

## Konjunktur und Finanzmärkte

### USA führen Erholung der Weltwirtschaft an, relativ schwächerer Aufschwung im Euroraum

Nachdem die von einer Serie wirtschaftlicher Schocks ausgehenden negativen wirtschaftlichen Effekte das BIP-Wachstum im Euroraum, in den USA und in Japan gedämpft hatten, haben sich seit dem zweiten Quartal 2003 die konjunkturelle Lage und der Ausblick für die kommenden Quartale 2003 und das Jahr 2004 in den drei Wirtschaftsräumen stabilisiert bzw. deutlich gebessert. Im Euroraum setzte sich der bestehende Trend einer nachlassenden konjunkturellen Dynamik auch noch in den Monaten unmittelbar nach Ende des Irak-Kriegs fort, wobei der private Konsum die einzige Konjunkturstütze war. Die Exporte verloren weiter an Dynamik, wobei die Aufwertung des Euro in den vergangenen Quartalen eine Rolle gespielt haben dürfte. Die Investitionen blieben weiterhin schwach. Allerdings mehren sich seit Jahresmitte die Anzeichen für eine wirtschaftliche Erholung. Insbesondere Umfragen bei Haushalten und Unternehmen deuten auf ein gesteigertes Zukunftsvertrauen

hin. Für den Rest des Jahres 2003 ist mit einer weiteren, wenngleich sehr moderaten Konjunkturerholung zu rechnen. In den USA führte unter anderem ein weiterhin robuster privater Konsum gemeinsam mit einer Steigerung der Unternehmensinvestitionen sowie einem stark erhöhten öffentlichen Konsum zu einem kräftigen Zuwachs des BIP im zweiten und dritten Quartal. Hierbei dürften neben dem Wegfallen der mit dem Irak-Krieg verbundenen Unsicherheiten die expansive Geld- und Fiskalpolitik, die gefestigten Finanzmärkte sowie das anhaltend hohe Produktivitätswachstum die treibenden Kräfte sein. In Japan entwickelte sich die Konjunktur nach Ende des Irak-Kriegs überraschend positiv, wobei sowohl die Exporte als auch die Binnennachfrage kräftig wuchsen. Jüngste Umfrageergebnisse deuten auf eine Fortsetzung dieser Entwicklung in Japan in der zweiten Jahreshälfte 2003 hin, wozu ein weiter an Dynamik gewinnender Konjunkturaufschwung in den USA wesentlich beitragen kann.

Für das Jahr 2004 ist derzeit im Euroraum mit einer Rückkehr zum Potenzialwachstum in der zweiten Jahreshälfte zu rechnen. Die Gründe

Grafik 1

### Entwicklung des OECD-Konjunkturindicators



Tabelle 1

**Portfolioinvestitionen des Auslands in US-Aktiva**

	Stand Juni 2002	Zuwachs 2002	Annualisierter Zuwachs Jänner bis Juni 2003
	in Mrd USD		
Euroraum	912	13,9	60,1
Vereinigtes Königreich	354	186,0	168,1
Japan	529	91,6	152,4
Asien ohne Japan	558	109,5	148,7
Andere	1.573	146,3	246,0
Insgesamt	3.926	547,3	775,3

Quelle: Amerikanisches Finanzministerium (TIC Daten), eigene Berechnungen.

für die nur sehr moderate Erholung sind wesentlich in fortgesetzten Bilanzanpassungen im Unternehmenssektor sowie in der Aufwertung des Euro zu finden. Die USA sollten im Jahr 2004, so wie in den Neunzigerjahren, die Rolle einer „globalen Konjunkturlokomotive“ spielen, deren Dynamik sowohl im Euroraum als auch in Japan über positive Effekte auf die Exportnachfrage, die globalen Finanzmärkte sowie auf das Zukunftsvertrauen der Wirtschaftsakteure zu einem stärkeren Wirtschaftswachstum beiträgt. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass die wesentlich durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik induzierte derzeitige Erholung in einen selbsttragenden, von steigenden Investitionen begleiteten Aufschwung übergeht. Die Inflationsraten werden in den USA und im Euroraum vor allem auf Grund der gegenwärtig geringen Kapazitätsauslastung und höherer Arbeitslosigkeit niedrig bleiben, wobei im Euroraum die Aufwertung des Euro zusätzlich inflationsdämpfend wirkt. Für das Jahr 2004

ist im Euroraum mit einer Inflationsrate unter 2% zu rechnen. In Japan dürfte sich die leichte Deflation auch im Jahr 2004 fortsetzen.

Das Szenario einer von den USA ausgehenden globalen Konjunkturerholung birgt allerdings auch gewisse Risiken in sich. Das hohe und vielfach als nicht aufrechtzuerhaltend eingeschätzte Leistungsbilanzdefizit der USA (2002: 480,9 Mrd USD), das zuletzt auch durch die stark steigenden Defizite im amerikanischen Staatshaushalt vergrößert wurde, könnte zu einer deutlichen und ungeordneten Korrektur des US-Dollar-Wechselkurses führen. Diese könnte zu Verwerfungen auf den globalen Finanzmärkten sowie einer Schwächung des globalen Wirtschaftswachstums führen. Die verfügbaren Daten über die internationalen Kapitalströme, die derzeit zur Finanzierung des Defizits in der US-Leistungsbilanz herangezogen werden, deuten darauf hin, dass die Finanzierung bislang zu einem wesentlichen Teil von Asien aus erfolgte.<sup>1)</sup>

1 Bei der Interpretation dieser vom US-Finanzministerium erhobenen Daten ist zu berücksichtigen, dass bei der Erhebung nur der Sitz des Erstkäufer bzw. des Halters ermittelt wird. Falls dieser ein an einem internationalen Finanzplatz ansässiger Intermediär ist, der für einen in einem anderen Land ansässigen Investor tätig ist, führt dies zu einer Überschätzung des Finanzierungsbeitragsbeitrags des Landes, in dem der Intermediär ansässig ist, und zu einer Unterschätzung des Finanzierungsbeitragsbeitrags des Landes, in dem der Investor ansässig ist. Deshalb ist bei der regionalen Zuordnung von Finanzierungsströmen entsprechende Vorsicht erforderlich. Das Erfassungssystem deckt grenzüberschreitende langfristige Portfolioinvestitionen in amerikanische Aktiva ab, das heißt Aktien amerikanischer Unternehmen (ohne ausländische Direktinvestitionen) sowie von in den USA Ansässigen gegebene Anleihen mit einer Ursprungslaufzeit von über 1 Jahr.

Tabelle 1 zeigt, dass in Asien An-sässige im ersten Halbjahr 2003 lang-fristige Portfolioinvestitionen im Aus-maß von annualisiert 301,1 Mrd USD getätigt haben. Hierbei spielte neben den privaten Kapitalflüssen die Wech-selkurspolitik einer Reihe asiatischer Notenbanken eine Rolle. Diese trugen durch Ankäufe von US-Aktiva zur Finanzierung des amerikanischen Lei-stungsbilanzdefizits bei und wirkten dadurch bis in die jüngere Vergan-genheit einer Aufwertung ihrer Wäh-rungen gegenüber dem US-Dollar entgegen.

**Weitere zinspolitische Lockerung von EZB und Fed; positive Konjunktur-erwartungen und geringere Risikoaversion beleben globale Finanzmärkte**

Die EZB und die Fed senkten ihre Leitzinsen am 5. bzw. am 25. Juni 2003 um 50 bzw. 25 Basispunkte. Im Fall der EZB führte die Zinssenkung auf 2% nach Sicht des EZB-Rats zu einem Zinsniveau, das der Verbesserung der Aussichten für die mittelfristige Preisstabilität sowie den zu diesem Zeitpunkt bestehenden Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum Rechnung trug. Der zinspolitische Schritt der Fed auf ein Niveau von 1% war aus Sicht des Federal Open Market Committee (FOMC) als zusätzliche Unterstützung für eine im Aufschwung begriffene US-Wirtschaft angemessen, wobei ebenso wie schon Anfang Mai 2003 auf ein geringes Risiko eines unerwünschten weiteren Rückgangs der Inflationsrate hingewiesen wurde. In den folgenden Monaten erklärte die Fed ihre Ansicht, unter diesen Rahmenbedingungen die akkommodierende Zinspolitik für eine beträchtliche Zeitspanne aufrechterhalten zu können. Die japanische Notenbank

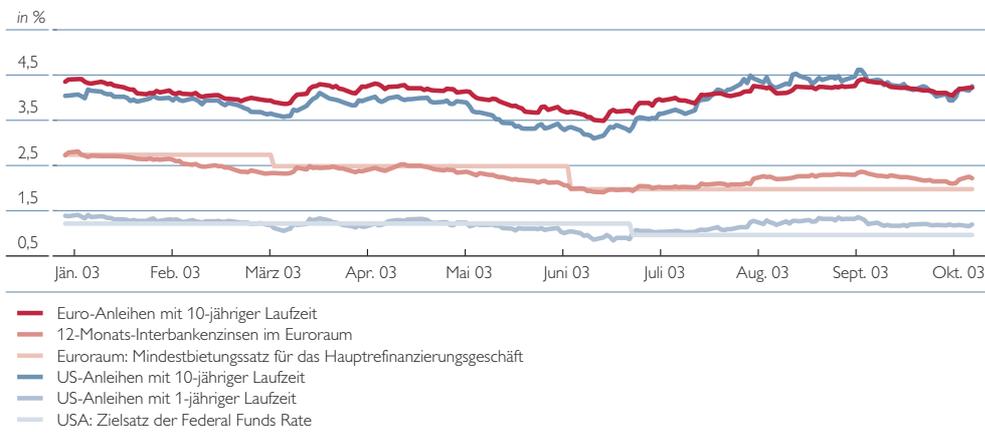
setzte ihre Nullzinspolitik fort. Die Zinsstruktur auf dem Geldmarkt im Euroraum und in den USA blieb bis Mitte Juni 2003 leicht invers und wurde nach den Zinsschritten der EZB und der Fed zunehmend steiler.

Die Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit fiel nach dem geldpolitischen Statement der Fed vom 6. Mai 2003, in dem auf eine geringe Wahrscheinlichkeit eines unerwünschten weiteren Rückgangs der Inflation hingewiesen wurde, um etwa 70 Basispunkte bis auf ein Niveau um rund 3,1%. Dieser Rückgang wurde vielfach auf Spekulationen über künftige preisbeeinflussende Interventionen der Fed auf dem Staatsanleihenmarkt zurückgeführt (siehe Kasten „Zur Rolle von Ankündigungseffekten bei der Implementierung der Geldpolitik – jüngste Entwicklungen in den USA“). Im Gefolge der Zinssenkung der Fed am 25. Juni 2003 verfliegen diese Spekulationen relativ rasch und wurden nach einer Reihe positiver Konjunkturdaten durch zunehmenden Konjunkturoptimismus auf den Anleihenmärkten abgelöst, welcher zu einer steileren Zinsstrukturkurve führte. Kurssicherungsgeschäfte in Zusammenhang mit amerikanischen Immobilienfinanzierungen verstärkten jeweils die Kursbewegungen auf den US-Anleihenmärkten. Die Renditen im Euroraum folgten der Entwicklung in den USA, allerdings wurde die Bewegung nur zum Teil mitvollzogen, wodurch sich der Zinsspread im langfristigen Bereich von Mai bis Mitte Juni 2003 zuerst erhöhte und danach wieder verringerte bzw. umkehrte.

Die Aktienmärkte in den USA, im Euroraum und in Japan konnten von Mitte März bis Mitte Juni 2003 deutliche Kursgewinne verzeichnen. Dafür zeichnete eine Reihe von Faktoren verantwortlich: Zunächst führte der Ver-

Grafik 2

## Zinsentwicklung im Euroraum und den USA



Quelle: Thomson Datastream, Federal Reserve.

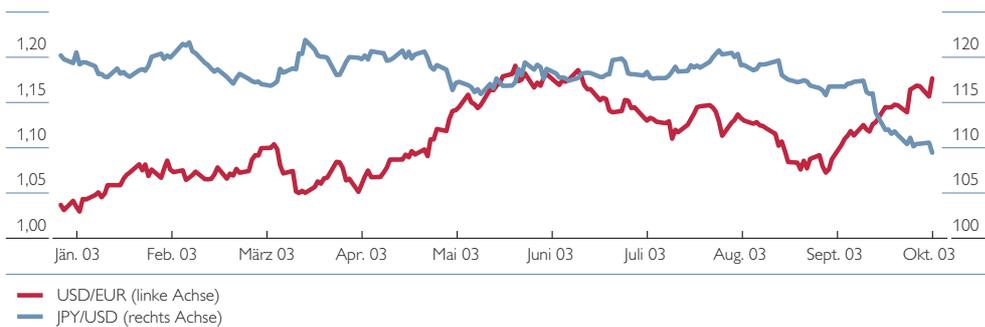
lauf des Irak-Kriegs zu einem deutlichen Rückgang der Risikoaversion. Zusätzlich vermochten die Unternehmensgewinne vor allem in den USA positiv zu überraschen. Schließlich wirkte der Rückgang der Realzinsen auf sichere Veranlagungen ab Anfang Mai 2003 kurstreibend. Die erhöhte Risikobereitschaft der Investoren zeigte sich nicht nur in höheren Aktienkursen, sondern auch in weiter rückläufigen Risikoprämien auf Unternehmensanleihen von Emittenten mit schlechterer Bonität sowie Anleihen aus Emerging Markets. Ab Mitte Juni verlangsamte sich das Kurswachstum vor allem in den USA deutlich, was

teilweise auf die wieder steigenden realen Renditen sicherer Veranlagungen zurückzuführen sein dürfte. Besonders auffällig waren die massiven Kurszuwächse an der japanischen Börse, in denen sich, von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend, die Erwartung eines globalen Konjunkturaufschwungs in besonderem Maße manifestierte.

Auf den Devisenmärkten bewegte sich der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro nach Ende des Irak-Kriegs sehr volatil zwischen 1,08 und 1,19 USD/EUR. Die Kurschwankungen begleiteten dabei oftmals Veränderungen im Zinsspread im langfristigen Bereich. Dementspre-

Grafik 3

## Wechselkursentwicklungen - USA, Euroraum und Japan



Quelle: Thomson Datastream.

chend ging der stärkere Rückgang der Renditen in den USA von Anfang Mai bis Mitte Juni 2003 mit einer signifikanten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar einher. Danach festigte sich der US-Dollar im Gefolge der sich in den USA relativ zum Euro-Raum zunehmend verbessernden Konjunkturaussichten wieder.

Wesentliche Veränderungen ergaben sich auch beim Wechselkurs des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar. Dieser lag im Mittel des ersten Halbjahres 2003 bei rund 118,7 JPY/USD, wobei Interventionen der Bank of Japan auf dem Fremdwährungsmarkt im Ausmaß von rund 120 Mrd USD zur Wechselkursstabilisierung bzw. zur Hinauszögerung einer Aufwertung gegenüber dem US-Dollar eingesetzt wurden. Im Gefolge der Veröffentlichung des Abschlusskommunikés der G 7 am 21. September 2003, in dem ein höheres, auf Marktkräften basierendes Ausmaß an Wechselkursflexibilität eingefordert wurde, kam es schließlich zu einem kräftigen und raschen Kursanstieg des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar um rund 7% im Vergleich zum

Durchschnitt des ersten Halbjahres 2003. Der Euro wertete nach dem G-7-Treffen gegenüber dem US-Dollar ebenfalls auf, was in Marktkreisen unter anderem auf erhöhte Sorgen über die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits sowie auf die anhaltende Schwäche des US-Arbeitsmarktes zurückgeführt wurde. Gegenüber dem japanischen Yen schwächte sich der Euro leicht ab. In den Wochen nach der Veröffentlichung des Abschlusskommunikés der G 7 war das Marktgeschehen auf den Devisenmärkten in den wichtigen Währungspaaren von beträchtlicher Unruhe und Unsicherheit gekennzeichnet. Der Schweizer Franken verlor gegenüber dem Euro von Anfang April bis Mitte Juni 2003 knapp 5,5% und ist seither stabil in einer Spanne zwischen 1,53 und 1,55 SFR/EUR. Der Kursrückgang dürfte mit der nachlassenden Risikoaversion auf den internationalen Finanzmärkten in Zusammenhang stehen. Damit liegt der Schweizer Franken nur mehr knapp 4% unter dem Niveau zum Zeitpunkt der Einführung des Euro.

### Zur Rolle von Ankündigungseffekten bei der Implementierung

#### der Geldpolitik – jüngste Entwicklungen in den USA

*Am 6. Mai 2003 veröffentlichte die Federal Reserve die reguläre Pressemitteilung über die geldpolitische Entscheidung. Darin wurde darauf hingewiesen, dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum ausgeglichen seien, während gleichzeitig eine geringe Wahrscheinlichkeit eines unwillkommenen deutlichen Rückgangs der Inflationsrate bestehe. Diese Mitteilung erfolgte zu einer Zeit, wo auf den Finanzmärkten und in Kreisen der Wirtschaftspolitik über das Ausmaß von Deflationsgefahren in den USA sowie eine angemessene wirtschaftspolitische Reaktion diskutiert wurde. Eine prominente Rolle spielte dabei die Möglichkeit, durch „außergewöhnliche“ geldpolitische Maßnahmen die Wirksamkeit der Geldpolitik auch dann aufrechtzuerhalten, wenn die kurzfristigen Zinsen bei null liegen. Auf eine der vorgeschlagenen „außergewöhnlichen“ Maßnahmen, nämlich die direkte Steuerung der langfristigen Zinsen in den USA durch die Geldpolitik, wird im Folgenden kurz näher eingegangen werden.*

*Die Durchführung der amerikanischen Geldpolitik erfolgt mittels Offenmarktoperationen, wobei durch den gezielten An- und Verkauf von Wertpapieren (im Wesentlichen amerikanischer Staatsanleihen) auf dem Primär- und Sekundärmarkt die Liquiditätsausstattung des amerikanischen Bankensystems so gesteuert wird, dass der Marktzins für Übernachtskredite zwischen Banken, die so genannte Federal Funds Rate, möglichst nahe am vom FOMC festgelegten Zielsatz, der Federal Funds Target*

Rate liegt. Diese Operationen werden nach einer Reihe von Grundsätzen durchgeführt, wobei der wichtigste die Vermeidung der Beeinflussung der Preise von Anleihen mit längerer Laufzeit ist („market neutrality“). Dies bedeutet, dass sich die direkte Zinssteuerung nur auf die Taggeldzinsen erstreckt, während die Bestimmung der längerfristigen Zinsen ausschließlich durch Marktkräfte erfolgt. Dessen ungeachtet besteht für das Federal Reserve System im Prinzip die Möglichkeit, diesen Grundsatz auszusetzen und sein Portefeuille so einzusetzen, dass auch die längerfristigen Zinsen beeinflusst werden.<sup>1)</sup>

Der deutliche Rückgang der langfristigen Zinsen nach dem 5. Mai 2003 und die Einschätzung der Marktteilnehmer deuten darauf hin, dass das Statement der Fed als Ankündigung verstanden wurde, dass eine signifikante Möglichkeit künftiger preisbeeinflussender Interventionen auf dem Markt für amerikanische Staatsanleihen besteht. Diese Einschätzung verschwand mit der geringer als erwartet ausgefallenen Zinssenkung vom 25. Juni 2003 ebenso wie die Deflationssorgen an den Finanzmärkten, welche ab Mitte Juni einem zunehmenden Konjunkturoptimismus Platz machten.

In den folgenden Pressemitteilungen der Fed zu den geldpolitischen Entscheidungen am 12. August, 16. September und am 28. Oktober wurde festgehalten, dass unter den gegebenen makroökonomischen Rahmenbedingungen die akkommodierende Zinspolitik vermutlich für eine beträchtliche Zeitspanne aufrecht erhalten werden kann. Eine solche Ankündigung hat theoretisch ebenfalls einen Einfluss auf die langfristigen Zinsen. Dieser auch als „policy duration effect“ bekannte Effekt wirkt via die Erwartungstheorie der Zinsstruktur; die glaubwürdige Zusicherung, die kurzfristigen Zinsen in der Zukunft niedrig zu halten, kann zu niedrigeren langfristigen Zinsen führen. Dafür bietet die Geldpolitik der japanischen Notenbank seit April 1999 ein Beispiel; die Zusicherung, die kurzfristigen Zinsen bei null zu halten, solange die Deflation andauert, führte zu einem signifikanten Rückgang der langfristigen Zinsen in Japan.

1 Für eine solche Politik gibt es ein historisches Beispiel aus der Geschichte der Fed. Nach dem Eintritt der USA in den Zweiten Weltkrieg übernahm die Fed die Verpflichtung, die Rendite langfristiger Staatsanleihen auf dem Niveau von 2,5% zu halten. Diese Verpflichtung wurde bis zum so genannten Treasury-Fed Accord vom 4. März 1951 eingehalten. Danach wurden die langfristigen Zinsen wieder den Marktkräften überlassen, und die Fed erlangte die Kontrolle über ihre Bilanz zurück. Dies stellte einen wesentlichen Schritt in die Richtung einer unabhängigen Geldpolitik dar.

## Zentral- und Osteuropa

### Hohe Erträge bei bulgarischen, rumänischen und russischen Eurobonds

Die Entwicklung der Renditeabstände von in US-Dollar und in Euro denominierten Staatsanleihen aufstrebender Länder gegenüber den Benchmarkanleihen der USA bzw. des Euroraums verlief heuer günstig: Der durchschnittliche Renditeaufschlag in US-Dollar (EMBI Global von JP Morgan) verringerte sich in den ersten neun Monaten des Jahres 2003 um 239 Basispunkte auf 486 Basispunkte, wobei der Abwärtstrend seit Mitte Mai deutlich abflachte. Der Aufschlag in Euro fiel bis Ende September um 200 Basispunkte auf 232 Basispunkte.

Diese durchschnittlichen Veränderungen verbergen jedoch die Unterschiede der einzelnen Emittenten. So verringerten sich die Renditeabstände

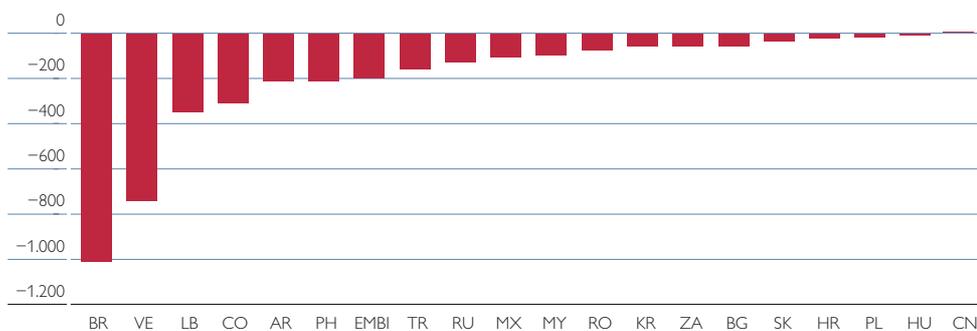
von in Euro denominierten brasilianischen bzw. venezolanischen Staatsanleihen um 1.000 bzw. 750 Basispunkte weit überdurchschnittlich. Die Renditeabstände von Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten veränderten sich hingegen nur in wesentlich geringerem Ausmaß.

Der Renditeabstand Russlands schmolz im ersten Halbjahr von 270 auf 100 Basispunkte. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Landes und der Ausblick auf eine Ratingverbesserung begünstigten diesen Trend trotz des Rückgangs des für das Land wichtigen Ölpreises. Zu Jahresmitte 2003 kam es zu einer Spreadausweitung auf 150 Basispunkte im Zusammenhang mit politischen Unsicherheiten vor den nahenden Parlamentswahlen im Dezember 2003 (gutes Abschneiden der Kommunisten in

## Veränderung von Euro-EMBI-Global-Spreads

(Jänner bis September 2003)

in Basispunkten



Quelle: Bloomberg.

den Umfragen, Yukos-Affäre<sup>1</sup>)). Auf die Anhebung des Ratings für langfristige Fremdwährungsschulden Russlands durch Moody's Investors Service Anfang Oktober zum Investment-Grade (Baa3) folgte dann eine rasche Spreadverengung auf etwa 115 Basispunkte Mitte Oktober 2003. Gegen Ende Oktober weitete sich der Renditeabstand erneut auf etwa 140 Basispunkte als Reaktion auf die Zuspitzung der Yukos-Affäre aus.

Den zweitgrößten Rückgang unter den zentral- und osteuropäischen Ländern verzeichnete Rumänien mit 72 Basispunkten (auf 214 Basispunkte). Solide Fundamentaldaten, begleitet durch Fortschritte bei den EU-Beitrittsverhandlungen, politische Stabilität und eine gute Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) bildeten einen günstigen Rahmen. Dieses Bild wird durch Rating-Verbesserungen bzw. die Erwartung bevorstehender weiterer Upgrades abgerundet. Bulgariens Renditeaufschlag verringerte sich um 54 Basispunkte (auf 195 Basispunkte). Rating-Anhebungen im Mai und Juni

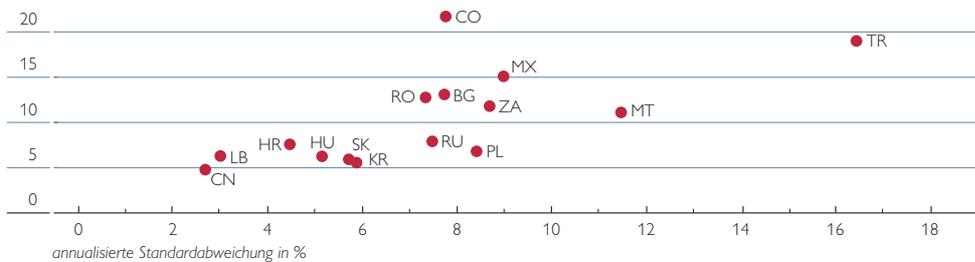
2003 und der provisorische Abschluss zweier weiterer Verhandlungskapitel mit der EU begünstigten diesen Verlauf. Politische Unsicherheiten (Rücktrittsdrohung des Finanzministers, Popularitätsverlust der Regierungsparteien) und ein negativer Leistungsbilanztrend verhinderten jedoch eine markantere Spreadverengung. Die Renditeaufschläge der Slowakei und Kroatiens gingen um 30 bzw. 20 Basispunkte zurück (auf 19 bzw. 105 Basispunkte). Nahende Parlamentswahlen, gepaart mit der Verschlechterung der Handelsbilanz und der deutlichen Ausweitung der Auslandsschulden, machen eine baldige weitere Spreadverengung in Kroatien unwahrscheinlich. In der Slowakei erscheint angesichts des derzeitigen Spreadniveaus der Spielraum nach unten – trotz der sich verbessernden externen Fundamentaldaten – weitgehend ausgeschöpft. Polen und Ungarn bildeten das Schlusslicht mit einem Rückgang der Renditeabstände um 16 bzw. 7 Basispunkte (auf 67 bzw. 30 Basispunkte).

1 Nach der Verhaftung des Vorstandsvorsitzenden des russischen Erdölkonzerns Yukos wurde ein Großteil der Aktien Yukos' von den Behörden beschlagnahmt.

Grafik 5

**EURO EMBI Global: Ertrag/Risiko-Relation****(Jänner bis September 2003)**

annualisierter durchschnittlicher täglicher Ertrag in %



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die Ertrag/Risiko-Darstellung setzt den realisierten Ertrag aus einer Finanzposition während eines Beobachtungszeitraums ins Verhältnis zum eingegangenen Risiko. Der Ertrag wird an der durchschnittlichen täglichen Wertveränderung der Position, das Risiko an der Standardabweichung dieser Änderungen gemessen. Höhere Werte auf der x- bzw. y-Achse stellen ein größeres Risiko bzw. einen höheren Ertrag dar. Zur besseren Vergleichbarkeit der Werte bei unterschiedlich langen Beobachtungszeiträumen werden sowohl die Ertrags- als auch die Risikogröße annualisiert.

**Wechselkursentwicklung**

Mit Ausnahme des ungarischen Forint, des polnischen Zloty, des russischen Rubel und des rumänischen Leu zeigten die wichtigsten zentral- und ost-europäischen Währungen während der ersten neun Monate des Jahres 2003 nur moderate Schwankungen gegenüber dem Euro (zwischen einem Wertverlust um 1,6% und einem Zugewinn um 0,7%). Die kumulierten Verluste beim Forint und beim Zloty bewegten sich hingegen bei 7,4 bzw. 12,7%, beim Rubel um 6%.

In Polen und der Slowakei wirkte die Entwicklung der Leistungsbilanz positiv. In Polen (2002: Defizit 3,5% des BIP) verringerte sich das Defizit der ersten acht Monate 2003 um 40% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode (was durch die Abschwächung der Währung begünstigt wurde). In der Slowakei (2002: Defizit 8,2%) war das Defizit nach dem ersten Halbjahr 2003 um 80% geringer als ein Jahr zuvor, und jüngste Handelsbilanzdaten lassen eine Fortsetzung dieses Trends vermuten.

Grafik 6

**Wechselkurse nationaler Währungen gegenüber dem Euro**

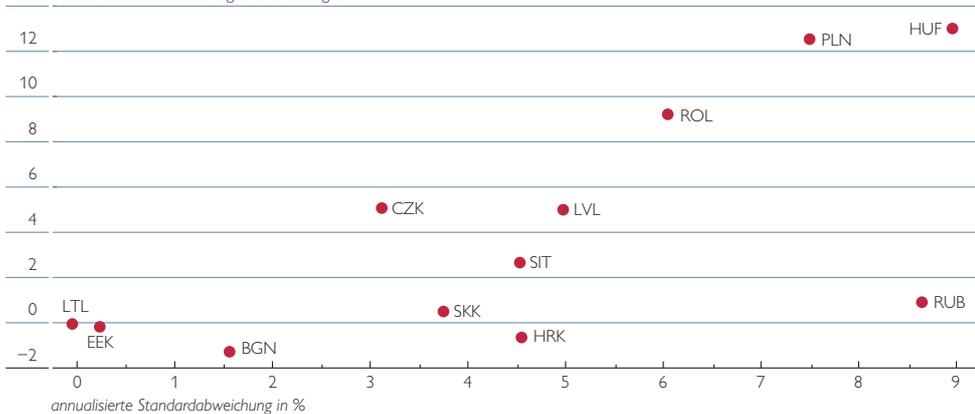
Index: 31. Dezember 2002 = 100



Quelle: Bloomberg.

**Wechselkurse je Euro: Ertrag/Risiko-Relation****(Jänner bis September 2003)**

annualisierte durchschnittliche tägliche Änderung in %



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Siehe Anmerkung zu Grafik 5. Höhere Werte auf der y-Achse stellen größere Anstiege im Wechselkurs je Euro, somit einen größeren Wertverlust der einzelnen Währungen dar.

Darüber hinaus wurde das Defizit in Polen zu mehr als 60% durch Direktinvestitionen finanziert, während in der Slowakei diese Zuflüsse fast dreimal so hoch waren wie das Defizit.

In der Tschechischen Republik (2002: Defizit 6,5%) fiel das Defizit des ersten Halbjahres 2003 – trotz einer deutlichen Verschlechterung im zweiten Quartal – leicht niedriger aus als im ersten Halbjahr 2002. Obwohl sich der Zustrom an Direktinvestitionen verlangsamte, reichten diese zur Finanzierung des Defizits aus. In Slowenien (2002: Überschuss 1,7%) rutschte die Leistungsbilanz der ersten sieben Monate 2003 in ein Defizit, und auch bei den Direktinvestitionen wurde ein Nettoabgang verzeichnet. Die derzeitige Größe der Lücke (etwa 0,2% des geschätzten BIP für das Jahr 2003) ist jedoch sehr gering. In Kroatien (2002: Defizit 6,9%) und Ungarn (2002: Defizit 4%) hingegen führte eine deutliche Verschlechterung zu beachtenswerten Leistungsbilanzdefiziten. Nachdem das kroatische Leistungsbilanzdefizit im ersten Quartal noch auf dem Vorjah-

resniveau verblieben war, kam es seit-her zu einer stetigen Ausweitung des Handelsbilanzdefizits, die angesichts des mäßigen Wachstums bei den Nüch-tigungszahlen ausländischer Touristen wahrscheinlich auch zu einer Auswei-tung des Leistungsbilanzdefizits führen wird. In Ungarn wies die Leistungs-bilanz nach den ersten sieben Mona-ten des Jahres 2003 ein Defizit wie im Gesamtjahr 2002 auf (2,7 Mrd EUR), während die Direktinvestitionszuflüsse magere 150 Mio EUR betragen.

Portfoliokapitalflüsse zeigten ein unterschiedliches Bild. In Kroatien und Polen trugen Eurobond-Emissionen wesentlich zu einem Anstieg der Nettozuflüsse bei, während in Ungarn und der Slowakei Neuemissionen zur Refi-nanzierung von Fälligkeiten verwendet wurden. In der Tschechischen Repu-blik und in Polen wurden Nettoportfo-liokapitalabflüsse (abnehmende Zuflüs-se, steigende Abflüsse) bei Schuldtiteln beobachtet. Die Abnahme der Zinsdif-ferenz zum Euroraum dürfte dazu bei-getragen haben. So senkte die tsche-chische Zentralbank ihren 14-tägigen passiven Reposatz seit Jahresbeginn

2003 um 75 Basispunkte auf 2%, dies auch um eine erneute exzessive Aufwertung der Währung zu verhindern. Die polnische Notenbank reduzierte ihren Leitzins (den 14-tägigen passiven Reposatz) als Antwort auf das günstige Inflationsumfeld in sechs Schritten von 6,75 auf 5,25%. In Ungarn verliefen die Kapitalzuflüsse auf den heimischen Staatspapiermarkt weitgehend parallel zur Wechselkursentwicklung. Die hohe Zinsdifferenz seit Juni 2003 infolge der Anhebung der Leitzinsen um 300 Basispunkte belebte erneut die Zuflüsse, und der Bestand der von Ausländern gehaltenen Staatspapieren erreichte Mitte September 2003 einen neuen Rekordwert. Die gestiegene Abhängigkeit von Portfoliokapital stellt jedoch ein Risiko dar, falls es zu keiner Verbesserung der volkswirtschaftlichen Daten kommt. In diesem Zusammenhang bleibt abzuwarten, ob sich die Währung – bei einer Fortsetzung des seit der zweiten Septemberhälfte 2003 beobachteten Kapitalabflusses vom Anleihenmarkt – längerfristig abkoppeln kann. Die slowakische Zentralbank senkte ihre Leitzinsen Ende September 2003 um 25 Basispunkte auf 6,25%. Hauptmotive waren die deutliche Verlangsamung der inländischen Nachfrage zugunsten der Nettoexporte seit Jahresanfang, der resultierende Aufwertungsdruck auf die Währung und die Erwartung, dass die Kerninflation am Jahresende 2003 – trotz der weiterhin ansteigenden Gesamtinflationen (bei etwa 9%) – im unteren Bereich des Zielkorridors (2,4 bis 5,0%) zu liegen kommt. In diesem Zusammenhang ist auf die Erweiterung der slowenischen festverzinslichen in Tolar denominierten Zinskurve um eine 5-jährige Anleihe seit März und auf die Emission einer kroatischen 5-jährigen festverzins-

lichen in Kuna denominierten Staatsanleihe im Mai hinzuweisen, die auch für ausländische Investoren neue Möglichkeiten bieten.

Schließlich sei die Auswirkung des Wechselkurses des US-Dollar gegenüber dem Euro auf die Entwicklung einzelner zentral- und osteuropäischer Währungen hervorgehoben. Hier ist vor allem die jüngste Verringerung dessen Einflusses auf den Wechselkurs des polnischen Zloty gegenüber dem Euro von Interesse: es dürfte sich die Stärke des Einflusses zunehmend vom früheren Währungskorbanteil des US-Dollar (45%) entfernen. Auch die Entwicklung des russischen Rubel gegenüber dem Euro (Abschwächung im zweiten Quartal, Festigung seither) im bisherigen Jahresverlauf 2003 wurde überwiegend durch die USD/EUR-Entwicklung bestimmt. Gegenüber seiner Referenzwährung, dem US-Dollar, verzeichnete der Rubel bis etwa Jahresmitte 2003 einen gleichmäßigen Aufwertungsverlauf, ehe es seit Ende August zu einer leichten Abschwächung kam.

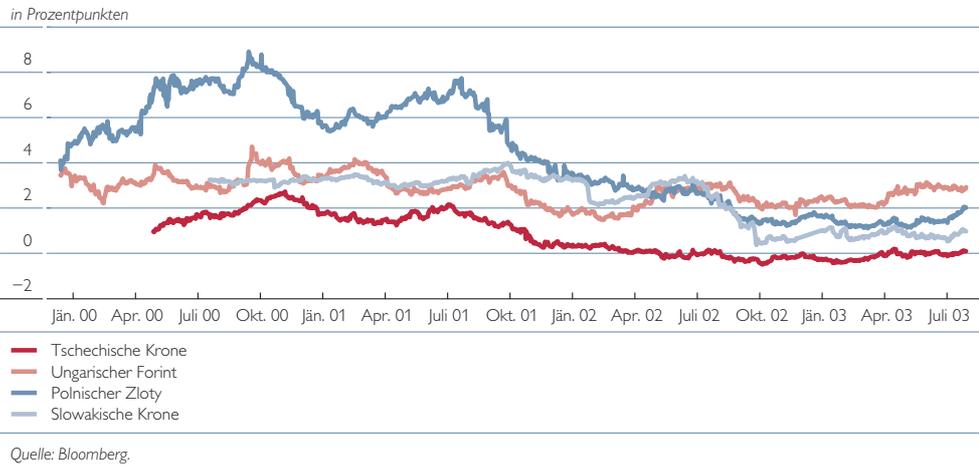
#### **Staatsanleihen in Lokalwährung**

Die Renditen der Staatsanleihen in Lokalwährung verzeichneten in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei seit Jahresbeginn 2003 Anstiege bis über 100 Basispunkte (mit Ausnahme von tschechischen und polnischen „Kurzläufern“). Dies war nur zum Teil auf die Renditesteigerungen im Euroraum zurückzuführen. Länderspezifische Faktoren spielten eine wichtige Rolle und begünstigten eine zeitweise unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Renditedifferenzen zum Euro.

Am kurzen Ende der Zinskurven führte die divergierende Inflationsentwicklung in den einzelnen Ländern zu unterschiedlichen Leitzins- und Geld-

Grafik 8

**Renditeabstände von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit zu Euro-Benchmarkanleihen**



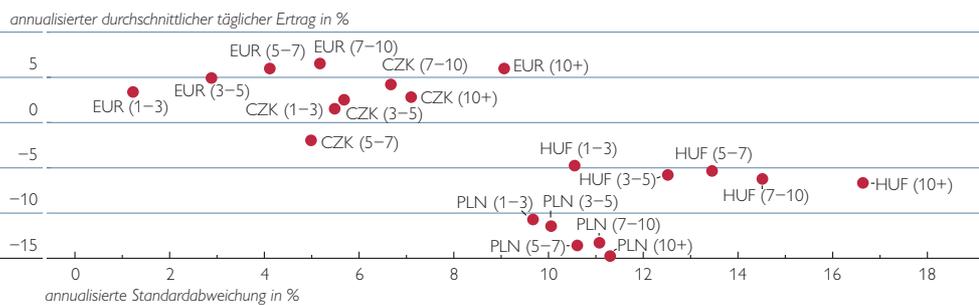
marktinzsverläufen. In längeren Laufzeitsegmenten waren die Bewegungen zumeist weniger stark ausgeprägt. Zum Teil begünstigte die Inflationsentwicklung die Anleihenkurse (in Tschechischer Krone bzw. in polnischem Zloty denominiert), zum Teil jedoch kann sie für den Anstieg der Renditeabstände von in Forint bzw. Slowakischer Krone denominierten Staatsanleihen gegenüber Euro-Benchmarkanleihen mitverantwortlich gemacht werden. Während die Änderungsrichtung ungarischer Renditeabstände vom Inflationsverlauf mit-

bestimmt war, war das Ausmaß der Bewegungen von den Zinserhöhungen der Zentralbank stark beeinflusst. In der Slowakei hingegen dürfte der moderate Verlauf der Kerninflation dämpfend auf den Spreadanstieg gewirkt haben.

In der Tschechischen Republik und in Polen sind die Zinskurven seit Jahresbeginn 2003 im Vergleich zur Euro-Zinskurve steiler geworden. In Ungarn hingegen kam es im Zuge der massiven Zinserhöhung zu Jahresmitte zu einer Verflachung der Spreadkurve. Allerdings führte seither

Grafik 9

**Ertrag/Risiko-Relation von Staatsanleihen (Jänner bis September 2003)**



die Verringerung der Renditeabstände zum Euro am kurzen Ende bei annähernd konstanten Renditeabständen in den längeren Laufzeitsegmenten zu einer steileren Spreadkurve. Fiskalpolitische Unsicherheiten spielten bei diesen Bewegungen eine Rolle. So ist z. B. die tschechische Zinskurve (im Bereich von 10 und 2 Jahren) derzeit um etwa 15 bis 20 Basispunkte steiler als die Euro-Zinskurve, und die negativen Renditeabstände gegenüber dem Euro im 10- und 15-jährigen Segment wurden von einem positiven Abstand von 20 bis 40 Basispunkten abgelöst. Da Marktteilnehmer in Umfragen eine Aufwertung der Tschechischen Krone gegenüber dem Euro in den nächsten Jahren erwarten, bleibt fiskalpolitisches Risiko eine Erklärung.

Zur steileren polnischen Zinskurve trugen unterschiedliche Faktoren bei: Am kurzen Ende dürften die Festigung der Konjunktur, gestiegene Inflationserwartungen, eine Rücknahme der Zinssenkungserwartungen und die Ankündigung eines Anstiegs des Budgetdefizits im Jahr 2004 ausschlaggebend für Spreadanstiege gewesen sein. Die Auswirkung sowohl gestiegener Inflationserwartungen als auch der Ankündigung eines Anstiegs des Budgetdefizits 2004 auf die Renditeabstände am langen Ende war jedoch stärker.

In Ungarn belebte in den letzten Wochen die hohe Zins- und Renditedifferenz die Kapitalzuflüsse. Moderate Rückgänge bei den Renditeabständen konnten jedoch nur in kürzeren Laufzeitsegmenten beobachtet werden, während der Abstand im 10-jährigen Bereich weiterhin bei

knapp 300 Basispunkten verharret. Die Erwartung einer Überschreitung der Defizitziele zusammen mit einer weiterhin nachteiligen Zahlungsbilanzentwicklung dürften die ausschlaggebenden Faktoren sein.

Im Zusammenhang mit den Erwartungshaltungen sei auf gemeinsame Risikofaktoren für die vier Märkte hingewiesen. Für das Jahr 2004 ist in der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen mit einem Anstieg der Inflation zu rechnen. In den beiden ersteren Fällen wird dies durch temporäre Einmaleffekte bedingt, eine Reaktion des Zinsniveaus kann jedoch nicht ausgeschlossen werden. Wie die jüngsten Entwicklungen zeigten, bleiben die Anleihenmärkte auch gegenüber der Budgetentwicklung empfindlich. Abgesehen von den Implikationen der Budgetdefizite auf die Emissionsvolumina von Staatsanleihen, ist die Fiskalpolitik auch im Hinblick auf eine potenzielle Änderung der Markterwartung bezüglich des Euro-Einführungsdatums wichtig.

## **Der Bankensektor in Zentraleuropa<sup>1)</sup>**

### **Ertragslage und Gewinnentwicklung**

Mit Ausnahme von Polen und Ungarn konnten die Banken in den zentraleuropäischen Ländern (zentraleuropäische EU-Beitrittsländer sowie Kroatien) ihre Eigenkapitalrenditen von 2001 auf 2002 trotz des ungünstigen konjunkturellen Umfelds erhöhen. Spitzenreiter waren die Tschechische Republik und die Slowakei mit einer Rendite von rund 25 bzw. 30%. In Polen hingegen verschlechterte sich die Situation im Jahr 2002, und es

<sup>1</sup> In diesem Kapitel wird die Entwicklung des gesamten Bankensektors in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen, der Slowakei, Slowenien und Kroatien untersucht, während in dem Kapitel „Österreichische Finanzintermediäre“ die Entwicklung sämtlicher in diesen Ländern etablierter Tochterbanken des österreichischen Bankensektors analysiert wird.

Tabelle 2a

Nominale Eigenkapitalrendite							
	2000	2001	2002	Q1 02	H1 02	Q1 03	H1 03
	in %						
Kroatien	10,7	6,6	13,7	..	20,4	18,8	..
Polen	14,5	12,8	5,3	14,5	8,6	11,0	10,3
Slowakische Republik	25,4	20,8	30,1	32,9	28,8	32,5	..
Slowenien	11,3	4,8	13,3	..	18,4	..	..
Tschechische Republik	13,0	16,5	25,4	33,1	29,5	24,6	23,5
Ungarn	12,5	16,2	15,4	..	17,3	..	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Tabelle 2b

Reale Eigenkapitalrendite							
	2000	2001	2002	Q1 02	H1 02	Q1 03	H1 03
	in %						
Kroatien	4,2	1,6	11,2	..	17,4	16,9	..
Polen	4,0	6,9	3,3	10,7	5,7	10,5	..
Slowakische Republik	11,8	12,8	25,9	27,0	23,9	23,1	..
Slowenien	2,2	-3,4	5,4	..	9,8	..	..
Tschechische Republik	8,7	11,3	23,1	28,3	25,7	25,1	23,7
Ungarn	2,5	6,4	9,6	..	10,8	..	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Anmerkung: Nominale Rendite bereinigt um den periodendurchschnittlichen Anstieg der Verbraucherpreise. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

ist noch unklar, ob die Daten des ersten Quartals 2003 bereits eine Trendumkehr signalisieren. Dank rückläufiger Inflationsraten wiesen im Jahr 2002 alle Länder (mit Ausnahme Polens) eine Verbesserung auch der realen (um die Verbraucherpreis-inflation bereinigten) Ertragslage auf. Nur die Beschleunigung der Inflation in der Slowakei führte zu einem leichten Rückgang der realen Eigenkapitalrendite im ersten Quartal 2003.<sup>1)</sup>

In Polen halbierte sich die nominale Eigenkapitalrendite im Jahr 2002, was vor allem mit der schwachen realwirtschaftlichen Situation begründet werden kann. Das ungünstige wirtschaftliche Umfeld spiegelte sich in einem fallenden Nettozinsertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) und einem weiteren Anstieg des Anteils notleidender Forderungen an den gesamten Forderungen wider

(von 18,6% Ende 2001 auf 22,3% Ende März 2003). Parallel dazu kam es auch zu einer Erhöhung des Aufwands für Wertberichtigungen. Erst Anfang 2003 verringerte sich das Verhältnis dieser Kosten zum Betriebsertrag im Vergleich zur Vorjahresperiode. Dies reichte jedoch trotz gleich bleibendem Nettozinsertrag für eine Verbesserung der Eigenkapitalrendite nicht aus, da sich die Aufwand/Ertrag-Relation weiter verschlechterte. Notleidende Forderungen<sup>2)</sup> waren am Ende des ersten Quartals 2003 zu 47% durch Rückstellungen gedeckt, was eine leichte Verschlechterung gegenüber dem Jahresende 2001 (53%) darstellte.

In der Tschechischen Republik konnte die Eigenkapitalrendite im Jahr 2002 gegenüber 2001 weiter gesteigert werden. Die Daten für das erste Halbjahr 2003 zeigen jedoch

1 Ein Vergleich der unterjährigen Werte mit den Jahreswerten ist aus methodischen Gründen bei den nicht ausschließlich auf Bestandswerten beruhenden Kennzahlen nur sehr beschränkt sinnvoll.

2 Notleidende Kredite beinhalten Forderungen der Kategorien „Substandard“, „zweifelhaft“ und „uneinbringlich“.

eine Verschlechterung, mit einem Rückgang der Eigenkapitalrendite auf 23,5% von knapp 30% in der Vorjahresperiode. Diese Entwicklung ist vor allem auf eine rückläufige Tendenz des Nettozinsertrags (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) zurückzuführen, die nicht durch den Anstieg der Nicht-Zinserträge kompensiert werden konnte. Das Verhältnis der Administrativkosten zum Betriebsertrag verblieb bei knapp 50%. Nach einer deutlichen Verringerung des Aufwands für Wertberichtigungen (einschließlich Abschreibungen von Forderungen und der Kosten von Forderungsübertragungen) im Vorjahr kam es im ersten Halbjahr 2003 erneut zu höheren Aufwendungen in diesem Bereich. Bis Mitte 2003 fiel der Anteil notleidender Forderungen (am Gesamtforderungsbestand) auf 6,5%, was etwa eine Halbierung seit Ende 2001 darstellt. Da Rückstellungen nicht im selben Ausmaß aufgelöst wurden, sind die notleidenden Forderungen zu etwa 90% durch Rückstellungen gedeckt.

Die Lage der ungarischen Banken blieb im Jahr 2002 stabil. Das Bankensystem erlitt einen leichten Rückgang der Eigenkapitalrendite auf 15,4% (2001: 16,2%). Verantwortlich dafür war eine leichte Verschlechterung sowohl der Nettozinserträge wie auch der Nicht-Zinserträge (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva), aber auch die Administrativaufwendungen stiegen etwas schneller als die Betriebserträge. Der Aufwand für Wertberichtigungen wurde hingegen reduziert, während der Anteil notleidender Forderungen bei etwa 7% (aller Forderungen) stabil blieb.

In der Slowakei konnte im Jahr 2002 zum Teil dank gestiegener Nettozinserträge (in Prozent der Aktiva) eine Verbesserung der Eigenkapital-

rendite (von 20,8 auf 32,5%) erzielt werden. Auch die Auflösung von Wertberichtigungen trug weiterhin positiv zum Gesamtertrag bei, wenngleich in geringerem Umfang als im Jahr 2001, in dem durch Rekapitalisierung und Privatisierung eine Rekordhöhe erreicht wurde. Dieser Faktor war insbesondere im ersten Halbjahr 2003 entscheidend, zumal die Nettozinserträge am Anfang des Jahres 2003 einen deutlichen Rückgang aufwiesen. Die Ertragskostensituation konnte im Jahr 2002 verbessert werden: Das Verhältnis des Betriebsaufwands zum Betriebsertrag fiel von knapp 66% im Jahr 2001 auf 58% im Jahr 2002. Der Anteil notleidender Forderungen konnte weiter reduziert werden (11,7% Ende März) – diese sind zu mehr als 80% durch Rückstellungen gedeckt.

Die Eigenkapitalrendite slowenischer Banken konnte letztes Jahr deutlich (von 4,8 auf 13,3%) gesteigert werden. Das Verhältnis des Nettozinsertrags zu den durchschnittlichen Aktiva stieg leicht auf 3,7% an. Darüber hinaus fielen die Nicht-Zinserträge höher und die Aufwendungen für Wertberichtigungen niedriger aus als im Vorjahr. Auch die Aufwand/Ertrag-Relation konnte verbessert werden. Darüber hinaus trugen rechtliche Änderungen zur Verbesserung der Eigenkapitalrendite bei, die den Wegfall der früheren Inflationsindexierung des Eigenkapitals bewirkten. Der Anteil notleidender Forderungen blieb mit 7% gering und ist zu 90% durch Rückstellungen gedeckt.

Auch in Kroatien konnte die Eigenkapitalrendite der Banken im Jahr 2002 auf 13,7% verdoppelt werden. Ausschlaggebend dafür waren auch hier ein Anstieg der Nicht-Zinserträge, eine Halbierung des Bedarfs an der Bildung von Wertberichtigungen

Tabelle 3a

Nettozinsertrag							
	2000	2001	2002	Q1 02	H1 02	Q1 03	H1 03
	in % des jahresdurchschnittlichen Bestands an Bankaktiva						
Kroatien	4,2	3,6	3,3	..	3,2	..	..
Polen	4,0	3,5	3,3	3,0	3,1	3,0	3,0
Slowakische Republik	2,3	2,5	2,7	2,5	2,6	2,2	..
Slowenien	4,7	3,6	3,7	..	3,7	..	..
Tschechische Republik	2,5	2,5	2,4	2,4	2,5	2,1	2,1
Ungarn	3,6	3,7	3,6	..	3,5	..	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.  
Anmerkung: Daten zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

Tabelle 3b

Laufender Betriebsaufwand							
	2000	2001	2002	Q1 02	H1 02	Q1 03	H1 03
	in % des laufenden Betriebsertrags						
Kroatien	56,7	65,6	59,3	..	59,1	..	..
Polen	65,5	65,2	67,6	63,3	60,7	69,9	..
Slowakische Republik	67,7	65,7	57,9	58,3	58,8	56,7	58,9
Slowenien	55,3	65,2	59,6	..	56,3	..	..
Tschechische Republik	53,9	53,4	51,4	48,0	48,8	49,0	49,4
Ungarn	73,3	64,8	66,0	..	66,3	..	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Tabelle 3c

Nettoänderung an Wertberichtigungen							
	2000	2001	2002	Q1 02	H1 02	Q1 03	H1 03
	in % des laufenden Betriebsertrags						
Kroatien	20,6	13,7	6,6	..	-0,4	..	..
Polen	16,3	18,9	21,0	14,6	19,2	10,4	..
Slowakische Republik	-17,1	-33,4	-9,8	-9,7	-6,4	-5,1	-13,1
Slowenien	23,9	25,9	19,7	..	12,2	..	..
Tschechische Republik	68,5	22,8	11,6	12,5	13,8	18,6	16,1
Ungarn	0,9	7,0	4,9	..	2,1	..	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

und eine verbesserte Aufwand/Ertrag-Relation. Die Nettozinserträge fielen etwas schwächer aus als im Jahr 2002. Notleidende Forderungen betragen Ende 2002 5,9% aller Forderungen (2001: 7,3%) – es wurden dafür aber ausreichend Rückstellungen gebildet (etwa 85%).

### Kapitaladäquanz

Die Kapitaladäquanz (das Verhältnis von Eigenkapital zu risikogewichteten Aktiva) war Ende 2002 in allen sechs untersuchten Ländern zufrieden stellend – mit zweistelligen Prozentsätzen zwischen 11,9% (Slowenien) und 21,3% (Slowakei). Der geringfügige Rückgang der Kapitaladäquanz in vier

der sechs Länder kann zum Teil durch Änderungen der Gesetzeslage erklärt werden, die unter anderem eine Ausweitung der Abschreibungsmöglichkeiten (Polen, Tschechische Republik) oder aber die Erhöhung der Kapitalerfordernisse zur Folge hatten. Andere Gründe liegen in der Neubewertung von Aktivposten (z. B. Aktienbeständen) und im rapiden Anstieg der risikogewichteten Aktiva, mit dem das Kapitalwachstum nicht Schritt halten konnte (Ungarn, Kroatien). Die Verbesserung der Kapitaladäquanz im slowakischen Bankensystem kann hingegen mit dem rapiden Wachstum des regulatorischen Kapitals erklärt werden.

Tabelle 4

**Kapitaladäquanz**

	2000	2001	2002	Q1 02	H1 02	Q1 03	H1 03
<i>Eigenkapital in % der risikogewichteten Aktiva</i>							
Kroatien	21,3	18,5	17,2	17,1	17,5	16,6	..
Polen	12,9	15,1	14,2	14,0	13,7	13,1	13,3
Slowakische Republik	12,5	19,8	21,3	19,9	21,0	21,4	..
Slowenien	13,5	11,9	11,9	..	11,4	..	..
Tschechische Republik	14,9	15,5	14,2	15,0	15,6	14,1	15,7
Ungarn	15,2	13,9	12,5	..	12,5	..	..

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

**Aufholprozess im rumänischen Bankwesen**

Der rumänische Bankensektor ist im internationalen Vergleich relativ klein und nicht sehr entwickelt. Während die Bilanzsumme des Bankensektors in den zentraleuropäischen Ländern durchschnittlich rund 70% bzw. im Euroraum 260% des BIP ausmacht, liegt der Vergleichswert in Rumänien bei rund einem Drittel des BIP. In den Neunzigerjahren litt der rumänische Bankensektor unter der schleppenden Umstrukturierung der Realwirtschaft, einem wirtschaftspolitischen Stop-and-Go-Kurs, einer schwachen Bankenaufsicht und ungünstigen externen Bedingungen. Zu einer Stabilisierung der Lage kam es erst nach einer gravierenden Wirtschaftskrise (1997–99), einer Reform des Bankenrechts sowie einer umfassenden Marktberreinigung, im Zuge derer eine verhältnismäßig große Bank sowie eine Reihe kleiner Banken in Konkurs gingen. Langsam nahm das Vertrauen in den Bankensektor zu und die Kreditinstitute konnten ihren Geschäftsbereich ausdehnen.

Die Bilanzsumme des Bankensektors stieg von 29,2% des BIP im Jahr 2000 auf 31,6% im Jahr 2002. Analog dazu kam es zu einem Wachstum der Unternehmenskredite von 9,4 auf 11,9% des BIP. Im Jahr 2002 weitete sich die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor um 30% aus; von Jänner bis einschließlich August 2003 beschleunigte sich dieses Wachstum auf 40%. Seitens der rumänischen Notenbank (Banca Națională a României – BNR) und des IWF beobachtete man die rasche Kreditausweitung mit Besorgnis. Die Laufzeitstruktur der Kredite entwickelte sich von vorwiegend kurzfristigen Laufzeiten (das heißt bis zu einem Jahr) in Richtung mittelfristige Laufzeiten. Ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau verzeichneten Konsumentenkredite, insbesondere Hypothekarkredite, ein starkes Wachstum. Einen besonders raschen Aufschwung nahmen Fremdwährungskredite, was wiederum zu einem Anziehen der Importe führte. Die BNR ergriff Maßnahmen zur Zügelung des Kreditwachstums; so wurde im dritten Quartal 2003 der Leitzinssatz für täglich fällige Einlagen um 200 Basispunkte auf 20,25% angehoben.

Obwohl Banken im ausländischen Eigentum eine immer wichtigere Rolle spielen und heute den Bankensektor dominieren, sind staatliche Kreditinstitute in Rumänien von größerer Bedeutung als in den meisten Nachbarländern. Im Juli 2003 befanden sich 3 von insgesamt 38 Banken (bzw. 39% der aggregierten Bilanzsumme) mehrheitlich im Eigentum des Staates; die beiden größten sind die Banca Comercială Română (BCR) und die Casa de Economii și Consemnatiuni (Sparkasse). Zum selben Stichtag befanden sich 29 Banken (bzw. 57% der Bilanzsumme) in ausländischem Eigentum. Zu den größten Instituten in dieser Kategorie gehören die Banca Romana pentru Dezvoltare (Rumänische Entwicklungsbank, im Besitz der Société Générale), die ABN Amro Bank und die Raiffeisen Bank. Gemessen an der registrierten Grundkapitalausstattung sind österreichische Banken, gefolgt von griechischen und französischen Kreditinstituten, unter den ausländischen Investoren führend. Sechs Banken (bzw. nur 4% der gesamten Bilanzsumme) befinden sich in inländischem Privateigentum.

Die BNR war in der letzten Zeit bemüht, die Praktiken der Bankenaufsicht weiter zu verbessern. Im Jänner 2003 wurden die Kriterien für die Klassifizierung von Krediten und für Wertberichtigungen verschärft. Auf Grund des steigenden Konkurrenzdrucks werden zwar die Zinsmargen geringer, halten jedoch nach wie vor auf einem hohen Niveau (Juli 2003: 14,5%). Die Liquidität der Banken ist im Allgemeinen zufrieden stellend; die Rentabilität folgt – trotz eines kürzlichen Einbruchs auf Grund abnehmender Margen – einem Aufwärtstrend. Im Mai 2003 verzeichnete die aggregierte Eigenkapital-

quote den sehr günstigen Stand von 23%. Der Anteil der notleidenden Kredite an den gesamten Direktkrediten betrug im Juni 11%. Seitens der Behörden wird bis 2005 die völlige Übernahme der Internationalen Rechnungslegungsgrundsätze (IAS) angestrebt. Sofern es zu weiteren Anpassungen der Rahmenbedingungen kommt, weist der rumänische Bankensektor mittel- und langfristig ein großes Wachstumspotenzial auf. Jedoch gilt es weiterhin, gravierende Mängel zu beheben, wie etwa die unzulänglichen Risikoanalyse- und Risikomanagementkapazitäten der Banken, die Schwächen der Corporate Governance, die weiterhin eingeschränkten Möglichkeiten der Rechtsdurchsetzung bei Verträgen, den geringen Gläubigerschutz, die überbordende Bürokratie und die Korruption.