

Internationale Konjunktur und Finanzmärkte

Höherer Erdölpreis dämpft globales Wirtschaftswachstum

Von Mitte des Jahres 2003 bis ins Frühjahr 2004 hat sich die konjunkturelle Lage in einer Vielzahl von industrialisierten Ländern sowie aufstrebenden Volkswirtschaften verbessert, mit Wachstumsraten teils deutlich über den langjährigen Durchschnitt. Die Inflationsraten blieben in diesem Zeitraum weiterhin relativ niedrig, wobei allerdings Anstiege bei einer Reihe von Rohstoffen zunehmenden Aufwärtsdruck auf die Preise ausgeübt haben. Im zweiten Quartal 2004 setzte ein deutlicher Anstieg des Erdölpreises ein, welcher sich im dritten Quartal weiter fortgesetzt hat. Im Jahresdurchschnitt liegt der Erdölpreis derzeit um rund 20% über dem Niveau des Jahres 2003. Ursache für diesen Anstieg dürften vor allem durch geopolitische Risikofaktoren und Kapazitätsbeschränkungen ausgelöste Besorgnisse über die künftige Erdölversorgung, aber auch eine vermehrte laufende Nachfrage vor allem aus China sein. Dieser Anstieg führte in vielen Ländern zu einer merkbaren Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik. Die Geldpolitik war in vielen Ländern weiterhin akkommodierend, entweder mittels niedriger Leitzinsen wie insbesondere in den USA, dem Euroraum und in Japan oder durch Interventionen zur Dämpfung des Aufwärtsdrucks auf die Währung gegenüber dem US-Dollar wie in einigen asiatischen Ländern. Die Budgetdefizite haben in vielen Ländern ein relativ hohes Niveau erreicht.

In den USA entwickelte sich der private Konsum aufgrund steigender verfügbarer Einkommen, positiver Ver-

mögenseffekte, steigender Beschäftigung sowie eines verbesserten Konsumentenvertrauens günstig, wobei die negativen Terms-of-Trade-Effekte des höheren Erdölpreises im zweiten Quartal 2004 eine Abschwächung bewirkten. Die Anlageinvestitionen entwickelten sich bedingt durch niedrige Kapitalkosten, hohe Gewinne sowie positive Absatzaussichten bis ins zweite Quartal 2004 dynamisch. Der öffentliche Konsum trug durch deutlich höhere Ausgaben für Rüstungsgüter ebenfalls zum starken Nachfragewachstum bei. In Asien trieben vor allem der Importsog der dynamischen Investitionstätigkeit in den USA und China die Entwicklung der Exporte. Gleichzeitig verbesserte sich in vielen Ländern auch die Binnennachfrage. In China zeigten sich aufgrund des enorm starken Wachstums Überhitzungserscheinungen in Form ansteigender Inflationsraten, während in Japan u. a. ein deutlich aufgehellter Arbeitsmarkt die Konjunktur stützte und sich die leichte Deflation weiter fortsetzte. Das Wachstum im Euroraum ist hinter jenem in anderen Wirtschaftsräumen zurückgeblieben und war hauptsächlich vom Export getrieben. Hierbei kompensierte das dynamische Wachstum in den Exportmärkten die deutliche Aufwertung des Euro im Jahr 2003 teilweise. Dagegen entwickelten sich die Investitionen sowie der private Konsum nach wie vor eher schwach. Die Arbeitslosigkeit blieb weiter hoch und das Beschäftigungswachstum sowie die Kapazitätsauslastung in der Industrie niedrig. Die Inflation stieg bedingt durch den höheren Erdölpreis an, wobei allerdings Zweitrundeneffekte, d. h. Auswirkungen auf die Lohnabschlüsse, bislang kaum aufgetreten sind.

In den meisten Prognosen für den Euroraum, die USA und Asien wird

ein erdölpreisbedingtes abgeschwächtes, aber nach wie vor relativ kräftiges Wirtschaftswachstum im Jahr 2005 angenommen. Die aktuelle Consensus-Prognose beträgt 2% für den Euroraum und 3,5% für die USA, während die Inflationsaussichten mit 1,8% bzw. 2,3% günstig sind. Das wesentliche Risiko für diese Prognosen ist, dass der Erdölpreis weiterhin auf dem derzeitigen Niveau verbleibt bzw. noch weiter ansteigt.

Bei der Bestimmung der quantitativen Auswirkungen des Erdölpreises auf Wachstum und Inflation spielt eine Reihe von Faktoren eine Rolle: das auslösende Moment für den höheren Erdölpreis, d. h., ob eine stärkere Nachfrage oder eine Angebotseinschränkung die Ursache ist, die Erwartungen bezüglich der Dauer des höheren Erdölpreises, die Erdölintensität von Konsum und Produktion

sowie deren Anpassungsfähigkeit, die Ausgabenneigung der Erdöl produzierenden Länder, der Auslastungsgrad der Wirtschaft zum Zeitpunkt des Erdölschocks sowie die Lage auf dem Arbeitsmarkt, die Entwicklung der Nominallöhne inklusive der Lohnpolitik der Gewerkschaften sowie schließlich die Reaktion der Finanzmärkte (insbesondere der Anleihemärkte) und der Geldpolitik. Zu dieser Frage zeigt Tabelle 1 eine Übersicht über eine Reihe von Schätzungen¹, denen zufolge ein höherer Erdölpreis das Wachstum dämpft und die Inflation erhöht, wobei die Effekte regional unterschiedlich ausgeprägt sind. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Effekte nach diesen Modellen eher gering sind und die tatsächlichen Effekte stärker ausfallen könnten.

Tabelle 1

Ausgewählte Schätzungen zum Einfluss eines permanent um 10% höheren Erdölpreises

	Durchschnittlicher Effekt in den ersten Jahren nach dem Schock					
	BIP-Wachstum			Inflation		
	Euroraum	USA	Japan	Euroraum	USA	Japan
	<i>in Prozentpunkten</i>					
Internationaler Währungsfonds	-0,05	-0,06	-0,01	+0,28	+0,18	+0,08
National Institute of Economic and Social Research (NIESR)	-0,15	-0,25	..	+0,04	+0,17	..
Europäische Kommission	-0,04	-0,05	-0,04	+0,05	+0,06	+0,02

Quelle: IWF, NIESR, Europäische Kommission.

Neben dem Erdölpreis stellt weiterhin das langfristig vermutlich nicht aufrechtzuhaltende Defizit in der US-Leistungsbilanz ein Risiko dar. In den vergangenen Jahren spielte vor allem die Währungspolitik einer Reihe von asiatischen Notenbanken eine wesent-

liche Rolle bei der Finanzierung dieses Defizits, das hauptsächlich gegenüber den asiatischen Ländern besteht. Eine Beendigung dieser Politik der Akkumulation von liquiden, in US-Dollar denominierten Reserven, die nicht durch das Einsetzen von privaten

¹ Siehe dazu auch Schneider, M. 2004. Auswirkungen von Erdölpreisänderungen auf Wachstum und Inflation. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/2004. OeNB. 29–39. In der Tabelle werden die Abweichungen von einer Benchmark-Lösung der Modelle dargestellt.

Kapitalströmen kompensiert wird, würde zu deutlichem Aufwertungsdruck dieser Währungen gegenüber dem US-Dollar führen. Auch der Euro könnte von diesem Anpassungsprozess betroffen sein, wobei über die genauen Auswirkungen auf die monetären Rahmenbedingungen des Euro-raums Unsicherheit herrscht. Die Erfahrungen aus den Kursreaktionen auf das G-7-Statement vom September 2003 deuten darauf hin, dass eine Einstellung der Interventionen für sich betrachtet zu einem Aufwertungsdruck auf den Euro gegenüber dem US-Dollar und zu einem Abwertungsdruck auf den Euro gegenüber den asiatischen Währungen führt.² Die Auswirkungen auf die Wechselkurse hängen allerdings auch von den makroökonomischen Rahmenbedingungen sowie geldpolitischen Reaktionen in den betroffenen Wirtschaften ab.

Anhebung der Leitzinsen in einigen Ländern, begrenzter Anstieg der Inflationsrisikoprämien

Im Lauf des zweiten und dritten Quartals 2004 kam es in den USA nach einer langen Phase sehr niedriger Leitzinsen zu bislang drei Zinsanhebungen um jeweils 25 Basispunkte auf ein Niveau von 1,75%. Ein solches Profil war den Finanzmärkten bereits im Mai 2004 von der amerikanischen Notenbank signalisiert worden. Die Zinsen auf dem US-Geldmarkt orientierten sich in der Folge stark an dieser Richtlinie. Auch in anderen Ländern wie z. B. dem Vereinigten Königreich und Kanada kam es aufgrund einer robusteren Wirtschaft

sowie steigender Inflationsgefahren zu Leitzinsanhebungen. Im Euroraum verblieb der Leitzins weiter auf dem Niveau von 2%. Im Euroraum ergab sich parallel zur Entwicklung in den USA ein leichtes Steiler-Werden der Zinskurve auf dem Geldmarkt, das sich allerdings ab Juni 2004 wieder zurückbildete.

Auf den Anleihemärkten kam es im April 2004 zu einem raschen Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA und im Euroraum um rund 100 bzw. 50 Basispunkte. Dieser Anstieg wurde durch einen sehr positiven Arbeitsmarktbericht in den USA ausgelöst, der Konjunkturoptimismus sowie Erwartungen rascher steigender Leitzinsen bewirkte. Verstärkt wurde der Anstieg auch durch den steigenden Erdölpreis, welcher zu einer Erhöhung der in indexierten Anleihen impliziten Inflationsrisikoprämien bzw. Inflationserwartungen beitrug. Die Renditen erreichten im Mai 2004 ihren Höchststand und sind seither wieder und trotz der höheren Zinsen auf dem Geldmarkt auf nahe 4% gefallen. Der höhere Erdölpreis dürfte dabei zu einer Neueinschätzung des zu erwartenden Wirtschaftswachstums geführt haben, während der erneute Rückgang der impliziten Inflationsrisikoprämien bzw. Inflationserwartungen auf die bislang relativ geringen direkten Effekte des höheren Erdölpreises auf die Inflationsraten sowie eine offenbar unverminderte Glaubwürdigkeit der Notenbanken bei der Sicherstellung der mittelfristigen Preisstabilität zurückzuführen sein dürfte. Die Zinsanhebungen der amerikanischen Notenbank dürften

² Siehe dazu auch Greenspan, A. 2004. *Current Account. Remarks before the Economic Club of New York. The Federal Reserve Board. 2. März.*
Für eine alternative Ansicht siehe Eichengreen, B. 2004. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. NBER Working Paper 10497.*

in diesem Zusammenhang eine positive, d. h. vertrauensbildende Rolle gespielt haben.

An den Börsen in den USA und im Euroraum setzte sich die Seitwärtsbewegung, die seit Jahresanfang 2004 zu beobachten war, weiter fort. Die Effekte positiver Unternehmensnachrichten sowie höherer kurz- und langfristiger Zinsen haben sich anscheinend bis Juni 2004 aufgehoben. In der Folge drückten Sorgen über die Auswirkungen des hohen Erdölpreises auf die Kurse. Nicht zuletzt aufgrund der dynamischen Entwicklung der Unternehmensgewinne haben sich die fundamentalen Bewertungen gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) der Aktien in den vergangenen Quartalen ihren langjährigen Mittelwerten angenähert. Die an impliziten Volatilitäten gemessene Unsicherheit blieb weiterhin niedrig. Auf den Märkten für Unternehmensanleihen blieben die Risikoaufschläge weiter niedrig, was auf verbesserte Unternehmensbilanzen und die starke Nachfrage nach Anleihen zurückzuführen ist.

Auf den Währungsmärkten bewegte sich der Euro zu den meisten Währungen und insbesondere gegenüber dem US-Dollar lange Zeit seitwärts, wobei die bestehende Unsicherheit über die konjunkturellen Aussichten in den USA und dem Euroraum eine Rolle gespielt haben könnte. Zuletzt kam es im Rahmen einer US-Dollar-Schwäche zu einer starken Aufwärtsbewegung des Euro gegenüber dem US-Dollar.

Kapitalströme in die Emerging Markets

Gute Wirtschaftsaussichten bei rückläufigen Nettokapitalzuströmen

Die konjunkturellen Aussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften

(Emerging Market Economies, EMEs) verbesserten sich im Jahr 2004 deutlich. Gründe dafür sind eine meist robuste Inlandsnachfrage, verstärkte Exportaktivitäten sowie – für einen Teil der Länder – gestiegene Rohstoffpreise. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat für die EMEs das reale BIP-Wachstum 2004 von 6,1% auf 6,6% nach oben revidiert. Er rechnet für das Jahr 2005 mit einem etwas abgeschwächten Aufschwung bei einem langsameren Preisauftrieb. Mit einem Investitionsboom bleiben die EMEs Asiens neben den USA der wichtigste globale Wachstumsmotor trotz hoher Erdölpreise. Bedingt durch die stabilen Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar können sie ihre Wettbewerbsposition halten, wobei China bestrebt ist, das hohe Wachstumstempo zu dämpfen. Russlands Wirtschaft profitiert vom hohen Erdölpreis. Für die EMEs in Europa (inklusive der neuen EU-Mitgliedstaaten und der Türkei) erwartet der IWF für heuer eine Expansion um 5,5%. Dank Wirtschaftsreformen wächst die türkische Wirtschaft im Jahr 2004 mit 7% überraschend stark bei sinkenden Inflationsraten, aber steigendem Leistungsbilanzdefizit. Der IWF gewährt dem Land hohe Finanzhilfen, private Kapitalzuflüsse bleiben schwach. Strukturpolitisch haben in den EMEs Asiens die Sanierung der Finanzbranche und die Reformen im Unternehmenssektor Priorität. In Lateinamerika wird das Umfeld für ein besseres Investitionsklima aufbereitet, und im Mittleren Osten wird der Aufbau einer institutionellen Infrastruktur zur Stärkung des Nichterdölsektors forciert. In Afrika gibt es Bestrebungen, die Institutionen zu stärken und die Governance zu verbessern. Insgesamt dienen diese Strukturreformen in den

EMEs auch der Vorbereitung auf die substanzielle Handelsliberalisierung, die in der „Doha-Runde“ vereinbart wurde.

Gemäß IWF werden die privaten Nettokapitalzuflüsse in die EMEs im Jahr 2004 im Vergleich zum Vorjahr deutlich abnehmen. Dabei dürften die stärker werdenden Nettozuflüsse bei den Direktinvestitionen durch Nettoabgänge bei den Portfolioinvestitionen und „Anderen Flüssen“ (Bank- und Handelskredite, Derivative) überkompensiert werden. Etliche EMEs konnten die Finanzierungslücke über lokale Kapitalmärkte teilweise schließen. Hauptempfänger für die Nettokapitalzuflüsse bleiben die EMEs Asiens, v. a. China und Indien. Unter Einrechnung jener Kapitalzuflüsse nach China im Ausmaß von 45 Mrd USD im Jahr 2003, die Ende 2003 zur Rekapitalisierung von zwei staatlichen Kommerzbanken verwendet wurden und in Tabelle 2 nicht enthalten sind, dürften im Jahr 2004 die Nettozuflüsse in die EMEs Asiens

um 18 Mrd geringer ausfallen als im Vorjahr. Die Reserven dieser Region werden – vor allem durch die Politik der stabilen Währungen – voraussichtlich weiter um über 230 Mrd USD auf nahezu 1.500 Mrd USD bzw. neun Monate Importdeckung ansteigen und wären damit achtmal so hoch wie die kurzfristigen Schulden. Obwohl im Jahr 2005 in den EMEs Asiens der Leistungsbilanzüberschuss weiter zurückgehen dürfte, dürften die Maßnahmen Chinas zur Abkühlung der Wirtschaft den Bedarf nach Auslandskapital dämpfen. Die EMEs in Europa werden damit zum größten Nettokapitalimporteur unter den EMEs-Regionen aufsteigen. Da die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen hier nun großteils von der EU definiert werden, gelten sie als weniger risikoreich. Die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) und der Mittlere Osten werden aufgrund anhaltend hoher Energieexporteinnahmen Nettokapitalexporture bleiben.

Tabelle 2

Private Kapitalströme in Emerging Markets und Entwicklungsländer laut IWF¹

	2001	2002	2003	2004	2005
	in Mrd USD				
Nettokapitalfluss laut IWF	47,8	61,2	120,4	81,6	47,5
Nach Instrumenten					
Direktinvestitionen	191,2	143,5	147,6	166,9	175,2
Portfolioinvestitionen	-91,3	-99,6	-11,0	-21,3	-23,4
Anderer Flüsse	-52,0	17,3	-16,2	-64,0	-104,4
Nach Regionen (Länder)					
Lateinamerika (31)	22,2	1,4	0,0	-3,3	14,2
Europa (13)	12,1	55,3	51,5	53,2	49,3
GUS (12)	-1,7	-9,2	15,2	-19,2	-5,8
Mittlerer Osten (14)	-7,9	-23,6	-14,0	-45,5	-32,5
Afrika (46)	13,5	11,9	14,8	16,6	13,7
Asien (15)	9,6	25,4	52,8	79,8	8,6
Nachrichtlich					
Leistungsbilanzsaldo	89,7	145,0	235,3	285,7	269,2
Währungsreserven (- = Anstieg)	-113,2	-197,1	-367,0	-350,1	-291,2
davon China	-47,4	-75,7	-117,2	-148,7	-96,7

Quelle: IWF (WEO).

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

Forderungspositionen österreichischer Banken in Fremdwährungen gegenüber Zentral- und Osteuropa im internationalen Vergleich

Ende März 2004 entfielen von den gesamten Forderungspositionen in Fremdwährungen des österreichischen Bankensektors gegenüber EMEs und Entwicklungsländern mehr als 57% auf die zehn neuen EU-Mitgliedstaaten und mehr als 75% auf Zentral-

und Osteuropa einschließlich der GUS.

Unter den Fremdwährungsforderungen der internationalen Banken gegenüber den neuen EU-Mitgliedstaaten Zentraleuropas rangierte der österreichische Bankensektor Ende März 2004 an erster Stelle, wenn vom deutschen Bankensektor, für den keine disaggregierten Daten vorliegen, abgesehen wird.

Tabelle 3

Forderungen an die BIZ meldender Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa und die Türkei; Ende März 2004

Herkunftsländer der an die BIZ meldenden Banken mit den größten Forderungspositionen gegenüber der Region

	Österreich	Deutschland	Italien	Frankreich	Niederlande	Schweden	Belgien	Vereinigtes Königreich	Europa ¹	USA	Japan
	in % des BIP des Empfängerlandes										
Zentral- und Osteuropa plus Türkei	3,0	10,5	2,1	2,0	1,6	1,32	1,1	1,0	26,0	1,1	0,6
EU-Länder Zentraleuropas											
Polen	2,8	..	2,6	1,1	1,3	0,45	0,7	0,4	22,5	0,8	0,7
Slowakische Republik	6,3	..	6,1	1,6	0,6	0,00	2,7	0,2	29,4	0,7	0,5
Slowenien	7,6	..	2,5	2,6	0,7	0,01	2,1	0,0	31,7	0,1	0,4
Tschechische Republik	7,0	..	0,8	1,5	1,1	0,03	3,9	0,0	23,5	0,5	0,4
Ungarn	6,8	..	3,9	2,8	1,8	0,04	4,8	1,2	50,4	1,0	1,1
Sonstige Länder Zentral- und Osteuropas											
Bulgarien	0,8	..	3,6	1,3	1,0	0,01	0,2	0,3	23,5	1,3	0,2
Kroatien	13,9	..	25,0	0,9	0,6	0,03	0,6	1,0	73,3	0,9	1,7
Rumänien	1,4	..	1,4	2,5	2,9	0,17	0,2	0,4	18,5	1,0	0,0
Russland	0,7	..	0,3	1,9	1,6	0,06	0,1	0,0	13,7	1,0	0,4
Türkei	0,2	..	1,0	2,3	1,8	0,13	0,6	0,0	16,5	1,4	0,8

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

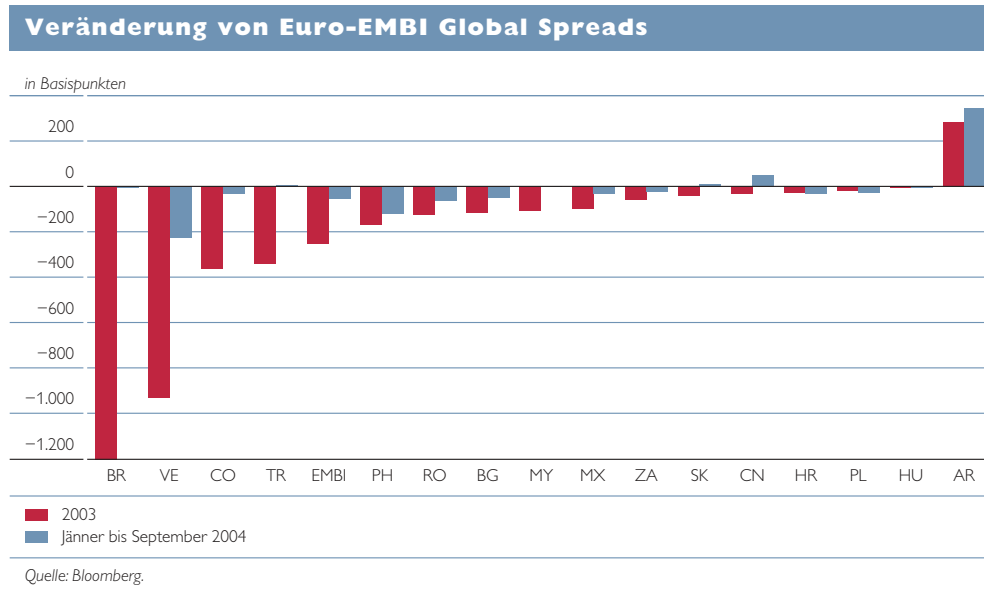
Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten internationalen Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIS Quarterly Review September 2004, Table 9C). Diese umfassen sowohl die grenzüberschreitenden Forderungen in sämtlichen Währungen als auch (mit Ausnahme Österreichs und der USA) die von Tochterbanken in den Empfängerländern in anderer Währung als jener des Empfängerlandes bestehenden Forderungen.

¹ Europa umfasst neben den hier aufgelisteten Herkunftsländern auch Dänemark, Griechenland, Irland, Portugal, Finnland, Spanien, die Schweiz und Norwegen.

Zentral- und Osteuropa Eurobonds überstanden US-Zinswende gut

Anleihen von Emittenten aus aufstrebenden Märkten überstanden die Wende im US-Zinszyklus zur Jahresmitte 2004 gut. Nach einem temporären Anstieg der Renditeabstände von in US-Dollar und in Euro denominierten Staatsanleihen gegenüber den Benchmarkanleihen der USA bzw. des Euroraums (gemessen am EMBI

Global bzw. Euro-EMBI Global von JP Morgan) zwischen Mitte April und Mitte Mai 2004 kam es seither zu einem stetigen Spreadrückgang. Die Renditeabstände von in US-Dollar denominierten Staatsanleihen erreichten bis Ende September 2004 wieder in etwa das Niveau von Mitte April (400 Basispunkte), während die Renditeabstände von in Euro denominierten Staatsanleihen neue Tiefststände (125 Basispunkte) erlangten. Investo-



ren konnten damit seit Jahresanfang 2004 nicht annualisierte Gesamterträge von 6,5% (EMBI Global) bzw. 7,0% (Euro-EMBI Global) verbuchen.

Die klare Kommunikationspolitik der US-Geldpolitik im Vorfeld der Zinswende, die die Marktteilnehmer auf die Zinserhöhungen vorbereitet hatte, war ein wesentlicher Faktor, der diese Entwicklung begünstigte. Darüber hinaus verfestigten die seither veröffentlichten gemischten US-Wirtschaftsdaten die Erwartungen der Investoren, dass die Straffung der US-Geldpolitik mäßiger und langsamer als vorher befürchtet, ausfallen würde. Über diese gemeinsamen Faktoren hinaus wurde die Entwicklung der Renditeabstände durch die Fundamentaldaten vieler Länder begünstigt. Dies spiegelte sich auch in verbesserten Rating-Einstufungen für langfristige Fremdwährungsschulden mehrerer zentral- und osteuropäischer Staaten wider.

Unter den zentral- und osteuropäischen Emittenten wiesen nur *Rumänien* und *Bulgarien* eine im Vergleich zum Euro-EMBI Global überdurchschnittliche Spreadverringering

seit Anfang 2004 aus. Die Renditeabstände *rumänischer* Eurobonds sanken um 62 Basispunkte auf 99 Basispunkte. Dies entsprach einem Gesamtertrag von 9,1%. Die Renditeabstände *bulgarischer* Staatsanleihen verringerten sich seit Jahresanfang 2004 um 52 Basispunkte auf zuletzt 81 Basispunkte, jene *kroatischer* Eurobonds um 32 Basispunkte auf 64 Basispunkte. Diese Entwicklung ist umso beachtlicher, als das Leistungsbilanzdefizit in Bulgarien und Rumänien 2003 deutlich angestiegen war, in allen drei Ländern 2003 auf hohem Niveau lag (zwischen 5,7% und 8,5% des BIP) und sich im ersten Halbjahr 2004 weiter vergrößerte. Bei den positiven Nachrichten sind der provisorische Abschluss von Beitrittsverhandlungen zwischen Bulgarien und der EU, der Abschluss aller bis auf vier Verhandlungskapitel mit Rumänien sowie die Zuerkennung des Beitrittskandidaten-Status an Kroatien zu erwähnen. Im Sommer 2004 schlossen alle drei Länder neue Abkommen mit dem IWF ab, und Bulgarien und Rumänien erhielten höhere Rating-Einstufungen.

Tabelle 4

Änderungen der Ratings für langfristige Fremdwährungsschulden seit Anfang 2004

	Moody's			Standard & Poor's			Fitch		
	Rating	Seit	Richtung	Rating	Seit	Richtung	Rating	Seit	Richtung
Bulgarien	Ba2	05. 06. 03	↑	BBB-	24. 06. 04	↑	BBB-	04. 08. 04	↑
Rumänien	Ba3	11. 12. 03	↑	BB+	14. 09. 04	↑	BB	18. 12. 03	↑
Russland	Baa3	08. 10. 03	↑	BB+	27. 01. 04	↑	BB+	13. 05. 03	↑
Slowakische Republik	A3	12. 11. 02		BBB+	02. 03. 04	↑	A-	21. 09. 04	↑
Slowenien	Aa3	12. 11. 02		AA-	13. 05. 04	↑	AA-	07. 07. 04	↑
Türkei	B1	21. 12. 00		BB-	17. 08. 04	↑	B+	09. 02. 04	↑

Quelle: Bloomberg.

Unter den fünf neuen zentral- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten ist die Begebung einer in Euro denominierten „Debut“-Anleihe der *Tschechischen Republik* mit 10-jähriger Laufzeit im Ausmaß von 1,4 Mrd EUR im Juni 2004 hervorzuheben. Der Renditeabstand bewegte sich während der vergangenen Monate in einer engen Bandbreite zwischen 16 und 23 Basispunkten, was in etwa dem Renditeabstand ungarischer und slowakischer Eurobonds entspricht und etwa 15 Basispunkte unter dem entsprechenden Wert für Polen liegt. Nach einem Rückgang um insgesamt 221 Basispunkte im Jahr 2003 stiegen die Renditeabstände von in US-Dollar denominierten Staatsanleihen *Russlands*³ während der ersten neun Monate des Jahres 2004 um 41 Basispunkte. Dabei folgten russische Spreads bis etwa Ende Juni 2004 den Entwicklungen des Gesamtmarktes. Negativen Schlagzeilen (wie die wiederholten Turbulenzen um den Erdölproduzenten Yukos, die Mini-Bankenkrise im Zeitraum Juni/Juli 2004 und die Ankündigung der deutschen Regierung im Juni, Anleihen begeben zu wollen, die durch bilaterale Kreditforderungen Deutschlands gegenüber

Russland „besichert“ wären⁴) standen der weitere Anstieg des Erdölpreises und günstige Fundamentaldaten (hohes Wachstum, rückläufige Inflationsraten und ein hoher und steigender Leistungsbilanzüberschuss) gegenüber. Dies führte dazu, dass der russische Renditeabstand seit Ende Juni bei etwa 300 Basispunkten weitgehend stabil blieb, während der Gesamtmarkt-Spread um knapp 70 Basispunkte sank.

Zu den wichtigsten Risikofaktoren für Eurobonds über die kommenden Monate zählen weniger maßvolle Zinserhöhungen in den USA als derzeit erwartet und ein dauerhaft hoher Erdölpreis, der den Erdöl importierenden Ländern höhere Inflation, größere Leistungsbilanzdefizite und schwächere Wachstumsraten bringen würde. Diese Effekte könnten schließlich durch die Tatsache, dass die derzeitigen Renditeabstände nahe historischen Tiefstständen liegen, verschärft werden.

Stärkere Währungen in den meisten zentral- und osteuropäischen Ländern
Die Währungen der meisten zentral- und osteuropäischen Länder konnten sich gegenüber dem Euro während

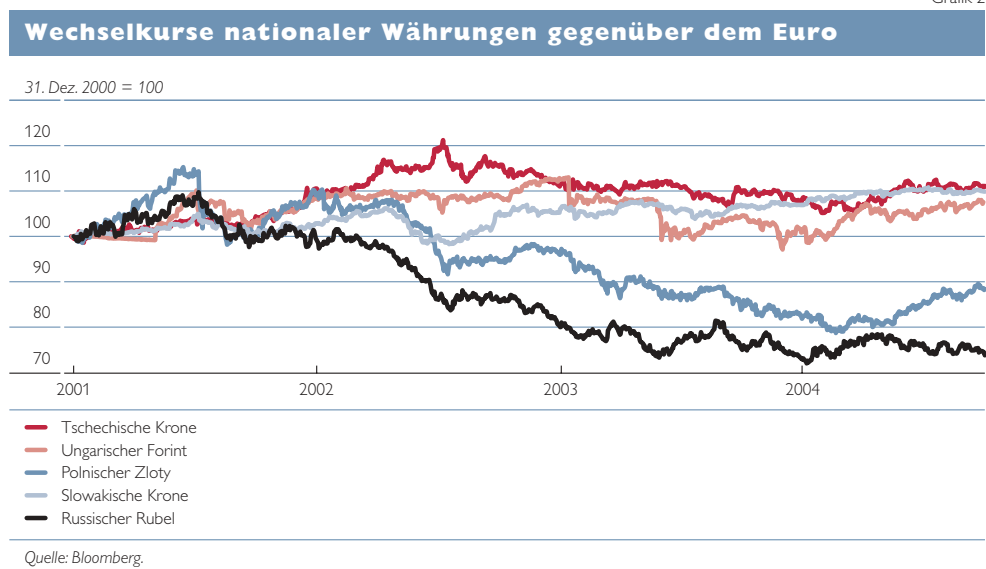
³ EMBI Global, da für Russland seit 1. März 2004 keine Euro-EMBI-Global-Daten verfügbar sind.

⁴ Dies kommt einer Erhöhung des Angebots an russischen Schuldverschreibungen auf dem Markt gleich.

der ersten neun Monate des Jahres 2004 festigen. Mit Ausnahme der *Slowakischen Krone*, die bereits im Jahr 2003 unter Aufwertungsdruck stand, und des *bulgarischen Lew*, der im Rahmen des Currency Board Arrangement seit Mitte 1997 einen fixen nominellen Wechselkurs hat, folgte dies auf einen Wertverlust im Jahr 2003. Den größten Wertzuwachs verbuchte der *polnische Zloty*, der im Vorjahr auch am stärksten unter Druck geraten war. Auch der *ungarische Forint* holte mehr als die Hälfte des Wertverlusts aus dem Jahr 2003 wieder auf. Die *Slowakische Krone* setzte ihre Festigung gegenüber dem Euro fort (+2,8%). Beim *slowenischen Tolar* wirkte sich der Beitritt Sloweniens zum Wechselkursmechanismus II

(WKM II) am 28. Juni 2004 dahingehend aus, dass die vormalige Abwertungspolitik beendet wurde und die Währung seit dem Beitritt gegenüber dem Euro stabil blieb. Die *Tschechische Krone* und der *kroatische Kuna* festigten sich gegenüber dem Euro um 2,6% bzw. 0,7%. Der *rumänische Leu* hingegen, der im Jahr 2003 etwa 14% gegenüber dem Euro verlor, blieb während der ersten neun Monate des Jahres 2004 stabil. Auch konnte der *Russische Rubel* nur wenig der im Jahr 2003 eingetretenen Abschwächung gegenüber dem Euro aufholen, wobei sich die Währung ab April sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar wieder leicht abschwächte.

Grafik 2



Vor allem in *Bulgarien*, *Kroatien*, *Rumänien* und *Ungarn* sowie in geringerem Maße in der *Tschechischen Republik* ging die Aufwertung bzw. die Stabilität der Währungen mit einem hohen bzw. erhöhten Leistungsbilanzdefizit im ersten Halbjahr 2004 einher. Dies fiel mit einem weiterhin starken und zum Teil sich beschleunigenden inländischen Nach-

fragewachstum zusammen, das sich auf dynamische Kreditnachfrage und in Rumänien auch auf kräftige Reallohnzuwächse stützte. Auch der gestiegene Erdölpreis wirkte negativ auf die Leistungsbilanz dieser Länder. In Kroatien kam es überdies zu einem deutlichen Rückgang des Exportwachstums. Auf der anderen Seite verbesserte sich die Leistungsbilanz

in der *Slowakei* deutlich, in *Polen* und in *Slowenien* geringfügig.

In *Bulgarien* wurde das Problem des sehr hohen Leistungsbilanzdefizits durch eine vollständige Finanzierung durch Netto-Direktinvestitionszuflüsse vorübergehend entschärft. In *Kroatien*, *Rumänien* und *Ungarn* reichten jedoch diese Zuflüsse nicht zur Finanzierung des Defizits aus, was zu einem Anstieg der Auslandsschulden führte. In der Abschwächung des Russischen Rubels seit April 2004 (trotz des hohen Leistungsbilanzüberschusses) dürften der starke Abfluss privaten Kapitals aus Russland im zweiten Quartal 2004 sowie auch Zentralbankinterventionen gegen die eigene Währung eine wichtige Rolle gespielt haben.

Soweit öffentlich zugängliche Daten zur Verfügung stehen (Kroatien, Rumänien, Slowakei, Tschechische Republik, Ungarn), gab es seit Anfang 2004 lediglich in der Slowakei und in Rumänien nennenswerte Devisenmarktinterventionen der jeweiligen Notenbanken. Die *slowakische Notenbank* kaufte zwischen Jänner und August 2004 insgesamt um 1,2 Mrd EUR Devisen auf dem Markt, während die *rumänische Notenbank* im ersten Halbjahr 2004 Devisenankäufe im Ausmaß von 1,4 Mrd EUR tätigte.

Die *slowakische Notenbank* verringerte ihren Leitzins seit Jahresanfang 2004 in sechs Schritten um insgesamt 150 Basispunkte auf zuletzt 4,5%, vor allem um den Aufwertungsdruck auf die Währung zu dämpfen. In *Rumänien* kam es aus demselben Grund zwischen Juli und Anfang Oktober 2004 in vier Schritten zu Zinssenkungen im Ausmaß von 250 Basispunkten auf zuletzt 18,75%. Die Festigung des ungarischen Forint war mit ein Grund für die Leitzinssenkungen der

ungarischen Notenbank um insgesamt 150 Basispunkte zwischen März und September 2004 auf zuletzt weiterhin relativ hohe 11,0%. Die *kroatische Notenbank* dagegen führte als Antwort auf die steigenden Auslandsschulden Mitte Juli 2004 eine Verpflichtung zur unverzinsten Fremdwährungseinlage für die Banken ein, die sich auf Basis des Anstiegs der Netto-Auslandsverbindlichkeiten im Vergleich zu Juni 2004 berechnet. Vor dem Beitritt zum WKM II gab es in *Slowenien* zwischen Jänner und Juni 2004 Zinssenkungen um 200 Basispunkte, die zum Teil durch einen Rückgang der Inflation und zum Teil durch die Absicht, die Zinsdifferenz zum Euroraum zu verringern, motiviert waren. Ende September 2004 betrug die Differenz zwischen dem Drei-Monats-Interbankensatz in Slowenien und dem Euroraum 195 Basispunkte, verglichen mit 400 Basispunkten zu Jahresbeginn.

Die nominelle Aufwertung der meisten zentral- und osteuropäischen Währungen während der ersten neun Monate des Jahres 2004 fiel mit Ausnahme der Slowakei, Rumäniens und Russlands mit einer Beschleunigung der Inflation zusammen. Dies führte zu einer teilweise beachtlichen realen Aufwertung gegenüber dem Euro auf Basis von Verbraucherpreisen seit Dezember 2003. Der nominelle Rückgang bzw. das sehr mäßige nominelle Wachstum der Lohnstückkosten in der Industrie dämpften jedoch die negative Wirkung der realen Aufwertung auf die Wettbewerbsfähigkeit in den meisten Ländern mit Ausnahme Rumäniens.

Insgesamt stellen die teilweise hohen Leistungsbilanzdefizite und deren Finanzierung durch die Aufnahme von Auslandsschulden ein gewisses Risiko für die betreffenden

Währungen über die kommenden Monate dar. Markante Wechselkursbewegungen sind für die österreichischen Banken sowohl im Hinblick auf die Umrechnung der Ergebnisbeiträge der Tochterbanken in Euro als auch hinsichtlich des mit den ausstehenden Fremdwährungsforderungen verbundenen Kreditrisikos relevant (siehe auch den vorangegangenen Abschnitt „Kapitalströme in die Emerging Markets“ und den nachfolgenden Abschnitt „Der Bankensektor in Zentral- und Osteuropa“). Bis zu einer Verbesserung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und der Rückgewinnung des Marktvertrauens in die Fiskalpolitik dürfte die hohe gebotene Zinsprämie maßgeblich für die Stabilität bzw. Aufwertung des ungarischen Forint bleiben. In Kroatien verbessert zwar die Verlangsamung des Kreditwachstums den mittelfristigen Zahlungsbilanzausblick. Die Maßnahmen zur Eindämmung des Anstiegs der Auslandsschulden könnten jedoch zu einem temporären Abwertungsdruck führen.

Höhere Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung gegenüber dem Euroraum

Die Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber den Euro-Benchmarkanleihen vergrößerten sich während der ersten neun Monate des Jahres 2004 in der *Tschechischen Republik*, in *Ungarn* und in *Polen* um bis zu 80 Basispunkte. Die Renditeabstände *slowakischer* Staatsanleihen hingegen verhielten sich während dieses Zeitraums weitgehend stabil. Somit stand die Entwicklung der Renditeabstände gegenüber dem Euroraum im Gegensatz zur Erholung der betreffenden Währungen gegenüber dem Euro. Inzwischen machen jedoch die gestie-

genen Renditeabstände Veranlagungen in diesen Währungen attraktiver und erhöhen den Aufwertungsdruck.

Der Anstieg der Inflation und der Inflationsdifferenz gegenüber dem Euroraum in der *Tschechischen Republik*, in *Ungarn* und in *Polen* während des ersten Halbjahres 2004 dürfte die Renditedifferenzen beeinflusst haben. Da die Beschleunigung der *tschechischen* und der *ungarischen* Teuerungsrate jedoch in mehreren Monaten unter den Erwartungen der Marktteilnehmer lag und es zeitweise zu einer leichten Abnahme der mittelfristigen Inflationserwartungen kam, ließen die Renditeabstände im Zeitraum März/April 2004 ebenfalls etwas nach. In *Polen* hingegen, wo der Inflationsverlauf nach dem EU-Beitritt die Erwartungen deutlich übertraf und die robuste wirtschaftliche Erholung die Inflationserwartungen anheizte, war der Anstieg der Renditeabstände bis Ende Mai 2004 kontinuierlich.

In der *Tschechischen Republik* und in *Polen* wirkten die Zinserhöhungen der jeweiligen Notenbank in Reaktion auf die steigende Inflationsrate kurzfristig ebenfalls erhöhend auf die Renditeabstände. Mit dem Erreichen der Inflationsspitze im Sommer in *Polen*, in der *Tschechischen Republik* sowie in *Ungarn* und mit den Erwartungen von nachlassenden Inflationsraten über die kommenden Monate sollte sich der negative Einfluss dieses Faktors auf die Renditeabstände zurückbilden.

Die Fiskalpolitik blieb ein weiterer wesentlicher Einflussfaktor für die Anleihemärkte. Dies traf vor allem auf *Ungarn* zu, wo sich der mittelfristige Ausblick für die Budgetentwicklung erneut verschlechterte (erst im Mai 2004 und dann erneut im September) und damit zu dem seit

Mai 2004 beobachteten Wiederanstieg der Renditeabstände beitrug. In *Polen* lässt die bisherige Budgetentwicklung für das Gesamtjahr 2004 eine geringere als ursprünglich erwartete Defizitausweitung gegenüber dem Jahr 2003 möglich erscheinen, was sich auch positiv auf die Entwicklung der Renditeabstände seit Mitte August 2004 ausgewirkt haben dürfte. In der *Tschechischen Republik* brachte das Konvergenzprogramm vom Mai 2004 eine geringfügige Revision des Defizitziels für das Jahr 2004 nach unten und damit eine noch stärkere Defizitverringern im Vergleich zum Jahr 2003. Die Ablöse von Premier Spidla Ende Juni 2004 nach parteiinternen Meinungsverschiedenheiten über die Wirtschaftspolitik brachte jedoch eine gewisse Unsicherheit über den mittelfristigen Budgetverlauf, was einen ungünstigen Hintergrund für den Anleihemarkt darstellte. Die mittelfristigen Fiskalpläne

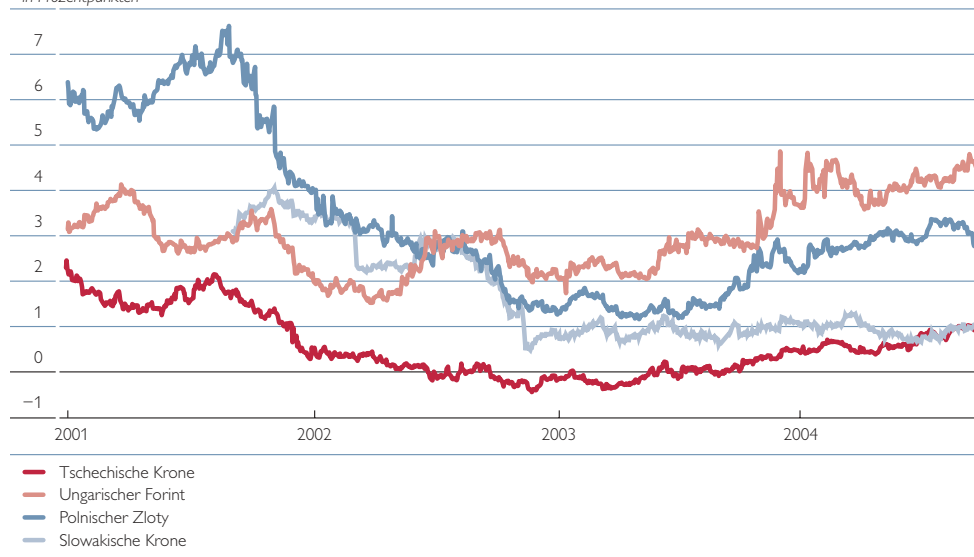
der slowakischen Regierung erfuhren keine wesentlichen Modifizierungen im bisherigen Jahresverlauf. Auch dürfte die einschneidende Steuerreform, die Anfang Jänner 2004 in Kraft trat, nicht zur befürchteten Verschlechterung des Staatshaushalts geführt haben.

Parlamentswahlen im Jahr 2005 (*Polen*) und im Jahr 2006 (*Tschechische Republik, Ungarn, Slowakei*) stellen einen Unsicherheitsfaktor für die mittelfristigen Budgetentwicklungen dar, der über das kommende Jahr bei den Renditeentwicklungen schlagend werden könnte. In allen vier Ländern weisen die Regierungsparteien enttäuschende Umfrageergebnisse auf, die einen weniger strikten Budgetvollzug vor den Parlamentswahlen zur Folge haben könnten, als es die Konvergenzprogramme vom Mai 2004 vorsehen. Dies könnte wiederum die Markterwartungen über das Euro-Einführungsdatum in den vier Ländern

Grafik 3

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

in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg

weiter in die Zukunft verschoben. Von Jahresbeginn bis August 2004 verschob sich das auf dem Markt gemäß vierteljährlicher Reuters-Umfrage erwartete Euro-Einführungsdatum für *Polen* und *Ungarn* von 2009 auf 2010. Für die *Tschechische Republik* wird ebenfalls 2010 erwartet, für die Slowakei jedoch bereits 2009.

Budgetsorgen waren es auch, die zur Herabstufung der Ratings für Lokalwährungsverbindlichkeiten *Polens* (im Mai 2004 durch Fitch Ratings von A+ auf A) und der *Tschechischen Republik* (im September 2004 durch Standard&Poor's von A+ auf A) führten. Auch *Ungarn* erhielt im September 2004 eine Warnung von Standard&Poor's, dass eine Verschlechterung der Budgetsituation eine Herabsetzung des Ratings für Lokalwährungsverbindlichkeiten (derzeit bei A) zur Folge hätte. Während dieselbe Agentur *Polen* im April 2004 noch vor einer möglichen weiteren Herabsetzung des Ratings (seit November 2003 A– mit negativem Ausblick) warnte, verbesserte sie im September 2004 den Ausblick von negativ auf stabil, mit dem Hinweis auf eine geringfügige Verbesserung der fiskalischen Performance gegenüber vorherigen Erwartungen.

Der Bankensektor in Zentral- und Osteuropa⁵

Hohes Kreditwachstum bei verbesserter Portfolioqualität und steigendem Fremdwährungsanteil

Das *ökonomische Umfeld* für das Bankgeschäft in Zentral- und Osteuropa

verbesserte sich während der ersten neun Monate 2004. Das Wirtschaftswachstum beschleunigte sich in allen hier untersuchten acht Ländern mit Ausnahme Kroatiens, was zum Teil einem verbesserten Investitionswachstum zu verdanken war. Mit Ausnahme von Kroatien und Polen beschleunigte sich das inflationsbereinigte Wachstum der Kredite an den privaten Sektor im Sog des wirtschaftlichen Aufschwungs (Slowakei, Slowenien und Tschechische Republik) oder verharrte auf sehr hohem Niveau (Ungarn, Bulgarien, Rumänien). In Polen blieb das Kreditwachstum trotz der wirtschaftlichen Belebung schwach, vor allem weil die Unternehmen entweder Investitionen aufschoben (bei importintensiven Investitionen auch bedingt durch die starken Wechselkursschwankungen) oder aus Eigenmitteln finanzierten, während die Kreditnachfrage der Haushalte stark blieb. In Kroatien bewirkten die Anfang 2003 gesetzten geldpolitischen Maßnahmen zur Eindämmung des Kreditwachstums ein deutliches Nachlassen der Kreditdynamik.

Trotz der Ausweitung des Kreditvolumens verringerte sich der *Anteil notleidender Forderungen*⁶ am Gesamtforderungsbestand im Lauf des Jahres 2003 bzw. im ersten Halbjahr 2004 in den meisten Ländern weiter. Generell dürften die Verbesserung des Risikomanagements und die Bereinigung der Bankbilanzen (Abschreibung oder Herauslösung von schlechten Forderungen im Rahmen von Bankenkonsolidierungen) während der letzten

⁵ In diesem Kapitel wird die Entwicklung des gesamten Bankensektors in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen, der Slowakei, Slowenien, Bulgarien, Kroatien und – aufgrund der Datenlage mit Einschränkungen – Rumänien untersucht, während im Kapitel „Österreichische Finanzintermediäre“ die Entwicklung der in diesen Ländern etablierten Tochterbanken des österreichischen Bankensektors analysiert wird.

⁶ Notleidende Forderungen sind definiert als Substandard-, zweifelhafte und uneinbringliche Forderungen. Unterschiede in den nationalen Klassifizierungsvorschriften und in der Breite der in die Klassifizierung einbezogenen Forderungen machen einen länderübergreifenden Vergleich nicht sinnvoll.

Jahre zur Verbesserung der Portfolioqualität beigetragen haben. Ungarn bildete zuletzt eine Ausnahme von diesem Trend, da der Anteil notleidender Forderungen im ersten Halbjahr 2004 leicht anstieg. Dies war auf eine schlechtere Einstufung der Forderungen an den Unternehmenssektor sowie der Auslandsforderungen zurückzuführen. In Polen spielten regulatorische Änderungen, die zu Jahresbeginn 2004 in Kraft traten und eine Lockerung der zuvor besonders strengen Einstufungsvorschriften und der Vorschriften zur Bildung von Wertberichtigungen sowie eine stärkere Berücksichtigung von Garantien bei der Klassifizierung bewirkten, eine wesentliche Rolle bei der Verringerung des Anteils von notleidenden Forderungen. Die Verbesserung der finanziellen Lage vieler Unternehmen aufgrund des stärkeren Wirtschaftswachstums und der stark gesunkenen Realzinsen ist ein weiterer wesentlicher Erklärungsfaktor.

Wenngleich die zentral- und ost-europäischen Banken geringe offene Fremdwährungspositionen haben,⁷ stellt der relativ hohe Anteil von Fremdwährungskrediten an inländische Unternehmen und Haushalte (exklusive öffentlicher Haushalte und Banken) ein Kreditrisiko dar. Grund dafür ist, dass die Haushalte und ein Teil der Unternehmen nicht über ausreichende Absicherungsinstrumente gegen eine Abschwächung der Lokalwährung gegenüber der Kreditwährung verfügen. Der Anteil an Fremdwährungskrediten (in Prozent aller an inländische Unternehmen und Haushalte

vergebenen Kredite) war im Juli 2004 in Rumänien (59,6%) und Bulgarien (46,9%) am höchsten, aber auch in Ungarn (36,2%), Slowenien (30,9%) und Polen (26,9%) nicht unbeträchtlich. Kroatien wies den geringsten Anteil (9,6%) an Fremdwährungskrediten auf. Vor allem in Kroatien, aber auch in Slowenien liegt das gesamte wechsellkursbezogene Kreditrisiko jedoch höher, weil ein Teil der auf Landeswährung lautenden Kredite (in Kroatien etwa ein Drittel) an die Wechselkursentwicklung gebunden ist. Während der ersten sieben Monate des Jahres 2004 stieg der Fremdwährungskreditanteil in Rumänien (+4,2 Prozentpunkte), der Slowakei (+4,1 Prozentpunkte), Slowenien (+3,8 Prozentpunkte), Bulgarien (+3,6 Prozentpunkte) und Ungarn (+2,5 Prozentpunkte) weiter an. In der Tschechischen Republik (-0,6 Prozentpunkte) und in Polen (-4,7 Prozentpunkte) war er hingegen fallend, was jedoch zum Teil auch einen statistischen Bewertungseffekt widerspiegelt.

Zu den wichtigsten länderübergreifenden Einflussfaktoren für den Bankensektor zählt seit Jahresbeginn 2004 die Verringerung der Körperschaftsteuersätze in Polen, der Slowakei, der Tschechischen Republik und Ungarn, die sich positiv auf die Entwicklung der Nettogewinne der Banken auswirken sollte. In der Tschechischen Republik wird Anfang 2005 die zweite Stufe einer dreistufigen Senkung des Körperschaftsteuersatzes in Kraft treten. In Ungarn hingegen wird die Steuerlast für Finanzinstitute in den

⁷ Offizielle Daten über bilanzielle und außerbilanzielle offene Fremdwährungspositionen zeigen für bulgarische, kroatische, polnische, tschechische und ungarische Banken geringe offene Positionen (mit Ausnahme Kroatiens weniger als 1% der Bilanzsumme, in Kroatien eine Long-Position von etwa 1,6% der Bilanzsumme). Slowakische Banken hatten eine bilanzielle Netto-Short-Position von etwa 2% im März 2004, slowenische Banken eine bilanzielle Netto-Short-Position von 1,3% zum Jahresende 2003.

Eigenkapitalrenditen		2001	2002	2003	Q1 03	H1 03	Q1 04	H1 04
		in %						
Nominelle Eigenkapitalrendite								
Bulgarien		18,9	14,6	14,8	24,0	20,8	18,9	18,5
Kroatien		6,6	13,7	14,5	18,8	17,9	..	..
Polen		12,1	5,8	6,2	11,2	9,9	17,1	17,1
Slowakische Republik		21,3	30,1	28,1	32,9	30,9	29,2	33,7
Slowenien		4,8	13,3	12,6	..	14,0	..	14,8
Tschechische Republik		16,6	27,4	23,4	24,4	22,7	21,5	22,5
Ungarn		16,0	16,1	18,7	22,1	21,9	23,1	25,9
Reale Eigenkapitalrendite								
Bulgarien		10,7	8,3	12,2	23,2	19,8	11,8	11,1
Kroatien		1,5	11,8	12,5	16,7	15,9	..	..
Polen		6,5	3,8	5,5	10,7	9,5	15,0	14,1
Slowakische Republik		13,1	25,7	18,1	23,6	21,6	19,4	23,7
Slowenien		-3,5	5,4	6,5	..	7,4	..	10,7
Tschechische Republik		11,6	25,6	23,5	25,1	23,2	19,1	19,9
Ungarn		6,3	10,4	13,4	16,6	16,9	15,2	17,5

Quelle: Nationale Zentralbanken.

Anmerkung: Slowenien auf Basis Vorsteuergewinn, alle anderen auf Basis Nachsteuergewinn. Unterjährige Daten sind linear annualisiert. Nominelle Rendite bereinigt um den periodendurchschnittlichen Anstieg der Verbraucherpreise.

Jahren 2005 und 2006 temporär erhöht. Ein weiterer gemeinsamer Faktor, die *Liberalisierung des Dienstleistungssektors* (und das Prinzip der EU-weiten Banklizenz), bedeutet für die Banken der neuen EU-Mitgliedstaaten ebenso ein Risiko (Verschärfung der Konkurrenzverhältnisse auf dem Heimmarkt) wie auch eine Chance (Anbieten von Dienstleistungen in anderen EU-Mitgliedstaaten).

Großteils stabile Ertragslage

Slowakische Banken konnten ihre Eigenkapitalrendite im ersten Halbjahr 2004 weiter verbessern. Die Zunahme der Betriebserträge profitierte vor allem von deutlich höheren Nichtzinserträgen, während sich gleichzeitig die Aufwand-Ertrag-Relation leicht verbesserte. Auch die Auflösung von Wertberichtigungen wirkte etwas stärker gewinnerhöhend als im ersten Halbjahr 2003.

Die Steigerung der Rentabilität *ungarischer Banken* im ersten Halbjahr 2004 war vor allem der Ausweitung des Kreditvolumens bei hohen Zinsmargen zu verdanken. Vor allem das

Nichtzinsergebnis (insbesondere das Provisionsergebnis) verbesserte sich, aber auch der Nettozinsertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) war höher als vor einem Jahr. Ebenfalls gewinnerhöhend wirkte der spürbare Rückgang der Aufwand-Ertrag-Relation. Auf der anderen Seite schmälerte die Verdoppelung des Wertberichtigungsaufwands die Gesamterträge deutlich stärker als im ersten Halbjahr 2003, was mit dem Anstieg des Anteils notleidender Forderungen in Zusammenhang stehen dürfte.

Tschechische Banken verzeichneten trotz des starken nominellen Wachstums des Nettogewinns eine gegenüber dem ersten Halbjahr 2003 leicht geringere nominelle Eigenkapitalrendite. Grund dafür war das noch stärkere Wachstum des Eigenkapitals. Die Verbesserung der laufenden Betriebserträge (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) beruhte vor allem auf einer Erhöhung der Nettozinserträge. Gleichzeitig stiegen die betrieblichen Aufwendungen etwas langsamer als die Betriebserträge,

und auch der Aufwand für Wertberichtigungen (einschließlich sowohl der Abschreibungen von Forderungen als auch der Kosten von Forderungsübertragungen) fiel niedriger aus als im ersten Halbjahr 2003.

Polnische Banken konnten ihre nominelle Eigenkapitalrendite im ersten Halbjahr 2004 gegenüber der Vorjahresperiode deutlich verbessern. Dies stammte erstens von der Steigerung der Nettozinserträge, die wiederum durch die Verringerung des Zinsaufwands an nichtfinanzielle Unternehmen und Haushalte, die Verringerung der Mindestreservepflicht seit Oktober 2003 und die Verzinsung von Mindestreserven seit Mai 2004 begünstigt wurde. Zweitens verbesserte sich auch die Aufwand-Ertrag-Relation leicht. Darüber hinaus wurden drittens die Vorschriften be-

züglich der Wertberichtigungen gelockert, was – zusammen mit der verbesserten Konjunkturlage – zu einem deutlichen Rückgang des Wertberichtigungsaufwands im Jahresvergleich führte.

Slowenische Banken verzeichneten im ersten Halbjahr 2004 einen leichten Anstieg der nominellen Eigenkapitalrendite gegenüber dem ersten Halbjahr 2003. Bei den Betriebserträgen (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) setzte sich nach vorläufigen Informationen die seit längerem anhaltende Verschlechterung der Nettozinserträge fort. Dies wurde jedoch durch Zuwächse bei den Nichtzinserträgen kompensiert, sodass der laufende Betriebsertrag (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) gegenüber der Vergleichsperiode in etwa unverändert blieb. Die deutliche Ver-

Tabelle 6

Entwicklung der Erfolgskomponenten

	2001	2002	2003	Q1 03	H1 03	Q1 04	H1 04
<i>in % des jahresdurchschnittlichen Bestands an Bankaktiva</i>							
Nettozinsertrag							
Bulgarien	4,2	3,9	4,7	4,4	4,6	4,7	4,9
Kroatien	3,6	3,3	3,4	..	3,4	..	..
Polen	3,7	3,4	3,1	3,1	3,1	3,12	3,2
Slowakische Republik	2,5	2,7	2,9	2,2	2,9	2,9	..
Slowenien	3,6	3,7	3,2	..	3,4	..	..
Tschechische Republik	2,5	2,4	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
Ungarn	4,2	4,3	4,0	3,8	3,9	4,1	4,0
<i>in % des laufenden Betriebsertrags</i>							
Laufender Betriebsaufwand							
Bulgarien	64,1	63,5	63,0	61,1	60,7	54,6	55,4
Kroatien	65,6	59,3	57,3	..	54,5	..	..
Polen	62,4	63,5	68,6	65,5	66,4	65,3	64,8
Slowakische Republik	65,7	57,9	64,6	56,7	58,9	55,0	56,6
Slowenien	65,2	59,7	62,5	..	63,1	..	57,8
Tschechische Republik	53,4	51,4	52,6	49,0	49,4	48,6	48,9
Ungarn	66,7	64,7	60,1	56,3	57,6	50,2	49,8
Nettoänderung an Wertberichtigungen							
Bulgarien	-8,7	1,3	3,7	-19,3	-9,0	4,6	6,2
Kroatien	13,7	6,6	7,0	..	8,6	..	..
Polen	18,9	22,9	15,1	11,9	11,2	2,9	7,1
Slowakische Republik	-33,4	-9,8	-12,5	-5,1	-13,1	-23,0	-14,2
Slowenien	25,9	19,8	16,4	..	12,9	..	17,1
Tschechische Republik	22,8	9,3	0,8	18,6	16,1	13,5	11,1
Ungarn	4,3	4,7	5,5	4,5	4,3	11,1	8,6

Quelle: Nationale Zentralbanken.

Anmerkung: Daten zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Unterjährige Daten sind linear annualisiert.

ringerung der Aufwand-Ertrag-Relation trug zum besseren Halbjahresergebnis bei, während der Wertberichtigungsaufwand (in Prozent des laufenden Betriebsertrags) etwas höher als im ersten Halbjahr 2003 ausfiel.

Die nominelle Eigenkapitalrendite von *bulgarischen Banken* lag im ersten Halbjahr 2004 unter dem Wert des ersten Halbjahres 2003. Diese Verschlechterung ist darauf zurückzuführen, dass im ersten Halbjahr 2003 Wertberichtigungen netto gewinnerhöhend aufgelöst wurden, während sich im ersten Halbjahr 2004 ein Nettoaufwand an Wertberichtigungen ergab. Hingegen verzeichneten die laufenden Betriebserträge (in Prozent der durchschnittlichen Aktiva) eine Verbesserung, was vor allem vom Anwachsen der (Netto-)Zinserträge stammte. Diese Entwicklung wurde durch die starke Expansion der Kredite sowie der Erhöhung der Nettoszinsspanne begünstigt. Darüber hinaus

nahmen auch die Nicht-Zinserträge im Jahresvergleich stark zu. Da der Betriebsaufwand langsamer als der Betriebsertrag zunahm, konnte überdies die Aufwand-Ertrag-Relation deutlich verbessert werden.

Eine Verbesserung des Nettozinsetrags und der Aufwand-Ertrag-Relation verhalf *kroatischen Banken* zu einer höheren nominellen Eigenkapitalrendite im Jahr 2003.⁸ Die nachlassende Kreditdynamik im Verlauf des Jahres 2003 sowie das schlechtere Ergebnis im Nichtzinsgeschäft – selbst zu laufenden Preisen – und der leichte Anstieg des Wertberichtigungsaufwands (in Prozent des laufenden Betriebsertrags) dämpften jedoch den Anstieg der Eigenkapitalrendite. Die seit Jahresbeginn 2004 weiter abnehmenden Kreditwachstumsraten, gepaart mit der Verschärfung der Geldpolitik seit Juli 2004, könnten sich negativ auf die Ertragslage der Banken im Jahr 2004 auswirken.

⁸ Für das erste Halbjahr 2004 liegen noch keine Daten vor.