichen Angebot geringen Nachfrage sollte es jedoch vorerst noch nicht zu einer nachhaltigen Rückkehr zu positiven Inflationsraten kommen, was auf eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik der Bank of Japan hindeutet.

Im Rest von Asien setzte sich das starke Wachstum der ersten Jahreshälfte 2004 bei überwiegend moderater Inflation weiter fort, wobei vor allem in China trotz wirtschaftspolitischer Maßnahmen zur Einbremsung des hohen Wirtschaftswachstums nach wie vor sehr hohe Wachstumsraten verzeichnet wurden. Der Aufbau der substanziellen, vornehmlich in US-Dollar denominierten Devisenreserven in der Region setzte sich im Jahr 2004 aufgrund von Überschüssen in der Kapital- und Leistungsbilanz weiter fort, wobei China den größten Anteil hatte. Dies dürfte ebenfalls zu den niedrigen Renditen bei US-Staatsanleihen beigetragen haben.

Im Vereinigten Königreich schwächte sich das Wachstum in den vergangenen Quartalen leicht ab und näherte sich damit dem Trendwachstum an. Dabei verloren der private Konsum sowie die Investitionen etwas an Schwung. Bei den Immobilienpreisen kam es erwartungsgemäß nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen kurzfristigen Zinsen zu einer Stabilisierung nach Jah-

ren starken Wachstums. Obwohl die Kapazitätsauslastung in der Wirtschaft weiter angestiegen und die Arbeitslosigkeit weiter niedrig ist, hat sich bislang kein wesentlicher, von den Löhnen ausgehender Aufwärtsdruck auf die Inflation eingestellt. Die Leitzinsen sind von Mai 2003 bis August 2004 aufgrund des durch den hohen Auslastungsgrad in der Wirtschaft zu erwartenden Aufwärtsdrucks auf die Inflation um insgesamt 125 Basispunkte angehoben worden.

Die Schweizer Wirtschaft hat seit Mitte 2004 unerwartet stark an Dynamik verloren, wobei sowohl die Investitionen als auch die Exporte und der private Konsum betroffen waren. Die Inflationsrate blieb weiterhin niedrig. Im Jahr 2005 sollte die Wirtschaft wegen einer verbesserten Exportkonjunktur und günstiger Finanzierungsbedingungen wieder an Schwung gewinnen. Die Leitzinsen wurden im Juni 2004 um 25 Basispunkte angehoben und sind seither unter anderem aufgrund der geringeren konjunkturellen Dynamik konstant gehalten worden. Die Schweizerische Nationalbank hielt fest, dass sie im Falle unerwarteter Ereignisse, welche eine Aufwertung des Franken bewirken, angemessen reagieren wird.

Im Euroraum kam es im zweiten Halbjahr 2004 zu einer prononcierten Wachstumsabschwächung, wobei unter anderem Deutschland und Italien besonders betroffen waren. Insgesamt entwickelte sich die Binnennachfrage im Euroraum vor dem Hintergrund hoher und volatiler Erdölpreise gedämpft, während das Wachstum der Exportnachfrage, die im ersten Halbjahr 2004 wesentlich zum Aufschwung beigetragen hat, durch das abnehmende Wachstum der Weltwirtschaft und die Aufwertung des Euro deutlich zurückgegangen ist. Die Gewinnsitu-

ation der Unternehmen erholte sich zwar, führte aber bislang nicht zu einem maßgeblichen Aufschwung in der Investitionstätigkeit, da nach wie vor die Restrukturierung der Unternehmensbilanzen im Vordergrund stand. Die Konsumnachfrage blieb aufgrund von Lohnzurückhaltung sowie des bislang geringen Beschäftigungswachstums gedämpft. Der Erdölpreisanstieg führte zu einem temporären Anstieg der HVPI-Inflation, während der binnenwirtschaftliche Preisdruck wegen moderat steigender Löhne gering geblieben ist und bislang keine Zweitrundeneffekte des höheren Erdölpreises aufgetreten sind. Aufgrund des bislang geringen binnenwirtschaftlichen Preisdrucks wurden die Leitzinsen weiterhin bei 2% belassen. Für die Jahre 2005 und 2006 ist mit einer graduellen Beschleunigung des Wachstums zu rechnen, wobei vor allem die Binnennachfrage zulegen sollte.

### **Dollarschwäche sowie ungewöhnlich niedrige langfristige Zinsen**

Im zweiten Quartal 2004 hat auf den Geldmärkten in den USA ein Trend steigender Zinsen eingesetzt. Dabei hatte die Ankündigung der US-Notenbank, künftige Leitzinsanhebungen in maßvollem Tempo vorstatten gehen zu lassen, einen erheblichen Einfluss auf die Erwartungen der Marktteilnehmer. Im März 2005 verstärkten sich die Erwartungen bezüglich einer Beschleunigung der Leitzinsanhebungen aufgrund steigender Inflationssorgen. Diese Erwartungen bildeten sich Anfang April nach einer Reihe schlechter Konjunkturdaten wieder zurück. Im Euroraum blieben die Zinsen auf dem Geldmarkt wegen der stabilen langfristigen Inflationserwartungen sowie der nachlassenden Konjunktur weitgehend stabil. Die impliziten Volatilitäten auf den Geldmärkten in den

USA und im Euroraum gingen weiter zurück.

Auf den Anleihemärkten in den USA blieben die Renditen nach einem Rückgang im dritten Quartal 2004 bis Februar 2005 weitgehend unverändert. Dies war angesichts des günstigen Konjunkturausblicks und der substanziellen Leitzinsanhebungen der US-Notenbank für viele Beobachter überraschend, da unter solchen Rahmenbedingungen in der Vergangenheit die Renditen in der Regel zum Teil deutlich gestiegen sind. Ab Februar 2005 kam es unterstützt durch eine Rede des FOMC-Vorsitzenden sowie Spekulationen über eine Beschleunigung der Leitzinsanhebungen zu einem raschen Renditeanstieg, welcher allerdings mit dem Ende der Spekulationen wieder zurückging. Die an indexierten Anleihen gemessenen langfristigen Inflationsrisikoprämien sind in den vergangenen Quartalen trendgemäß weiter gestiegen. Im Euroraum setzte sich der Trend fallender Renditen von September 2004 bis Anfang Jänner 2005 fort. Dabei dürften die unerwartet schwache Konjunktur sowie der in diesem Zeitraum vorherrschende, durch die Schwäche des US-Dollar ausgelöste Aufwertungsdruck auf den Euro den Anleihepreisen im Euroraum Auftrieb verliehen haben. Die Inflationsrisikoprämien schwankten auf einem im langfristigen Vergleich etwas höheren Niveau.

Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen in den USA und im Euroraum erreichten im Februar ein im langfristigen Vergleich sehr niedriges Niveau und sind seither nach negativen Nachrichten über die Bonität großer US-amerikanischer Automobilfirmen deutlich angestiegen. Das im langfristigen Vergleich relativ niedrige Niveau der Risikoprämien deutet auf eine weiterhin gegebene Risikobereit-

schaft der Anleger hin, wobei sich aufgrund der insgesamt positiven Gewinnsituation auch die Unternehmensbilanzen verbessert haben und damit die Gefahr künftiger Zahlungsausfälle gesunken sein sollte.

Auf den Aktienmärkten in den USA bewegten sich die Kurse weitgehend auf dem gleichen Niveau, wobei der hohe Erdölpreis sowie zuletzt die

etwas höheren langfristigen Zinsen und eine von einem niedrigen Niveau aus leicht steigende Risikoaversion die Effekte der guten Gewinnlage überlagerten. Im Euroraum setzte sich der steigende Trend bei den Kursen bis März 2005 fort, wobei starke Unternehmensgewinne sowie die im Euroraum stärker gefallen langfristigen Zinsen ausschlaggebend waren.

Grafik 1

### Zinssatzentwicklung im Euroraum und in den USA



Auf den Devisenmärkten kam es im vierten Quartal 2004 zu einer ausgeprägten Dollarschwäche, welche mit dem hohen Leistungsbilanzdefizit sowie weiterhin niedrigen langfristigen Zinsen in den USA in Zusammenhang stand. Das Ausmaß der nominell effektiven Aufwertung des Euro war jedoch geringer als in vergangenen Phasen einer Dollarschwäche. Der japanische Yen geriet zeitweise aufgrund von Spekulationen über eine künftige Aufwertung des chinesischen Yuan unter zusätzlichen Aufwertungsdruck, verlor allerdings insgesamt

wegen der schwachen Konjunktur sowohl gegen den US-Dollar als auch gegen den Euro an Wert. Der Schweizer Franken blieb zum Euro recht stabil. Die Devisenmärkte reagierten im Berichtszeitraum sehr sensitiv auf Informationen, welche auf Umschichtungen von in US-Dollar denominierten Devisenreserven hindeuteten. Dabei reagierten der Euro und der Schweizer Franken mit zum Teil deutlichen Wertzuwächsen. Ab Mitte März 2005 erholte sich der US-Dollar wieder im Zuge sich verstärkender Erwartungen über eine Beschleunigung der

Leitzinsanhebung der Fed und einem damit einhergehenden Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA.

### **Kapitalströme in die Emerging Markets auf hohem Niveau im Jahr 2004**

#### **Robuste Wirtschaftsaussichten 2005**

Das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften (*Emerging Market Economies, EMEs*) lag im Jahr 2004 mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von über 7% in nahezu allen Regionen über den Erwartungen. Gründe dafür waren teils eine robuste Inlandsnachfrage, verstärkte Exportaktivitäten sowie gestiegene Rohstoffpreise. Auch im Jahr 2005 bleiben die konjunkturellen Aussichten laut IWF-Prognosen robust. Der IWF hat das reale BIP-Wachstum 2005 für die EMEs von 5,7% auf 6,3% revidiert; für das Jahr 2006 rechnet er mit einer leichten Wachstumsabschwächung bei weiter nachlassendem Preisaufrtrieb. Die Risiken stammen vor allem aus dem internationalen Umfeld. Es sind jene, die auch für die Industrieländer relevant sind: der Erdölpreis, ein möglicher Anstieg des niedrigen langfristigen Zinsniveaus, eine schleppende Erholung der Arbeitsmärkte, eine Abschwächung der Preise von Vermögenswerten sowie eine hohe Wechselkursvolatilität.

Die EMEs Asiens bleiben neben den USA der wichtigste globale Wachstumsmotor. Ein wesentlicher Beitrag zum Wachstum dieser Region stammt von dem anhaltenden Investitionsboom, obwohl auf den Märkten für Informationstechnologie Korrekturen erfolgten. Die Sanierung des Finanzsektors und die Strukturreform im Unternehmenssektor haben in dieser Region weiter Priorität. In China dürfte das Wachstum im Jahr 2005 trotz der vor einem Jahr begonnenen

selektiven wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Dämpfung des hohen Wachstums kaum wesentlich unter dem Vorjahreswert von 9,5% liegen. Während bei den Zinsen Liberalisierungsschritte gesetzt wurden, wird an der festen US-Dollar-Wechselkursbindung trotz wachsenden internationalen Drucks festgehalten, was das Land wettbewerbsmäßig begünstigt. Obwohl in Indien erneut ein robustes Wirtschaftswachstum erwartet wird, dürfte das Budgetdefizit nahe bei 10% des BIP bleiben, während der starke Zuwachs bei den kurzfristigen Warenkrediten eine erhöhte Aufmerksamkeit seitens der Reserve Bank of India erforderlich macht.

In Lateinamerika ist die Verschuldung trotz Aufwertung der lokalen Währungen noch immer hoch und stellt eine potenzielle Gefahrenquelle dar. Das anhaltend hohe Wachstum, das von der Inlandsnachfrage getragen wird, dürfte jedoch die Verschuldungslage verbessern und auch ein besseres Investitionsklima erwirken. Dies schafft Spielraum für das stark wachsende Arbeitskräftepotenzial. Im Mittleren Osten schreitet der Aufbau der Infrastruktur zur Stärkung des Nichtölsektors voran. Laut IWF werden in Teilen Afrikas die Institutionen gestärkt und die Governance verbessert, um die Anfälligkeit auf Schocks zu reduzieren und die stärkere Einbindung in die weltweite Handelsliberalisierung zu erreichen.

Russlands Wirtschaft profitiert zwar vom hohen Erdölpreis, doch hat sich das Investitionsklima nicht zuletzt infolge stärkerer Staatsintervention eingetrübt, sodass das Wachstum ab der zweiten Jahreshälfte 2004 nachließ und daher für heuer mit einer Abkühlung des realen BIP-Wachstums gerechnet wird. Den Risiken im Finanzsektor (15% der Kredite gelten

als notleidend) stehen eine günstige Fiskalsituation und hohe Devisenreserven gegenüber. Die türkische Wirtschaft legte im Jahr 2004 bei stark steigendem Leistungsbilanzdefizit überraschend um 8% zu und dürfte heuer bei weiter sinkenden Inflationsraten um 5% wachsen. Der IWF gewährt dem Land massive Finanzhilfe, mit der Auflage, strukturelle Reformen voranzutreiben; private Kapitalzuflüsse bleiben aufgrund unzureichender Corporate Governance und mangelndem Anlegerschutz noch immer schwach.

#### Nettokapitalzuströme 2005: Leichter Rückgang nach Rekordniveau im Jahr 2004 erwartet

Die privaten Nettokapitalzuflüsse in die EMEs konnten im Jahr 2004 nach IWF-Betrachtung vom dynamischen Wachstum der Weltwirtschaft profitieren. Während die FDI-Nettozuflüsse und die volatilen Portfolioinvestitionen zugenommen haben, kam es bei der Position „Andere Flüsse“ (Banken, Han-

delskredite und Derivative) zu Abflüssen. Etliche EMEs konnten die Finanzierungslücke über lokale Kapitalmärkte teilweise schließen. Auch im Jahr 2005 werden laut IWF die Nettozuflüsse bei den FDIs zunehmen, nicht zuletzt wegen der von den Akteuren als günstig eingeschätzten Ertragsaussichten in den EMEs. Die in diesem Jahr geringeren Nettozuflüsse bei den Portfolioinvestitionen und Abflüsse bei der Position „Andere Flüsse“, die auch den gesamten privaten Nettokapitalzufluss abschwächen werden, dürften vor allem mit der Veranlagung der hohen Einnahmen Erdöl exportierender Staaten sowie des erwarteten Schuldenerückkaufs durch Russland im Rahmen eines Abkommens mit dem Pariser Club im Zusammenhang stehen.

Hauptempfänger für die Nettokapitalzuflüsse bleiben die EMEs Asiens, vor allem China. Das Ziel einer anhaltend niedrigen Inflation bei gleichzeitiger Stabilisierung des nominalen Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar stellt aus Sicht vieler asiati-

Tabelle 1

### Private Kapitalströme in Emerging Markets und Entwicklungsländer laut IWF<sup>1)</sup>

in Mrd USD

	2002	2003	2004	2005f	2006f
<b>Nettokapitalfluss laut IWF</b>	75,8	149,5	196,6	175,1	193,9
<b>Nach Instrumenten</b>					
Direktinvestitionen	144,4	151,9	186,4	217,4	222,3
Portfolioinvestitionen	-90,0	-9,9	28,8	2,3	16,0
Andere Flüsse	21,4	7,5	-18,6	-44,6	-44,4
<b>Nach Regionen (Länder)</b>					
Lateinamerika (31)	3,3	15,2	12,7	22,4	30,3
Europa (13)	55,3	52,0	60,6	65,8	57,7
GUS (12)	-9,5	16,4	2,9	-6,4	2,7
Mittlerer Osten (14)	-4,0	-2,4	-21,0	-31,2	-25,1
Afrika (47)	6,9	12,3	11,4	15,6	13,5
Asien (15)	23,9	56,1	130,1	108,9	115,0
<b>Nachrichtlich</b>					
Leistungsbilanzsaldo	142,4	233,8	336,3	395,4	345,8
Währungsreserven (- = Anstieg)	-194,4	-369,3	-518,9	-523,4	-515,7
davon China	-75,7	-117,2	-206,6	-210,0	-210,0

Quelle: IWF (WEO).

Anmerkung: f = Prognose.

<sup>1)</sup> Dargestellt sind aggregierte Zahlungsbilanzdatensätze von 131 Nichtindustrielländern, darunter die schwergewichtigen 44 EMEs. Wegen wiederholter Revisionen in den nationalen Zahlungsbilanzen, von denen auch die Vorjahre betroffen sind, können die Kapitalströme nachträglich stark abweichen.

Tabelle 2

**Forderungen der an die BIZ meldenden Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa und der Türkei<sup>1)</sup>**

in % des BIP des Empfängerlandes

	AT	DE	IT	FR	NL	SE	BE	UK	Europa <sup>2)</sup>	USA	Japan
<b>Zentral- und Osteuropa plus Türkei</b>	1,9	6,5	1,3	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	16,1	0,7	0,4
<b>EU-Länder Zentraleuropas</b>											
Polen	1,8	x	1,5	0,7	0,8	0,3	0,5	0,3	14,4	0,3	0,6
Slowakei	5,1	x	3,4	0,9	0,4	0,0	1,9	0,1	19,9	0,5	0,3
Slowenien	5,0	x	1,7	2,0	0,4	0,0	1,1	0,3	22,8	0,1	0,5
Tschechische Republik	4,2	x	0,4	0,6	0,5	0,0	2,6	0,0	14,9	0,3	0,2
Ungarn	4,8	x	3,2	1,9	1,0	0,0	3,6	0,9	34,6	0,4	0,7
<b>Sonstige Länder Zentral- und Osteuropas</b>											
Bulgarien	1,3	x	2,7	0,8	1,6	0,1	0,2	0,6	18,8	1,5	0,2
Kroatien	8,5	x	15,5	0,7	0,4	0,0	0,4	0,8	43,9	0,7	1,2
Rumänien	1,1	x	1,1	1,6	1,9	0,1	0,1	0,3	13,1	0,6	0,0
Russland	0,4	x	0,2	0,7	0,9	0,0	0,1	0,0	7,2	0,5	0,3
<b>Türkei</b>	0,1	x	0,6	1,4	1,2	0,1	0,4	0,0	10,4	1,0	0,5

Quelle: BIZ, Eurostat, IWF, nationale Quellen und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten internationalen Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIS Quarterly Review March 2005, Table 9C). Diese umfassen sowohl die grenzüberschreitenden Forderungen in sämtlichen Währungen als auch (mit Ausnahme Österreichs und der USA) die von Tochterbanken in den Empfängerländern in anderer Währung als jener des Empfängerlandes bestehenden Forderungen.

<sup>1)</sup> Stand: Ende September 2004.<sup>2)</sup> Europa umfasst neben den hier aufgelisteten Herkunftsländern auch Dänemark, Griechenland, Irland, Portugal, Finnland, Spanien, die Schweiz und Norwegen.

scher Notenbanken eine zentrale Herausforderung dar. Die starken externen Zuflüsse – die Reserven werden im Jahr 2005 aufgrund fortbestehender beachtlicher Leistungsbilanzüberschüsse und spekulativer Kapitalzuflüsse laut IWF weiter um über 300 auf nahezu 1.200 Mrd USD ansteigen, womit mehr als 85% der jährlichen Importe gedeckt werden können – werden in den meisten Ländern substantiell sterilisiert, was auch Kosten verursacht; zusätzlich drohen Kapitalverluste, sollte der Wert des US-Dollar gegenüber diesen Währungen nachgeben. Obwohl in den EMEs Asiens im Jahr 2005 der Leistungsbilanzüberschuss zurückgehen dürfte, sollten die Maßnahmen Chinas zur Abkühlung der Wirtschaft (z. B. Quotenregelung bei der Aufnahme von Auslandskapital für die auf dem chinesischen Kreditmarkt tätigen Auslandsbanken) den Zufluss von Auslandskapital in die Region insgesamt dämpfen. In den EMEs Europas hingegen könnten die

FDI-Zuflüsse im Jahr 2005 weiter zunehmen, da ausländische Konzerne aufgrund des hohen Ausbildungsstandards bei den lokalen Arbeitskräften in etlichen Ländern verstärkt in Produktionen mit hohem Wertschöpfungsanteil investieren. Hingegen werden neben den Wirtschaften des Mittleren Ostens nun auch jene der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) zu Nettokapitalexporturen, dies aufgrund höherer Einnahmen aus der Ausfuhr von Kohlenwasserstoffen sowie auch im Zusammenhang mit dem erwarteten vorzeitigen Schuldentrückkauf durch Russland.

### **Grenzüberschreitende Forderungspositionen österreichischer Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa im internationalen Vergleich**

Ende September 2004 entfielen von den gesamten grenzüberschreitenden Forderungspositionen des österreichischen Bankensektors gegenüber EMEs und Entwicklungsländern mehr als

58% auf die Volkswirtschaften der zehn neuen EU-Mitgliedstaaten und nahezu vier Fünftel auf Zentral- und Osteuropa einschließlich der GUS.

Abgesehen vom deutschen Bankensektor, für den keine disaggregierten Daten vorliegen, hielt der österreichische Bankensektor bei den Fremdwährungsforderungen der internationalen Banken gegenüber den neuen EU-Mitgliedstaaten Zentraleuropas Ende September 2004 den ersten Platz, selbst wenn die Fremdwährungsforderungen der österreichischen Tochterbanken in diesen Ländern nicht eingerechnet werden.

### Zentral- und osteuropäische Finanzmärkte relativ stabil

#### Zentral- und osteuropäische Eurobonds behaupten sich gut trotz steigender US-Zinsen

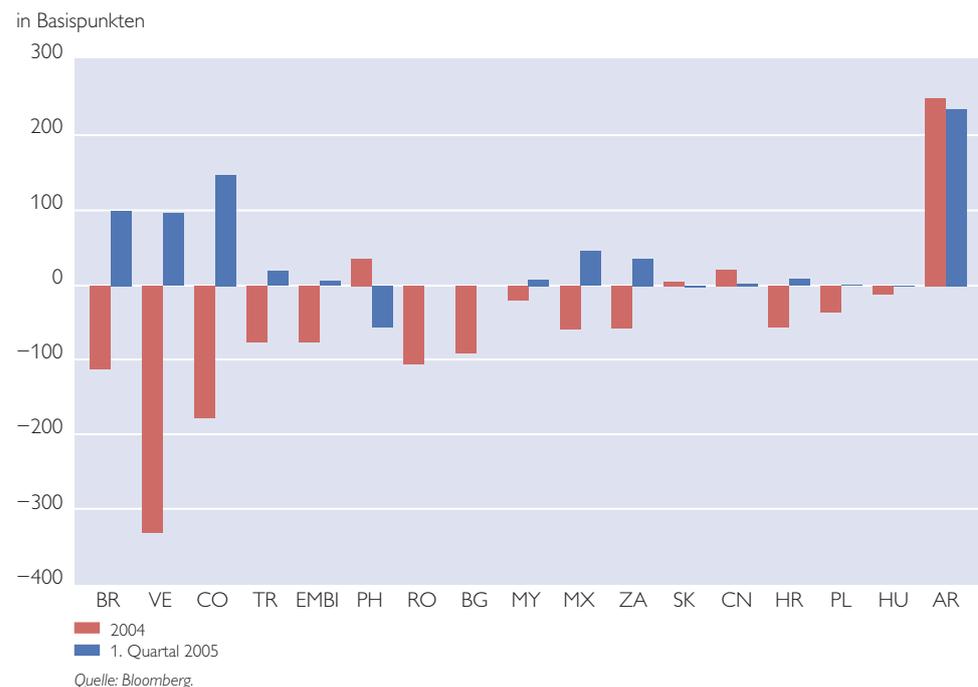
Im Jahr 2004 blieben in Fremdwährung denominated Staatsanleihen von

Emittenten aus aufstrebenden Märkten trotz des Anstiegs des US-Zinsniveaus gut nachgefragt. Die Renditeabstände von in US-Dollar und Euro denominierten Staatsanleihen gegenüber den Benchmarkanleihen der USA bzw. des Euroraums (gemessen am EMBI Global bzw. Euro-EMBI Global von J.P. Morgan) verringerten sich auf breiter Basis zwischen Ende 2003 und Ende 2004 im Durchschnitt um 56 bzw. 74 Basispunkte, was Gesamterträge von jeweils fast 12% implizierte.

Für den Rückgang der Renditeabstände im Jahr 2004 waren die Verbesserung von Fundamentaldaten in den aufstrebenden Märkten, die sich auch in angehobenen Rating-Einstufungen widerspiegelte, die weiterhin niedrige Risikoaversion der Investoren und die anhaltende Suche nach höheren Erträgen angesichts der relativ niedrigen Zinsen in den USA und im Euroraum entscheidend.

Grafik 2

### Veränderung von Euro-EMBI Global Spreads



Im März 2005 erfolgte eine Ausweitung der Renditeabstände, die die weitere Verengung in den beiden ersten Monaten des Jahres übertraf. Dieser Rückschlag, der parallel zu einem Renditeanstieg der 10-jährigen US-Staatsanleihen stattfand, dürfte eine Kombination aus einer nachholenden Reaktion auf die vorangegangenen US-Zinserhöhungen und einer Änderung der Einschätzung künftiger US-Zinserhöhungen gewesen sein. Die Ausweitung der Renditeabstände war bei lateinamerikanischen Emittenten besonders ausgeprägt.

Unter den zentral- und osteuropäischen Emittenten wiesen im Jahr 2004 Rumänien und Bulgarien eine im Vergleich zum Euro-EMBI Global Index überdurchschnittliche Spreadverringering aus, während bei Polen, Ungarn und der Slowakei eine Verengung solchen Ausmaßes schon aufgrund der niedrigen Ausgangsniveaus ausgeschlossen war. Die Renditeabstände rumänischer Eurobonds sanken um 103 auf 58 Basispunkte, während die Renditeabstände bulgarischer Staatsanleihen sich um 89 auf 44 Basispunkte verringerten. Die Renditeabstände kroatischer Eurobonds verringerten sich um 54 auf 42 Basispunkte. Die Rückgänge der Renditeabstände dürften durch Rating-Verbesserungen, rückläufige Defizite bei der kombinierten Leistungs- und Vermögensübertragungsbilanz (in Bulgarien und Kroatien), verbesserte Fiskalpositionen sowie das weitere Näherrücken des EU-Beitrittsdatums im Falle von Bulgarien und Rumänien und die Gewährung des EU-Kandidatenstatus im Falle von Kroatien bewirkt worden sein. Die Spreadverengung dauerte bis Anfang März 2005 an, indem Niveaus von 30 bis 40 Basispunkten erreicht wurden. Bis Ende März stiegen die Renditeabstände dieser drei Länder im Zuge

der globalen Korrektur der Eurobond-Spreads aufstrebender Märkte jedoch um 12 bis 18 Basispunkte an. Diese Aufwärtsbewegung fiel allerdings geringer aus als im Durchschnitt des Euro EMBI-Global (25 Basispunkte) und deutlich geringer als im Fall lateinamerikanischer Emittenten (bis zu 130 Basispunkte). Der Spielraum für eine weitere Spread-Verengung erscheint relativ gering in Anbetracht der Renditeabstände der neuen EU-Mitgliedstaaten Polen, Slowakei, Tschechische Republik und Ungarn, die Ende März 2005 zwischen 13 und 29 Basispunkte betragen. Somit dürften Investoren zur Erzielung weiterhin deutlich höherer nomineller Renditen als im Euroraum Investitionen in Fremdwährungsanleihen anderer osteuropäischer Emittenten in Betracht ziehen.

Eurobonds der Russischen Föderation boten Ende März 2005 einen Renditeabstand von 207 Basispunkten (EMBI Global), Eurobonds der Türkei einen Abstand von 309 Basispunkten (EMBI Global) bzw. von 192 Basispunkten (Euro-EMBI Global), bei einer zugleich ausreichenden Liquidität: Russland hat mit 13% den drittgrößten Anteil am EMBI-Global, gefolgt von der Türkei, die mit 7,5% den viertgrößten Anteil hat. Beide Länder blicken auf eine mehrjährige, zum Teil turbulente Vergangenheit auf den internationalen Finanzmärkten zurück. Seit Anfang 2004 wurden ihre Spreads deutlich enger, nicht zuletzt angesichts beachtlicher Erfolge bei der Stabilisierung ihrer Volkswirtschaften in den letzten Jahren, die sich auch in entsprechenden Rating-Verbesserungen widerspiegelten. Russische Staatsanleihen dürften durch die sehr gute Fremdwährungsliquidität des Landes begünstigt werden. Darüber hinaus treten Unternehmen und Gebietskörperschaften

beider Länder regelmäßig als Emittenten von Eurobonds auf, was zusätzliche Risiko-Ertrags-Kombinationen ermöglicht. Der Status eines EU-Kandidatenlandes verleiht der Türkei einen gewissen Anker für künftige wirtschaftliche Stabilität. Allerdings bestehen – neben den Risiken, die den gesamten Eurobondmarkt betreffen und unter anderem mit der Renditeentwicklung der US-Staatsanleihen zusammenhängen – nicht unerhebliche länderbezogene Risiken, die in Russland vor allem mit der Entwicklung des Erdölpreises und in der Türkei mit der jüngsten starken Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits zusammenhängen.

Ende März 2005 wiesen ukrainische Eurobonds einen Renditeabstand von etwa 209 Basispunkten (EMBI-

Global) auf. Nach der Beruhigung der politischen Situation dürfte sich die mittel- bis langfristige Perspektive verbessert haben. Anfang Mai 2005 erhöhte Standard & Poor's sein Rating für ukrainische langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten der öffentlichen Hand von B+ auf BB-. Serbien kehrte Anfang April 2005 im Zuge des Tausches von „Altschulden“ gegenüber seinen im Londoner Club vereinigten Gläubigerbanken in Eurobonds auf den internationalen Kapitalmarkt zurück. Zuvor hatte das Land mit seinen im Pariser Club und im Londoner Club vereinigten Kreditgebern im Jahr 2004 eine Vereinbarung über einen Schuldennachlass getroffen und von Standard & Poor's im November 2004 ein Rating (B+) erhalten.

Tabelle 3

### Änderungen bei Ratings für langfristige Fremdwährungsschulden der öffentlichen Hand

Land	Moody's			Standard & Poor's			Fitch		
	Rating	Seit	Richtung	Rating	Seit	Richtung	Rating	Seit	Richtung
Bulgarien	Ba1	17.11.04	↑	BBB-	24.06.04	↑	BBB-	04.08.04	↑
Kroatien	Baa3	27.01.97		BBB	22.12.04	↑	BBB-	28.06.01	↑
Rumänien	Ba1	02.03.05	↑	BB+	14.09.04	↑	BBB-	17.11.04	↑
Russland	Baa3	08.10.03	↑	BBB-	31.01.05	↑	BBB-	18.11.04	↑
Türkei	B1	21.12.00		BB-	17.08.04	↑	BB-	13.01.05	↑
Ukraine	B1	10.11.03	↑	BB-	11.05.05	↑	BB-	21.01.05	↑

Quelle: Bloomberg.

#### Währungsaufwertung bleibt Thema in den meisten zentral- und osteuropäischen Ländern

Im Jahr 2004 konnten sich die Währungen der meisten zentral- und osteuropäischen Länder gegenüber dem Euro festigen. Mit Ausnahme der slowakischen Krone, die bereits im Jahr 2003 unter Aufwertungsdruck stand, und des bulgarischen Lev, der im Rahmen des Currency Board Arrangements seit Mitte 1997 einen fixen nominellen Wechselkurs hat, folgte dies auf einen Wertverlust im Jahr 2003. Den größten Wertzuwachs im Jahr 2004 verbuchte der polnische Zloty

(+15,2%), der im Jahr zuvor auch die größten Verluste erfahren hatte und diese mit der Aufwertung fast zur Gänze wettmachen konnte. Auch der ungarische Forint (+7,2%) holte etwa drei Viertel des Wertverlustes des Jahres 2003 wieder auf. Die tschechische Krone wertete im Jahr 2004 um etwa 6,5% gegenüber dem Euro auf und übertraf damit die Verluste des Jahres 2003 deutlich. Die slowakische Krone verbuchte erneut einen Wertzuwachs.

Nachdem diese vier Währungen seit Ende 2004 gegenüber dem Euro weiter aufgewertet hatten, kamen sie

im März 2005 infolge der erhöhten Risikoaversion internationaler Investoren und Kurseinbußen bei Finanzwerten höherer Risikoklassen (z. B. Eurobonds, Unternehmensanleihen) unter Druck. Dennoch hatte die tschechische Krone Ende März 2005 einen etwas höheren Wert in Euro als Ende 2004, und die slowakische Krone, der Forint und der Zloty wiesen nahezu unveränderte Werte auf.

Seit dem Beitritt zum Wechselkursmechanismus WKM II blieb der slowenische Tolar weitgehend stabil, nahe bei dem Leitkurs gegenüber dem Euro. Da die Notenbank nunmehr größere Wechselkursflexibilität zulässt, ging der nominelle Abwertungstrend des rumänischen Leu im Oktober 2004 zu Ende. Bis Ende März 2005 wertete die Währung nominell um etwa 12% gegenüber dem Euro auf. Der Wechselkurs der kroatischen Kuna blieb – abgesehen von der übli-

chen saisonalen Aufwertung im Sommer – weitgehend stabil.

Zwischen Ende April und Ende Dezember 2004 schwächte sich der russische Rubel gegenüber dem Euro nominell kontinuierlich ab, allerdings deutlich geringer als seine Referenzwährung, der US-Dollar, gegenüber dem Euro an Wert verlor. Zugleich erfolgte eine weitere reale Aufwertung. Seit Anfang 2005 kam es parallel zur Stärkung des US-Dollar gegenüber dem Euro zu einer Festigung des Rubels um etwa 4% bis Ende März 2005. Seit Anfang Februar 2005 orientiert die russische Notenbank ihre Wechselkurspolitik nicht mehr ausschließlich am Wechselkurs des Rubels gegenüber dem US-Dollar, sondern an einem aus US-Dollar und Euro bestehenden Währungskorb. Von Anfang Februar bis Mitte März 2005 betrug das Gewicht des Euro im Korb etwa 13%, seither knapp 25%.

Grafik 3

### Wechselkurse nationaler Währungen gegenüber dem Euro



Die Aufwertung der Währungen erfolgte zumeist vor dem Hintergrund eines Leistungsbilanzsaldos (in Prozent des BIP), der auf relativ niedrigem Niveau negativ (in Russland sogar positiv) war oder zwar auf relativ hohem, jedoch rückläufigem (Bulgarien, Kroatien) bzw. annähernd stabilem Niveau (wie in Ungarn) negativ war. Auch wurden diese Defizite zu einem beträchtlichen Teil durch Netto-Direktinvestitionszuflüsse finanziert; in Polen und in Bulgarien übertrafen diese Zuflüsse sogar das Defizit. Eine Ausnahme bildet Rumänien, wo die starke Aufwertung im vierten Quartal 2004 und im ersten Quartal 2005 bei gleichzeitiger Ausweitung des Handels- und des Leistungsbilanzdefizits auf relativ hohem Niveau im Jahr 2004 (von  $-7,8\%$  bzw.  $-6,0\%$  des BIP im Jahr 2003 auf  $-9,0\%$  bzw.  $-7,5\%$  des BIP im Jahr 2004) eine wirtschaftspolitische Herausforderung darstellt.

Das hohe Zins- und Renditeniveau in lokaler Währung wirkte vor allem in Ungarn und in Rumänien in Richtung einer Währungsaufwertung. Die Kapitalzuflüsse nach Rumänien wurden durch die Erwartung der Mitte April 2005 vorgenommenen Liberalisierung von Kapitalbilanztransaktionen (Zulassung von kurzfristigen Leu-Einlagen von Ausländern) angeheizt. Ein Teil des Spekulationskapitals dürfte auf Umwegen bereits vor dem Inkrafttreten der Liberalisierung den Devisenmarkt erreicht haben. Die rumänische Notenbank kündigte an, Maßnahmen vorbereitet und mit der Europäischen Kommission abgestimmt zu haben, um einer unerwünschten zusätzlichen Aufwertung der Währung nach erfolgter Liberalisierung entgegenzuwirken. Auch in der Tschechischen Republik und in Polen weiteten sich die Renditeabstände gegenüber dem Euroraum von Ende 2003 bis September

bzw. August 2004 aus, was belebend auf die Portfoliokapitalzuflüsse in diese Länder wirkte. Danach bildeten sich diese Renditeabstände wieder rasch zurück und lagen Ende 2004 bereits unter dem Niveau von Ende 2003.

Auch die zunehmende Kreditgewährung in Fremdwährung an inländische Unternehmen und Haushalte in mehreren Ländern (Bulgarien, Rumänien, Slowakei, Slowenien und Ungarn) kann insofern zur Erklärung des Aufwertungsdrucks auf die heimische Währung beitragen, als diese Fremdwährungskredite von den Kreditnehmern in Lokalwährung umgetauscht werden.

Die slowakische und die rumänische Notenbank intervenierten im Jahr 2004 und auch Anfang 2005 mit erheblichen Volumina auf dem Devisenmarkt, um dem Aufwertungsdruck entgegenzuwirken. Der zuvor stark aufwertende rumänische Leu dürfte sich nicht zuletzt aufgrund einer massiven Intervention der rumänischen Notenbank Mitte Februar 2005 etwas stabilisiert haben. Auch die kroatische Notenbank kaufte seit Anfang 2004 Euro von den Kommerzbanken. Die tschechische Notenbank verkaufte – trotz der Aufwertungstendenz der Krone – monatlich kleinere Euro-Beträge auf dem heimischen Devisenmarkt. Schließlich intervenierte die slowenische Notenbank nach dem Beitritt zum WKM II mit geringen Beträgen auf dem Devisenmarkt, um den Marktteilnehmern das Ende der Politik der graduellen Abwertung der Währung zu signalisieren.

Darüber hinaus setzten die slowakische und die rumänische Notenbank ihre Zinspolitik gezielt ein, um den Aufwertungsdruck auf die Währung zu mildern. So senkte die slowakische Notenbank ihren Leitzins im Jahr 2004

in mehreren Schritten um insgesamt 200 Basispunkte und im Februar 2005 um weitere 100 Basispunkte auf nunmehr 3,0%. Die rumänische Notenbank verringerte ihren Leitzins von 21,25% zu Jahresmitte 2004 auf 14,5% im März 2005. In beiden Ländern erfolgten die Zinssenkungen parallel zu einem starken Rückgang der Inflation, die in der Slowakei von 9,3% im Dezember 2003 auf 2,6% im Februar 2005 und in Rumänien von 14,1% im Dezember 2003 auf 8,9% im Februar 2005 fiel. In Ungarn stand vor allem der stärker als erwartet ausgefallene Inflationsrückgang (von 5,6% im Dezember 2003 bzw. 7,8% im Mai 2004 auf 3,4% im Februar 2005) im Hintergrund der Zinssenkungen der Notenbank um insgesamt 425 Basispunkte zwischen Februar 2004 und März 2005. Außerdem stand die Senkung des Zinsniveaus auch mit der Währungspolitik im Einklang, zumal sich der Wechselkurs seit Mitte 2004 kontinuierlich festigte und sich ab Anfang 2005 dem starken Ende des  $\pm 15\%$ -Währungsbandes annäherte. Auch bei den Zinssenkungen der tschechischen Notenbank im Jänner und März 2005 sowie des geldpolitischen Rates in Polen Ende März 2005 spielte die Währungsstärke eine Rolle.

Insgesamt begünstigt die derzeitige Währungsstärke den Inflationsrückgang in den betreffenden Ländern. Allerdings könnte sich die erfolgte reale Aufwertung nachteilig auf die Wettbewerbsfähigkeit, die Leistungsbilanzen und somit das Wirtschaftswachstum auswirken. In jenen Fällen, wo die Aufwertung mit einer Zunahme der Auslandsschulden (z. B. in Form von Portfolio-Nettoinvestitionen in Lokalwährungsschuldenspapieren) einhergeht, stellt sich die Frage der Nachhaltigkeit dieses Trends. In diesem Zusammenhang sei vor allem auf das Risiko

des raschen Rückflusses von über einen längeren Zeitraum akkumuliertem Kapital hingewiesen, insbesondere im Fall stärker steigender Zinsen in den USA oder im Euroraum. Der wachsende Anteil von an inländische Kreditnehmer vergebenen Fremdwährungskrediten – und das dadurch steigende indirekte Wechselkursrisiko der Banken – erfordert kontinuierliche Beobachtung.

#### **Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung gegenüber dem Euroraum fallend**

Die Renditeabstände von 10-jährigen in nationaler Währung denominierten Staatsanleihen gegenüber in Euro denominierten Benchmarkanleihen vergrößerten sich bis in das dritte Quartal 2004 in der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen. Gemäß der harmonisierten langfristigen Zinsstatistik zur Konvergenzbeurteilung nahmen die Renditeabstände zwischen Dezember 2003 und August bzw. September 2004 um bis zu 80 Basispunkte zu, auf 90 Basispunkte in der Tschechischen Republik, 320 in Ungarn und 450 in Polen. Die Renditeabstände slowakischer Staatsanleihen lagen hingegen während dieses Zeitraums weitgehend stabil bei 70 bis 100 Basispunkten. Danach setzte auf allen vier Märkten eine deutliche Verringerung der Renditeabstände ein, die bis Anfang März 2005 anhielt. Im März 2005, als es international zu einem Rückzug der Investoren aus Finanzwerten höherer Risikoklassen kam, gab es einen moderaten Anstieg der Renditeabstände.

In der Tschechischen Republik, Polen und Ungarn war die Entwicklung des Renditeabstands seit Ende 2003 geprägt vom Verlauf des Inflationsabstands zum Euroraum. In der Tschechischen Republik und in Polen stieg der Inflationsabstand bis August/

September 2004 und erreichte 0,8 bzw. 2,6 Prozentpunkte. In Ungarn wurde mit 5,4 Prozentpunkten die Spitze bereits im Mai 2004 erreicht. Dementsprechend war in Ungarn bereits im ersten Quartal 2004 eine weitere markante Ausweitung des Renditeabstands erfolgt, die sich bis Mitte April 2004 zurückbildete. Der Anstieg des Inflationsabstands war neben dem Einfluss der internationalen Energiepreise, der in den neuen EU-Mitgliedstaaten relativ stärker ausfiel als im Euroraum, durch Änderungen bei indirekten Steuern und bei regulierten Preisen im Zuge des EU-Beitritts bedingt.

Obwohl sich in Ungarn der Inflationsabstand schon im Juni 2004 zu verringern begann, stieg der Renditeabstand ungarischer Staatsanleihen parallel zu jenem tschechischer und polnischer Staatsanleihen bis August/September 2004 wieder an. Seit September 2004 waren die Inflationsabstände zum Euroraum in allen drei Ländern markant rückläufig. In der Tschechischen Republik und in Polen sank der Inflationsabstand bis Februar 2005 um etwa 1 bis 1,5 Prozentpunkte, und die Renditeabstände verringerten sich um etwa 100 Basispunkte auf 0 bzw. 210 Basispunkte. In Ungarn fiel der Inflationsabstand bis Februar 2005 um 3 Prozentpunkte, der Renditeabstand mäßigte sich jedoch nur um 120 Basispunkte, eventuell aufgrund unterschiedlicher Marktperzeption der Fiskalpolitik in diesen Ländern. Die tschechische Inflationsrate befand sich im Jänner und Februar 2005 erneut unter dem Euroraumniveau, während sie in Ungarn und Polen im Februar 2005 um etwa 1,5 Prozentpunkte über dem Euroraumniveau lag. Der slowakische Inflationsabstand hingegen verringerte sich seit Ende 2003 von einem sehr hohen Niveau (etwa 7,5 Prozentpunkte) kontinuierlich fal-

lend auf nur 0,6 Prozentpunkte im Februar 2005.

Als Reaktion auf den (erwarteten) Anstieg der Inflation waren die tschechischen und polnischen Renditeabstände im ersten Halbjahr 2004 schon gestiegen, bevor die tschechische und die polnische Notenbank im Sommer 2004 mit Leitzinserhöhungen auf den Inflationsanstieg reagierten, die wiederum von zusätzlichen Ausweitungen der Renditeabstände gefolgt wurden. In analoger Weise antizipierte auch die Verengung der Renditeabstände die Verringerung der Inflationsabstände und die nachfolgenden Leitzinssenkungen der Notenbanken.

In der Tschechischen Republik, Polen und der Slowakei war die Budgetentwicklung im Jahr 2004 günstig für den Anleihenmarkt. In der Tschechischen Republik und in der Slowakei konnte das Defizit gegenüber dem Jahr 2003 auf 3,0% bzw. 3,3% des BIP gesenkt werden. In Polen stieg zwar – vor allem aufgrund der Auswirkungen des EU-Beitritts auf den Staatshaushalt – das Defizit von 6,2% des BIP im Jahr 2003 auf 6,8% im Jahr 2004 (jeweils inklusive der Kosten der Pensionsreform). Alle drei Länder hatten jedoch gemeinsam, dass das Defizit deutlich niedriger ausfiel als in den Konvergenzprogrammen vom Mai und Dezember 2004 angekündigt bzw. in der Herbstprognose 2004 der Europäischen Kommission erwartet worden war. Auf der anderen Seite enttäuschte der Budgetvollzug in Ungarn von Neuem. Das Defizit konnte zwar von 7,1% des BIP (nach Datenrevision) im Jahr 2003 auf 5,4% im Jahr 2004 (jeweils inklusive der Kosten der Pensionsreform) gesenkt werden. Jedoch wurde der Defizitwert für das Jahr 2003 gegenüber dem Konvergenzprogramm vom Dezember 2004 um fast 1 Prozentpunkt nach oben revidiert. Weiters

lag das Defizit für das Jahr 2004 zwar in Höhe des Zielwerts des Konvergenzprogramms vom Dezember 2004, damit jedoch deutlich über dem im Konvergenzprogramm vom Mai 2004 enthaltenen Zielwert von 4,6%. Zudem stellte der EU-Ministerrat im Jänner 2005 fest, dass Ungarn – in Abweichung von der Ratsempfehlung vom Juli 2004 – keine ausreichenden Maßnahmen zur Verringerung des exzessiven Defizits gesetzt hatte. Im März 2005 wurde eine neuerliche Ratsempfehlung an Ungarn ausgesprochen, bis Juli 2005 Maßnahmen zur Defizitreduktion zu setzen. In ihren aktualisierten Konvergenzprogrammen vom Dezember 2004 sahen alle vier Länder eine kontinuierliche weitere Verringerung des Budgetdefizits in den kommenden Jahren vor. Im Falle der Tschechischen Republik und der Slowakei liegt jedoch das Ergebnis für das Jahr 2004 nicht nur unter dem für 2004 angenommenen Ausgangsniveau, sondern auch unter dem noch niedrigeren

Zielwert für das Jahr 2005. Ob die Defizitziele für die Jahre 2005 bis 2008 angesichts des (mit Ausnahme Ungarns) unerwartet niedrig ausgefallenen Defizits im Jahr 2004 nach unten revidiert werden, ist noch unklar.

Bei den Erwartungen der Marktteilnehmer über das Euro-Einführungsdatum verschob sich zwischen Mai 2004 und Februar 2005 der für Ungarn erwartete Termin um ein Jahr auf 2010 und zog dadurch gleich mit Polen und der Tschechischen Republik. Der Beschluss der EU, die aus bereits begonnenen Pensionsreformen resultierenden Haushaltsabgänge in den nächsten fünf Jahren in zunehmendem Maße in das Defizit, das für das „Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“ herangezogen wird, einzurechnen, könnte eine raschere Inangriffnahme fiskalischer Konsolidierungsmaßnahmen und eine Änderung der Erwartungen über das Euro-Einführungsdatum bewirken.

Grafik 4

### Renditeabstände von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit

#### gegenüber Euro-Benchmarkanleihen

in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg.