

## Internationales Umfeld mit zunehmenden Abwärtsrisiken

### **Erdölpreis bedingt verlangsamtes Wirtschaftswachstum und höhere Inflation in vielen Industrieländern**

Das Wirtschaftswachstum in der OECD betrug im Jahr 2004 3,4%, ein im langjährigen Durchschnitt relativ hoher Wert. Seit Mitte 2004 setzte eine Verlangsamung auf einen weniger steilen Wachstumspfad ein. Wesentliche Ursache dieser Verlangsamung waren die gestiegenen Preise von Rohöl und Rohölprodukten, wobei nach wie vor günstige Finanzierungsbedingungen sowie relativ hohe Budgetdefizite unterstützend wirkten. Der Erdölpreis hat sich seit Anfang 2004 in etwa verdoppelt und übertraf damit wiederholt die in den Wirtschaftsprognosen angenommene Entwicklung. Die meisten aktuellen Prognosen nehmen einen auch in den nächsten Jahren anhaltend hohen Erdölpreis an; die Spanne der Prognosen von Consensus Forecasts für Ende 2006 liegt derzeit bei 45 USD bis 75 USD. Die Inflationsraten erhöhten sich erdölpreisbedingt in vielen Ländern, wobei die Kerninflation bislang moderat geblieben ist. Offenbar haben verschiedene Faktoren wie z.B. der verstärkte internationale Wettbewerb auf den Arbeits- und Gütermärkten sowie bestehende Überkapazitäten und hohe Gewinnmargen einen Teil

des erdölpreisbedingten Preisdrucks bislang abgefangen. Für die Jahre 2005 und 2006 geht der Internationale Währungsfonds (IWF) in seiner aktuellen Prognose von einer weiterhin guten weltwirtschaftlichen Entwicklung aus, mit Wachstumsraten in der Nähe der langjährigen Durchschnitte sowie moderater Inflation. Die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems gegen Schocks ist nach Einschätzung des IWF vor allem aufgrund der in der jüngeren Vergangenheit guten Gewinnlage der Finanzintermediäre sowie der Unternehmen für die nähere Zukunft hoch.

Die Risiken für den nach wie vor positiven Ausblick für das Wachstum sind allerdings überwiegend nach unten gerichtet, während die Risiken für die Inflation aufgrund von möglichen Zweitrundeneffekten des hohen Erdölpreises nach oben gerichtet sind. Zu den Abwärtsrisiken für das Wachstum zählen neben den Effekten des höheren Erdölpreises eine ungeordnete Korrektur des allgemein als zu hoch eingeschätzten Leistungsbilanzdefizits der USA sowie ein rascher und deutlicher Anstieg der in Renditen langfristiger Anleihen enthaltenen Laufzeit- und Inflationsrisikoprämien mit negativen Effekten auf die in etlichen Ländern stark gestiegenen Preise von Immobilien.

Tabelle 1

### Wirtschaftsprognosen des IWF von April und September 2005

in %

	BIP-Wachstum				Inflationsrate			
	April 2005	Sep. 2005	April 2005	Sep. 2005	April 2005	Sep. 2005	April 2005	Sep. 2005
	2005		2006		2005		2006	
USA	3,6	3,5	3,6	3,3	2,7	3,1	2,4	2,8
EU-12	1,6	1,2	2,3	1,8	1,9	2,1	1,7	1,8
Japan	0,8	2,0	1,9	2,0	-0,2	-0,4	..	-0,1

Quelle: World Economic Outlook, IWF.

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Veränderung der wirtschaftlichen Aussichten für die USA, den Euroraum sowie für Japan.

**Stabile Anleihemärkte, Kurszuwächse europäischer und japanischer Aktien, robuster US-Dollar**

Auf den *Geldmärkten* kam es seit Anfang Mai 2005 zu weiteren drei Leitzinsanhebungen der US-amerikanischen Notenbank um kumuliert 75 Basispunkte auf 3,75%, während die Leitzinsen im Euroraum und in Japan weiter konstant bei 2% bzw. 0% gehalten wurden. Die US-amerikanische Notenbank stellte angesichts der Notwendigkeit zur Sicherung der Preisstabilität und der nach wie vor unterstützenden Natur der geldpolitischen Ausrichtung weitere maßvolle Zinsanhebungen in Aussicht. Bezüglich der Geldpolitik in Japan wurde die Möglichkeit einer Rücknahme der Politik quantitativer geldpolitischer Lockerung aufgrund der gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer nachhaltigen Rückkehr zu positiven Kerninflationraten auf den Märkten verstärkt diskutiert. Der EZB-Rat betonte im Zeitraum von Mai bis Oktober 2005 die Notwendigkeit zur Wachsamkeit angesichts der bestehenden Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität im Euroraum. Die Zinssätze für Laufzeiten bis zwölf Monate stiegen in den USA gemeinsam mit den Leitzinsen weiter an, wobei die Naturkatastrophen im Süden der USA zu temporären Rückgängen führten. Im Euroraum verringerten sich die Geldmarktsätze bis Juni 2005 aufgrund von Erwartungen der Verschiebung einer Leitzinsanhebung in die Zukunft bzw. der Möglichkeit einer weiteren Leitzinssenkung. Von Juni bis Oktober 2005 stiegen sie wieder um rund 20 Basispunkte an. Auch in Japan begannen die 12-Monats-Zins-

sätze ab Juni 2005 zu steigen, was die Erwartung von in der Zukunft ansteigenden Leitzinsen reflektieren könnte. Die impliziten Volatilitäten von Optionen auf in Euro und US-Dollar denominierte Geldmarkt-Futures sind von Mai bis Juni 2005 weiter gefallen und haben sich seither auf niedrigem Niveau stabilisiert. Dies deutet auf eine relativ geringe Unsicherheit auf den Märkten bezüglich künftiger Leitzinsniveaus hin. Ein hohes Maß an Sicherheit über künftige kurzfristige Zinsniveaus trägt tendenziell zu niedrigeren langfristigen Zinsen bei.

Auf den *Staatsanleihemärkten* in den USA verflachte sich die Zinsstruktur von Mai bis Oktober 2005 aufgrund des am kurzen Ende deutlicheren Zinsanstiegs weiter. Im Euroraum kam es aufgrund gleichzeitig steigender kurzfristiger und fallender langfristiger Zinsen zu einer leichten Drehung der Zinsstruktur, wobei die Zinsstruktur nach wie vor einen ansteigenden Verlauf aufweist. Das Niveau der langfristigen Zinsen in diesen beiden Wirtschaftsräumen ist nach wie vor im langfristigen Vergleich niedrig, wobei dies vor allem für den Euroraum auch durch eine Abwärtsrevision der Erwartungen der Anleihemärkte für das langfristige Wachstum erklärt werden kann. In Japan kam es zu Zinsanstiegen vor allem bei den mittleren, aber auch den langen Laufzeiten, wodurch die Zinsstruktur steiler wurde und ihre negative Konvexität einbüßte. Dies dürfte in Zusammenhang mit verstärkten Erwartungen einer Beendigung der Politik der quantitativen Lockerung stehen. Die aus inflationsindexierten Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit gewonnenen Inflationsrisikoprämien sind in den USA und im Euroraum seit Juli 2005 wieder leicht angestiegen. Hierfür dürfte der weiter gestiegene Erdölpreis verantwortlich sein, der

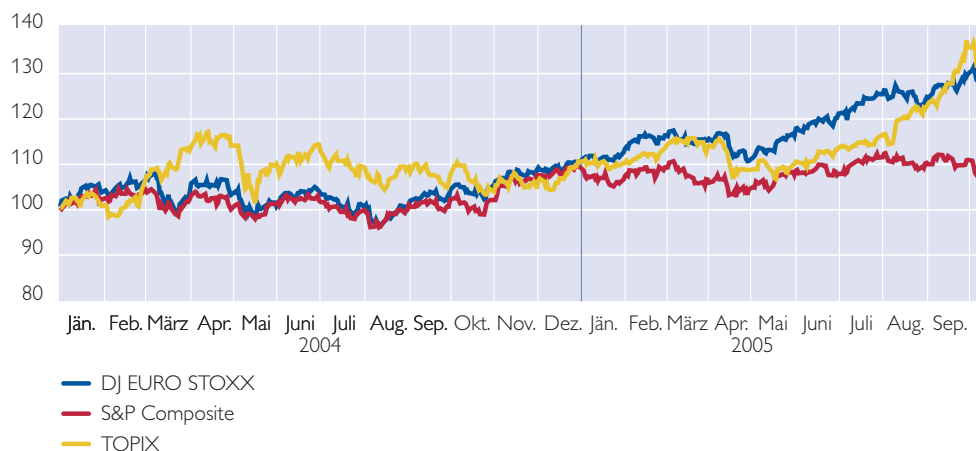
zumindest einen temporären Effekt auf die Inflationsraten hat. Insgesamt scheinen die Inflationserwartungen auf den Anleihemärkten in den USA und im Euroraum nach wie vor gut im Ziel der Preisstabilität verankert. Die an den Renditen dieser Anleihen gemessenen langfristigen Realzinsen sind im Euroraum weiter gefallen, während sie in den USA leicht gestiegen sind. Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen verringerten sich nach den deutlichen Anstiegen von März bis Mai 2005 leicht und befinden sich derzeit auf einem im langfristigen Vergleich niedrigen Niveau. Dies dürfte nicht zuletzt auf die in der jüngeren Vergangenheit gute Gewinnlage der Unternehmen bei gleichzeitig geringerer Investitionsneigung zurückzuführen sein, wodurch sich die Verschuldungskennziffern verbessert haben. Auch eine hohe Bereitschaft zur Übernahme von Kreditrisiken zur Erreichung von Renditevorgaben („hunt for yields“) dürfte eine Rolle gespielt haben.

Auf den *Aktienmärkten* verzeichneten die Investoren in europäische und japanische Aktien von Mai bis Mitte Oktober 2005 erhebliche Kurszuwächse von rund 12% bzw. 20%, während das Kurswachstum in den USA mit rund 3% deutlich geringer ausfiel. Aktien von im Erdöl- und Erdgasgeschäft tätigen Firmen konnten überdurchschnittlich zulegen. Die positive Entwicklung der japanischen Aktienindizes kann u.a. durch den verbesserten Wirtschaftsausblick sowie möglicherweise auch durch den Ausgang der Parlamentswahlen erklärt werden, während im Euroraum stärker die gute Gewinnlage bzw. der positive Gewinnausblick wichtig gewesen sein dürfte. An den US-amerikanischen Börsen dürften die Naturkatastrophen im Süden der USA und hohe Preisanstiege für Erdöl und vor allem Mineralöl-Verarbeitungsprodukte die Stimmung der Investoren und damit das Kurswachstum gedämpft haben.

Grafik 1

### Aktienindizes in den USA, dem Euroraum und Japan

1. Jänner 2004 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Auf den *Devisenmärkten* verzeichnete der Euro von Mai bis Juni 2005 Kursverluste gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen, blieb aber gegenüber dem Schweizer Franken relativ stabil. Während die Kursverluste des Euro gegenüber dem japanischen Yen wieder aufgeholt werden konnten, erfolgte gegenüber dem US-Dollar nur eine temporäre Korrektur der vergangenen Verluste, nach der sich der Kurs wieder abschwächte und sich bis Mitte Oktober 2005 bei etwas über 1,20 USD/EUR stabilisierte. Eine wesentliche Ursache für die Festigung des US-Dollar seit Mai 2005 dürfte der gestiegene Renditevorteil von Veranlagungen auf US-Dollar lautender Finanztitel sein. Die Ablehnung des Verfassungsvertrags in den Referenden in Frankreich und den Niederlanden dürfte den Euro zumindest temporär geschwächt haben. Die ansatzweise Flexibilisierung des chinesischen Währungsregimes im Juli 2005 hatte keinen merklichen Einfluss auf die Währungsrelationen zwischen Euro, US-Dollar und japanischem Yen bzw. dem Schweizer Franken.

### **Nettokapitalzuflüsse in Emerging Markets 2005: Deutlicher Rückgang**

#### **Robustes, aber leicht abgeschwächtes Wirtschaftswachstum 2005 und 2006**

Das diesjährige Wirtschaftswachstum in den *aufstrebenden Volkswirtschaften* (*Emerging Market Economies – EMEs*) dürfte mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 6½ % in allen Regionen unter dem Rekordwachstum des Vorjahres (7,3%) liegen. Die weitgehend unveränderte aggregierte Wachstumsprognose verdeckt aber substantielle Änderungen in regionalen und individuellen Prognosen, in denen sich der Einfluss der Preisänderungen von Erdöl und anderen Rohstoffen, die

Risiken der globalen Produktion und des Handels sowie länderspezifische Faktoren widerspiegeln. Auch im Jahr 2006 bleiben die konjunkturellen Aussichten für die EMEs robust, der IWF hat das reale BIP-Wachstum leicht auf 6,1% bei einem deutlich stärkeren Preisauftrieb hinaufrevidiert. Die bedeutsamsten Risiken für die Konjunktur in den EMEs stellen ein hoher und volatiler Erdölpreis, ein rascher und deutlicher Anstieg des historisch nach wie vor niedrigen langfristigen Zinsniveaus in den Industrieländern sowie deren wachsender Protektionismus, zuletzt bei den Textilimporten aus China, dar. Der IWF mahnt fiskalische Anstrengungen bei den EMEs ein, um deren derzeitige öffentliche Verschuldungsquote von 60% des BIP zu senken. Auch sollte die Verschuldungsstruktur verbessert werden. *Asiens* Wirtschaften haben ihr robustes Wachstumstempo im ersten Halbjahr 2005 fortgesetzt; sie bleiben weiterhin neben den USA der wichtigste globale Wachstumsmotor. Die Exporte weisen ein stabiles Wachstum auf, und von der Inlandsnachfrage gehen in den meisten großen Wirtschaften der Region kräftige Wachstumsimpulse aus. Gleichzeitig bleibt der Inflationsdruck moderat, da einige Länder bereits im Jahr 2004 begonnen haben, ihre Geldpolitik zu straffen. In China und in Indien geschah dies sowohl im Wege der Erhöhung der Mindestreserven für die Banken als auch durch Zinserhöhungen. Zuletzt verstärkte sich der Inflationsdruck in einigen Ländern aufgrund der Kürzung von Subventionen auf Treibstoffe. Chinas Wirtschaftswachstum sollte im Gesamtjahr 2005 trotz Dämpfungsversuchen (Aufwertung, Ausgabenbegrenzungen) nur geringfügig unter dem Vorjahreswert von 9,5% liegen, dürfte im Jahr 2006 aber infolge schwächerer

Exporte und Investitionen allmählich nachlassen. Zuletzt lag die Jahresinflationsrate in China bei nur 1,3% (August 2005). Auch in *Indien* bleiben die Wachstumsaussichten robust. Dank des Anstiegs der Inlandsnachfrage, insbesondere des privaten Konsums, bleiben die wirtschaftlichen Aussichten der Region günstig, wenngleich die hohen Erdölpreise ein erhebliches Risiko darstellen. Die starken externen Zuflüsse – die Reserven werden im Jahr 2005 aufgrund fortbestehender beachtlicher Leistungsbilanzüberschüsse und spekulativer Kapitalzuflüsse laut IWF weiter um knapp 300 Mrd USD auf nahezu 1.200 Mrd USD ansteigen, womit mehr als vier Fünftel der jährlichen Importe gedeckt werden können – werden in den meisten Ländern großteils kostenaufwändig sterilisiert; zusätzlich drohen Kapitalverluste, sollte der US-Dollar gegenüber diesen Währungen weiter nachgeben. In *Lateinamerika* setzt sich die rasche konjunkturelle Gangart in abgeschwächter Form fort, wobei die Expansion weiter von den Exporten getragen und der Inlandsnachfrage gestützt wird. Aufgrund der relativ größeren Auslandsverschuldung gilt für diese Region das oben angesprochene Risiko eines Anstiegs der langfristigen Zinsen in den Industrieländern in besonderem Maße. Im *Mittleren Osten* stützen die steigende Erdölproduktion und die steigenden Erdölpreise das Wirtschaftswachstum, begleitet von erheblichen Verbesserungen in der Leistungsbilanz und der fiskalischen Lage. Der Aufbau der Infrastruktur zur Stärkung des Nicht-Erdölsektors schreitet voran, doch ist eine umsichtige Fiskal- und Strukturpolitik erforderlich, um die gestiegenen Erdöleinnahmen effizient zu absorbieren. In der *Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS)* verlangsamte

sich das reale BIP-Wachstum im Jahr 2005. Zwar profitiert Russlands Wirtschaft vom hohen Erdölpreis, doch hat sich das Investitionsklima nicht zuletzt infolge stärkerer Staatsinterventionen (u.a. bei der Yukos-Affäre) und der starken Steueranhebung im Erdölsektor eingetrübt, sodass auch für das Jahr 2006 mit einer weiteren Abkühlung des realen BIP-Wachstums gerechnet wird. Das Wachstum in den EMEs in *Europa* bleibt robust, obwohl sich seit Mitte 2004 die Expansionsrate verlangsamt hat. Während sich in der *Türkei* das Wirtschaftswachstum parallel zu anhaltender Disinflation auf einen nachhaltigeren Pfad verlangsamt (2005 und 2006: jeweils 5%), steigt das Leistungsbilanzdefizit weiter auf über 5½ % des BIP. Der IWF unterstützt das Land mit massiver Finanzhilfe, um Strukturreformen voranzutreiben, allen voran jene des Bankensystems und der Sozialversicherung. Als weiterer Stabilitätsanker können die am 3. Oktober 2005 eröffneten EU-Beitrittsverhandlungen gewertet werden. In mehreren Ländern *Afrikas* werden nach Ansicht des IWF die Institutionen gestärkt und die Governance verbessert. Trotzdem sei die Unterstützung der internationalen Gemeinschaft notwendig, insbesondere in Form des Subventionsabbaus im globalen Agrarhandel sowie der Vergabe zusätzlicher Finanzhilfen. Regionsspezifische Risiken stellen der Preisverfall von Baumwolle und die schwache Wettbewerbsposition dar.

Während die *privaten Nettokapitalzuflüsse* in die EMEs im Jahr 2004 nach IWF-Betrachtung vom dynamischen Wachstum der Weltwirtschaft profitieren konnten, dürften sich diese 2005 insgesamt deutlich verlangsamen. Dabei nimmt jedoch die Position *FDI-Nettozuflüsse* praktisch in allen Regionen zu, nicht zuletzt wegen der von den

Akteuren als günstig eingeschätzten Ertragsaussichten in den EMEs bei grenzüberschreitenden Mergers & Acquisitions und der Teilnahme an Privatisierungen von Staatsbetrieben. Die FDI-Zuflüsse konzentrieren sich auf die Bereiche Erdöl und Erdgas, Telekommunikation und den Bankensektor. Die Steigerung der Nettozuflüsse an FDIs verdeckt jedoch, dass auch die FDI-Abflüsse aus EMEs – insbesondere jene aus Asien – ein rasches Wachstum aufweisen, zur Erschließung neuer Märkte und zur Sicherung der Versorgung mit Vorprodukten. Bei den Positionen der volatilen *Portfolioinvestitionen* sowie *Andere Flüsse* (*Banken, Handelskredite und Derivative*) hingegen wird es laut IWF zu deutlichen Abflüssen kommen, die den gesamten privaten Nettokapitalzufluss abschwächen. Verantwortlich dafür ist, dass in einigen Regionen Finanzie-

rungslücken in höherem Maße über lokale Kapitalmärkte geschlossen werden. Die Veranlagung der hohen Einnahmen seitens Erdöl exportierender Länder, das verstärkte Engagement Asiens (v.a. Chinas) in ausländischen Märkten sowie der vorzeitige Schuldentrückkauf durch Russland und Polen im Rahmen eines Umschuldungsabkommens mit dem Pariser Club tragen ebenfalls dazu bei. In regionaler Betrachtung bleibt *Asien* trotz deutlich geringerer Zuflüsse Hauptempfänger der Nettokapitalzuflüsse in EMEs. Neben den Wirtschaften des *Mittleren Ostens* sind nun auch die *GUS* Nettokapitalexporture – als Folge höherer Einnahmen aus der Ausfuhr von Erdöl und Erdgas sowie auch im Zusammenhang mit dem vorzeitigen Schuldentrückkauf durch Russland. Die anderen Regionen verzeichnen höhere Zuflüsse.

Tabelle 2

### Private Kapitalströme in Emerging Markets und Entwicklungsländer

laut IWF<sup>1)</sup>

in Mrd USD

	2002	2003	2004	2005 <sup>2)</sup>	2006 <sup>2)</sup>
<b>Nettokapitalfluss laut IWF</b>	68,2	158,2	232,0	132,9	53,8
<b>Nach Instrumenten</b>					
Direktinvestitionen	142,7	153,4	189,1	209,2	206,1
Portfolioinvestitionen	-87,6	-7,3	64,0	-28,6	-19,0
Andere Flüsse	13,0	12,1	-21,1	-47,7	-133,3
<b>Nach Regionen (Länder)</b>					
Lateinamerika (31)	0,4	18,5	9,9	15,2	8,5
Europa (13)	55,8	48,1	58,0	72,3	58,6
GUS (12)	-9,5	16,5	9,4	-10,3	0,4
Mittlerer Osten (14)	-2,8	2,4	7,5	-51,7	-66,2
Afrika (46)	3,4	10,7	14,2	22,7	18,3
Asien (15)	21,0	62,0	132,9	84,6	34,1
<b>Nachrichtlich</b>					
Leistungsbilanzsaldo	143,8	229,9	319,4	490,2	570,9
Währungsreserven <sup>3)</sup>	-185,7	-364,6	-517,4	-510,5	-506,8
davon: China	-75,7	-117,2	-206,3	-210,0	-160,0

Quelle: World Economic Outlook, IWF.

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

<sup>2)</sup> Prognose.

<sup>3)</sup> – = Anstieg.

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

Ende März 2005 entfielen von den gesamten Forderungspositionen des österreichischen Bankensektors gegenüber EMEs und Entwicklungsländern knapp 58% auf die zehn neuen EU-Mitgliedstaaten und unter Hinzuzählung von Zentral- und Osteuropa einschließlich der GUS über vier Fünftel.

Der österreichische Bankensektor belegte Ende März 2005 bei den Auslandsforderungen der internationalen Banken gegenüber Zentral- und Osteuropa und der Türkei auf Basis der neuen Datenaufbereitung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)<sup>1</sup> den fünften Platz; die Forderungen der österreichischen Tochterbanken und die Haftungszusagen österreichischer Muttergesellschaften an die Töchter in diesen Ländern sind nicht eingerechnet.

Tabelle 3

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

in % des BIP des Empfängerlandes

	Österreich	Deutschland	Italien	Frankreich	Niederlande	Schweden	Belgien	Vereinigtes Königreich	Europa <sup>2)</sup>	USA	Japan
<b>Zentral- und Osteuropa plus Türkei</b>	2,1	9,8	3,9	2,8	2,4	1,6	1,9	1,3	29,7	1,9	0,5
<b>EU-Mitgliedstaaten</b>											
<b>Zentraleuropas</b>											
Polen	1,6	13,8	7,1	1,3	5,0	0,8	3,7	0,4	40,5	3,3	0,9
Slowakische Republik	7,6	12,6	21,3	1,4	7,7	0,1	8,3	0,2	60,7	2,5	0,2
Slowenien	5,5	13,4	2,2	5,7	0,4	0,0	4,5	0,2	32,8	0,1	0,5
Tschechische Republik	4,5	11,6	1,9	18,4	3,4	0,0	2,8	..	45,3	2,4	0,3
Ungarn	5,6	27,3	8,4	2,8	2,7	0,1	9,3	0,7	59,1	2,5	0,8
<b>Rest Zentral- und Osteuropas</b>											
Bulgarien	2,0	10,6	6,4	2,3	2,0	0,1	0,3	0,5	33,6	1,6	0,2
Kroatien	10,2	20,5	45,1	0,7	0,6	0,0	0,6	0,8	79,7	0,8	1,0
Rumänien	1,4	5,3	1,9	4,3	4,4	0,3	0,1	0,3	22,4	1,3	0,1
Russland	0,4	4,0	0,2	0,8	0,9	0,1	0,1	..	8,5	1,0	0,3
<b>Türkei</b>	0,1	4,6	..	1,5	1,3	0,1	0,5	..	12,4	1,9	0,6

Quelle: BIZ, IWF und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die hier dargestellten Forderungen entsprechen den von der BIZ veröffentlichten „Konsolidierten Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken“ (BIZ Quartalsbericht, September 2005, Tabelle 9B). Diese umfassen die grenzüberschreitenden Forderungen auf unmittelbarer Basis, d.h., Haftungsübernahmen von Muttergesellschaften gegenüber ausländischen Töchtern sind dabei nicht berücksichtigt.

<sup>1)</sup> Stand: Ende März 2005.

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

<sup>1)</sup> Die konsolidierte BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft ist die umfassendste Quelle von aggregierten Daten zu Auslandsforderungen von Banken und liefert international vergleichbare Messwerte des vom Bankgewerbe der einzelnen Länder eingegangenen Länderrisikos. Zu den neuesten Verbesserungen dieser Statistik gehören u. a. detailliertere Angaben zu Risikotransfers.

### Weitere Verengung der Renditeabstände zu Referenzanleihen auf den Eurobondmärkten

Die Stimmung auf den internationalen Eurobondmärkten blieb während der ersten neun Monate des Jahres 2005 sehr gut. Ein wesentlicher Faktor dafür war die international weiterhin niedrige Risikoaversion der Investoren gegenüber den EMEs und die anhaltende Suche nach höheren Erträgen angesichts tiefer langfristiger Zinsen in den USA und Europa. Verbesserte Fundamentaldaten und Schuldenprofile (fallende Zinslasten, Verlängerung der Laufzeiten, vorzeitige Refinanzierung künftiger Fälligkeiten) der Emittentenländer und in Reaktion darauf höhere Ratingeinstufungen, die eine Verbreiterung der Investorenbasis ermöglichen, wirkten ebenfalls positiv. Auch strategische Reallokationen durch institutionelle Investoren wie Investment- und Pensionsfonds aufgrund rechtlicher Änderungen und auch angesichts der überdurchschnittlichen Ertragsentwicklung von Eurobonds in den letzten Jahren wirkten unterstützend.

Das gesamte Volumen an Nettoportfolioinvestitionen in die EMEs im Jahr 2005 dürfte gemäß IWF-Prognose rückläufig sein. Dies resultiert jedoch aus der Wiederveranlagung der Erdöleinnahmen der Erdöl exportierenden Länder (einschließlich Russlands), während Positionen an Eurobonds aufstrebender Volkswirtschaften weiter ausgebaut werden dürften. Der durchschnittliche Renditeabstand von *in US-Dollar denominierten Staatsanleihen* von Emittenten aus aufstrebenden Märkten gegenüber den Benchmarkanleihen der USA (gemessen am EMBI Global von J.P. Morgan) fiel von etwa 350 Basispunkten zu Jahresbeginn auf 235 Basispunkte Ende September 2005. Dies war – nach Marktturbulen-

zen zwischen Anfang März und Anfang Juni 2005 – vor allem auf die Entwicklung seit Jahresmitte zurückzuführen. Die stärkste Spreadverringering wurde bei Anleihen lateinamerikanischer Emittenten verzeichnet, was der starken Verringerung der Renditeaufschläge von Argentinien und der Dominikanischen Republik (nach erfolgreichen Umschuldungsaktionen) zu verdanken war. Hervorzuheben ist auch die beachtliche weitere Verringerung der Renditeabstände von Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten von bereits zu Jahresbeginn 2005 vergleichsweise tiefen Niveaus. Spitzenreiter hier waren russische und ukrainische Staatsanleihen, deren Renditeabstände zwischen Ende 2004 und Ende September 2005 um 121 bzw. 98 Basispunkte auf 90 bzw. 157 Basispunkte fielen. Zu erwähnen ist die Begebung von in US-Dollar denominierten Anleihen durch Serbien und Montenegro im April 2005 (im Zuge des Tausches von „Altschulden“ gegenüber seinen im Londoner Club vereinigten Gläubigerbanken in Eurobonds). Diese boten Ende September 2005 einen Renditeaufschlag von etwa 230 Basispunkten, vergleichbar mit Anleihen der Türkei. Die Verringerung der Renditeabstände trug zu einer beachtlichen Ertragsentwicklung von in US-Dollar denominierten Eurobonds bei. Der Gesamtindex legte während der ersten neun Monate des Jahres 2005 um 8,7% (nicht annualisiert) zu, nachdem bereits im Jahr 2004 eine Performance von +11,7% realisiert worden war. Den höchsten Gesamtertrag warfen mit +10,4% Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten ab (2004: +10,6%), gefolgt von Anleihen aus Lateinamerika mit +8,7%. Unter den zentral- und osteuropäischen Ländern war Russland mit einem Gesamtertrag von 14,1%



Tabelle 4

**Eurobonds: Renditeabstände zu Referenzanleihen und Ertragsentwicklung nach Weltregionen**

	EMBI Global (in USD)					Euro-EMBI Global (in EUR)						
	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamtertrag in %	Rating	Duration	Anteil am Gesamtindex in %	Renditeabstand in Basispunkten		Gesamtertrag in %	Rating	Duration
	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	Änderung seit Jahresanfang	seit Jahresanfang	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005	Änderung seit Jahresanfang	seit Jahresanfang	30. Sep. 2005	30. Sep. 2005
Gesamtindex	100,0	235	-112	8,7	BB+	6,62	100,0	70	-34	7,3	BBB-	5,54
Afrika	3,7	247	-38	5,5	BBB	3,94	2,9	64	-22	6,4	BBB+	5,06
Asien	12,1	253	-13	6,9	BBB-	6,07	4,9	42	-84	6,8	BBB	4,22
Europa	24,3	136	-81	10,4	BB+	6,81	63,3	38	-14	7,0	BBB	5,90
Lateinamerika	58,4	267	-148	8,7	BB	6,90	28,9	92	-148	8,3	BB+	5,02
Mittlerer Osten	1,6	304	-30	5,1	B-	3,50	0,0	x	x	x	x	x

Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan, OeNB-Berechnungen.

Anmerkung: EMBI Global und Euro-EMBI Global unterscheiden sich in ihrer Zusammensetzung (z.B. hinsichtlich Währung, Länderkreis, Instrumenten, Laufzeit etc.). Dies und die unterschiedliche Anlegerstruktur erklären z.T. die Unterschiede in Niveau und Entwicklung der Renditeabstände und der Erträge sowie Unterschiede in anderen Indexmerkmalen. Das Rating wird ermittelt als der Durchschnitt der von Moody's, Standard & Poor's und Fitch vergebenen Ratings für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten der öffentlichen Hand und ist ausgedrückt in den Kategorien von Standard & Poor's.

Spitzenreiter. Ukrainische und türkische Eurobonds wiesen einen Gesamtertrag von 7,8% bzw. 6,6% auf.

Die gute Stimmungslage auf dem Eurobondmarkt lässt sich auch anhand von *in Euro denominierten Staatsanleihen* (gemessen am Euro-EMBI Global von J.P. Morgan) nachvollziehen. Allerdings führen Unterschiede in der Zusammensetzung der beiden Indizes (hinsichtlich Währung sowie der inkludierten Instrumente, Länder und Laufzeiten) und in der Investorenstruktur zu unterschiedlichen Niveaus und Entwicklungen der Renditeabstände und der Erträge. So verringerte sich der durchschnittliche Renditeabstand des Euro-EMBI Global von 104 Basispunkten zu Jahresende 2004 auf 70 Basispunkte Ende September 2005. Somit war die Spreadverringering viel geringer als beim EMBI Global, nicht zuletzt weil sie von einer deutlich niedrigeren Basis ausging. Dennoch war die Dynamik der beiden Indizes während der ersten neun Monate des Jahres 2005 insofern ähnlich, als die Spread-

verringering auch bei den in Euro denominierten Anleihen primär seit Jahresmitte 2005 stattfand – nach einer vorübergehenden Ausweitung im zweiten Quartal. Staatsanleihen lateinamerikanischer Emittenten sahen den stärksten Spreadrückgang (-148 Basispunkte), gefolgt von Eurobonds aus Asien (-84 Basispunkte). Bei den Anleihen aus Lateinamerika war die Spreadverringering in Brasilien am stärksten, bei Anleihen aus Asien auf den Philippinen. Die Renditeabstände von Anleihen zentral- und osteuropäischer Emittenten, die den Kern des Euro-EMBI Global bilden, verringerten sich am geringsten, um nur 14 Basispunkte auf 38 Basispunkte Ende September 2005. Die Spreadverringering bei Anleihen der Türkei (-46 Basispunkte), Kroatiens (-25 Basispunkte) und Rumäniens (-22 Basispunkte) lagen über dem zentral- und osteuropäischen Durchschnitt. Dennoch wiesen zentral- und osteuropäische Eurobonds mit einem Gesamtertrag von 7,0% (nicht-annua-

lisiert) während der ersten neun Monate des Jahres 2005 (2004: 10,8%) eine Performance auf, die mit 7,3% nur knapp unter dem Durchschnitt des Euro-EMBI Global (2004: 11,8%) lag. Zentral- und osteuropäische Eurobonds erzielten im Vergleich zu asiatischen Eurobonds trotz deutlich geringeren Spreadrückgangs einen höheren Ertrag, da sie eine höhere Duration aufwiesen. Einen überdurchschnittlichen Ertrag warfen nur lateinamerikanische Eurobonds ab.

Über die kommenden Monate bedeutet die künftige Entwicklung von Renditen in den USA und im Euroraum den größten Unsicherheitsfaktor für den Eurobondmarkt. Ein Anstieg der langfristigen Zinsen könnte die Suche nach höher verzinsten, aber mit mehr Risiko behafteten Veranlagungsalternativen dämpfen. Neben dem Anstieg der langfristigen Zinsen könnte auch ein (weiterer) starker Anstieg der kurzfristigen Zinsen zur Auflösung von kreditfinanzierten Eurobondpositionen führen, wie dies im zweiten Quartal 2005 im begrenzten Ausmaß beobachtet werden konnte. Die im historischen Vergleich sehr tiefen derzeitigen Renditeabstände würden eine Korrektur begünstigen. Allerdings lassen die verbesserten Fundamentaldaten und Marktstrukturen sowie die Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit vermuten, dass das Risiko einer undifferenzierten Kurskorrektur in ungeordneten Bahnen relativ begrenzt ist.

## **Abnehmender Aufwertungsdruck in Zentral- und Osteuropa**

### **Gemischte Entwicklung der zentral- und osteuropäischen Wechselkurse**

Nach der relativ starken Aufwertung der tschechischen Krone, des ungarischen Forint, des polnischen Zloty und der slowakischen Krone gegenüber dem Euro im Jahr 2004 fielen die Wechselkursbewegungen dieser Währungen zwischen Ende 2004 und Ende September 2005 deutlich geringer aus. Der *polnische Zloty*, der im Jahr 2004 um 15,2% gegenüber dem Euro aufgewertet hatte,<sup>2</sup> legte in dieser Periode noch um 4,0% zu. Auch die *tschechische Krone*, die 2004 um 6,6% gegenüber dem Euro aufgewertet hatte, festigte sich um weitere 2,7%. Im Fall des *ungarischen Forint* und der *slowakischen Krone*, die im Jahr 2004 Kurssteigerungen von 7,2% bzw. 6,3% gegenüber dem Euro verbucht hatten, kam es während der ersten neun Monate des Jahres 2005 zu einer leichten Gegenbewegung: der Forint schloss Ende September 2005 um 1,8% und die slowakische Krone um 0,4% schwächer als Ende 2004. Die Dynamik dieser vier Wechselkurse folgte jedoch einem weitgehend ähnlichen Muster: Auf eine relativ starke Aufwertung zwischen Ende 2004 und Anfang März 2005 folgte im Zuge des vorübergehenden Anstiegs der Renditen langfristiger in US-Dollar denominierten Staatsanleihen eine Schwächephase, die bei der tschechischen und der slowakischen Krone sowie beim Zloty bis gegen Ende April und beim Forint bis Ende Mai 2005 anhielt. Während der Sommermonate 2005 erholten sich alle vier Währungen. Seit Anfang September 2005 kam es dann bei der tsche-

<sup>2</sup> Wechselkursbewegungen werden hier aus der Sicht der lokalen Währung angegeben, das heißt Euro je Einheit lokaler Währung.

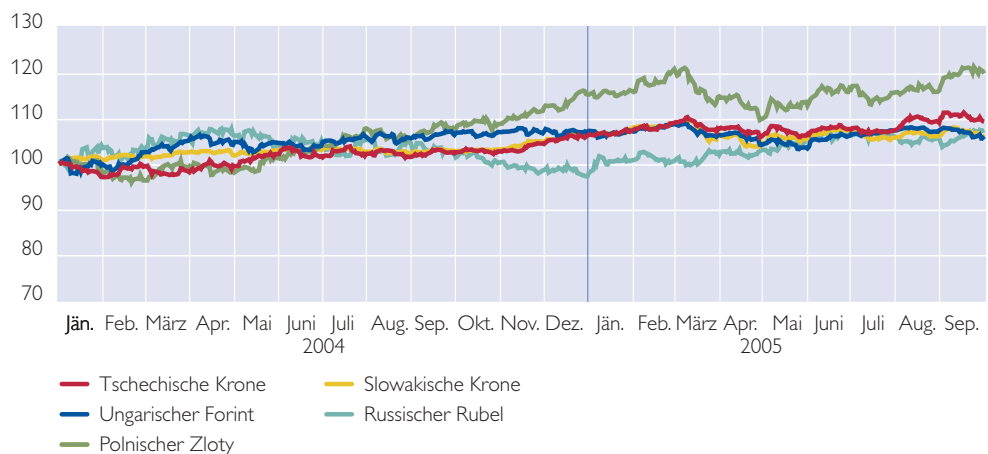
chischen und der slowakischen Krone sowie dem Forint zu leichten Kurseinbußen, während sich der Zloty auf relativ hohem Niveau stabilisierte. Die Aufwertung des rumänischen Leu, die Anfang November 2004 begonnen hatte, setzte sich bis Anfang März 2005 fort. Zinssenkungen und rege Interventionen seitens der Notenbank brachten dann eine Phase der Stabilität, bevor der Leu zwischen Mitte Juli und Mitte August 2005 erneut kräftig zulegte. Nach erneuten Notenbankmaßnahmen kam es danach zu einer Kurskorrektur, die jedoch den Aufwertungstrend nicht brach, was ein „Sägezahnmuster“ der Kursbewegung zur Folge hatte. Auch die kroatische Kuna wertete gegenüber dem Euro zwischen Ende 2004 und Ende September 2005 um 2,8% auf. Dabei dauerte der Aufwertungstrend bis etwa Mitte Mai 2005 an, gefolgt von weitgehender Wechselkursstabilität während der Sommermonate und einer leichten Abschwächung zwischen Anfang August und Ende September 2005. Der russische Rubel festigte sich zwischen Ende 2004 und Ende September

2005 deutlich gegenüber dem Euro (+9,6%). Abgesehen von einer Korrekturphase im Juli bzw. August 2005 war diese Entwicklung weitgehend kontinuierlich. Die Entwicklung des Rubels gegenüber dem US-Dollar verlief spiegelbildlich zur Entwicklung des Rubel-Euro-Wechselkurses, wenn auch das Gesamtausmaß dieser Bewegung geringer war, da der Rubel nur etwa 2,7% seines Wertes gegenüber dem US-Dollar einbüßte. Der Grund für diese spiegelbildliche Entwicklung liegt darin, dass sich die russische Notenbank seit Anfang Februar 2005 in ihrer Wechselkurspolitik an einem aus US-Dollar und Euro bestehenden Währungskorb orientiert. Das Gewicht des Euro in diesem Währungskorb wurde in mehreren Schritten von ursprünglich 10% auf zuletzt 35% angehoben. Gegenüber diesem Währungskorb blieb der Rubel seit Anfang Februar 2005 weitgehend stabil. Der slowenische Tolar, der seit Juni 2004 dem Wechselkursmechanismus II (WKM II) angehört, verhielt sich weitgehend stabil gegenüber dem Euro. Der leichte aber kontinuierliche Auf-

Grafik 2

### Wechselkurse nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dezember 2003 = 100



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: In Euro pro Einheit nationaler Währung.

wertungstrend, der Anfang Oktober 2004 begonnen hatte, hielt bis Ende Juni 2005 an; seither stabilisierte sich die Währung bei etwa 0,05% bis 0,10% von der Zentralrate entfernt in der starken Hälfte des  $\pm 15$ -Prozent-Fluktuationsbands. An der Anbindung des *bulgarischen Lew* an den Euro im Rahmen einer Currency-Board-Vereinbarung änderte sich nichts während der Beobachtungsperiode.

In der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und Slowenien war die Entwicklung des *kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos* relativ zum BIP ein stärkerer Faktor für den Wechselkurs. Während des ersten Halbjahres 2005 verringerte sich das Defizit in allen vier Ländern zum Teil deutlich. Dies war trotz des erdölpreisbedingten Anstiegs der Importpreise primär einer Verbesserung des Saldos der Güter- und Dienstleistungsbilanz zuzuschreiben. Lediglich in Polen kam es auch in den Einkommens- und Transferbilanzen zu einer deutlichen Verbesserung. Als Ergebnis war der externe Finanzierungsbedarf in diesen Ländern mit Ausnahme Ungarns im ersten Halbjahr 2005 nahe null; Slowenien konnte sogar einen geringen Überschuss in seinen außenwirtschaftlichen Beziehungen erwirtschaften. Das ungarische Defizit war allerdings mit 7,1% des BIP weiterhin sehr hoch und führte – mangels ausreichenden Zuflusses an ausländischen Direktinvestitionen – zum kontinuierlichen Anstieg der Auslandsschulden. In der Slowakei kam es im ersten Halbjahr 2005 zu einer deutlichen Verschlechterung des kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos, dessen Defizit auf 6,9% des BIP anstieg (von 2,5% im ersten Halbjahr 2004). Diese Verschlechterung wurde zu etwa je einer Hälfte von der Güter- und Dienstleis-

tungsbilanz sowie von der Einkommens- und Transferbilanz verursacht. Die Verschlechterung in der Einkommensbilanz ist dabei jedoch zumindest teilweise auf eine Anpassung der statistischen Erfassungsmethode zurückzuführen (verbesserte Erfassung von reinvestierten Gewinnen als Abfluss in der Einkommensbilanz und Zufluss unter den Direktinvestitionen). Ausländische Direktinvestitionen deckten im ersten Halbjahr 2005 etwa zwei Drittel des Finanzierungsbedarfs. Auch in Bulgarien, Rumänien und Kroatien verschlechterten sich die Außenbilanzen gegenüber dem ersten Halbjahr 2004. Überdies liegen in Bulgarien und Kroatien die Halbjahresdefizite aus saisonalen Gründen üblicherweise besonders hoch. Parallel zur Verschlechterung der Leistungsbilanz schwächte sich in Bulgarien und Rumänien auch die Zufuhr von ausländischen Direktinvestitionen ab.

Aufgrund der Zinsrückgänge der letzten Jahre übt die *Zinsdifferenz* in den meisten zentral- und osteuropäischen Ländern zwar immer weniger Aufwertungsdruck auf die Währungen aus, dennoch bleibt sie ein die Währungen stärkender Faktor. In Rumänien, wo die hohe Zinsdifferenz seit Oktober 2004 für verstärkten Kapitalzufluss und eine starke Währungsaufwertung sorgte, kam es im Lauf des Jahres 2005 zu mehreren Leitzinssenkungen. In der Folge verringerte sich die Zinsdifferenz zum Euroraum, gemessen am 3-Monats-Zinssatz, von etwa 15,0% zu Jahresbeginn auf 4,5% Ende September 2005. Dieser Zinsrückgang, in Kombination mit Interventionen der Notenbank auf dem Devisenmarkt, half, den – in Anbetracht der außenwirtschaftlichen Schieflage unerwünschten – Aufwertungsdruck auf den Leu zu verringern. Auf der anderen Seite dürfte die Notenbank nicht

an einer starken Abschwächung der Währung interessiert sein, da dies die Erreichung des Inflationsziels für Ende 2006 (5%) erschweren würde. Die rückläufigen Zinsdifferenzen, die in einigen Ländern von Maßnahmen der Notenbanken zur Dämpfung der Kreditnachfrage flankiert wurden, dürften auch die Mäßigung des Wachstums der Fremdwährungskredite an inländische Unternehmen und Haushalte während der letzten Monate erklären. Wenn gleich die Dynamik in mehreren Ländern robust bleibt, dürfte die Konvertierung dieser Kredite in die lokale Währung nur noch in abnehmendem Maß für Aufwertungsdruck sorgen.

Insgesamt dürften die Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position in mehreren Ländern und die in einigen Ländern vollzogene leichte Korrektur der im Jahr 2004 erfolgten Aufwertung die Wahrscheinlichkeit größerer Abwertungen der meisten zentral- und osteuropäischen Währungen deutlich reduzieren. Das derzeitige tiefe internationale Zinsniveau begünstigt Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Märkte trotz der bereits erfolgten Verringerung der Zinsdifferenzen. Es kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, dass ein Anstieg der (langfristigen) Zinsen in den USA und im Euroraum dämpfend auf die Kapitalzuflüsse in die Region wirken und ein anderes Gleichgewicht zwischen Zinsabstand und Wechselkurs erfordern könnte, ähnlich wie dies – vorübergehend – bereits im zweiten Quartal 2005 der Fall war. Vor allem könnten die Währungen jener Länder, die zur Finanzierung hoher und durch FDI-Zuflüsse nur unzureichend gedeckter Leistungsbilanzdefizite von Nettozuflüssen an Portfolioinvestitionen oder sonstigen Investitionen abhängig sind, von einer Verschlechterung des derzeit günstigen interna-

tionalen Kapitalmarktumfelds negativ betroffen werden. Aus diesem Grund bleibt die Rückführung der Auslandsschulden auf einen mittelfristig nachhaltigen Pfad in einzelnen Ländern im Mittelpunkt wirtschaftspolitischen Interesses. Aus der Sicht der neuen EU-Mitgliedstaaten ist Wechselkursstabilität auch im Hinblick auf die künftige Übernahme des Euro wesentlich. Drei neue EU-Mitgliedstaaten (Estland, Litauen, Slowenien) nehmen seit Mitte 2004, drei weitere (Lettland, Malta, Zypern) seit Mai 2005 am WKM II teil.

#### **Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung zum Euroraum wieder gefallen**

Die Renditeabstände von in Lokalwährung denominierten Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber Euro-Benchmarkanleihen lagen in der *Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei* Ende September 2005 tiefer als zu Beginn des Jahres, obwohl alle vier Märkte einen temporären Anstieg der Renditeabstände von März bis Mai 2005 zu verzeichnen hatten, der weitgehend parallel zur Abschwächung ihrer Währungen bzw. zu den Turbulenzen auf den Eurobondmärkten im Zuge des vorübergehenden Anstiegs der Renditen langfristiger in US-Dollar denominierter Staatsanleihen erfolgte. In der Tschechischen Republik und in der Slowakei fiel die Verringerung des Zinsabstands in die ersten Wochen des Jahres 2005: die Renditedifferenz zum Euroraum gemäß der harmonisierten langfristigen Zinsstatistik zur Konvergenzbeurteilung fiel von etwa 25 bzw. 70 Basispunkten zu Beginn des Jahres und war Mitte März 2005 sogar negativ. Seit der darauf folgenden leichten Aufwärtskorrektur bewegten sich Renditen tschechischer und slowakischer Staats-

anleihen mit 10-jähriger Laufzeit etwa auf dem Niveau des Euroraums. Der Renditeabstand polnischer Staatsanleihen fiel weitgehend kontinuierlich von etwa 230 Basispunkten Anfang 2005 auf etwa 140 Basispunkte Ende September 2005. Der Renditeabstand ungarischer Staatsanleihen fiel insgesamt ebenfalls um etwa 90 Basispunkte, lag jedoch Ende September 2005 mit 270 Basispunkten deutlich höher als in Polen. Während der letzten Tage dieser Periode war er um etwa 50 Basispunkte angestiegen.

Die Verringerung der Renditeabstände zum Euroraum bzw. die Stabilisierung tschechischer und slowakischer Renditen auf dem Niveau des Euroraums wurde durch die Verringerung der *Inflationsraten* in allen vier Ländern begünstigt. Im Gegensatz zu früheren Befürchtungen kam es nach der Beschleunigung der Inflation im ersten Halbjahr 2004 nicht zu inflationären Zweitrundeneffekten des Erdölpreisanstiegs und der indirekten Steuererhöhungen im Zuge des EU-Beitritts. Die Minderung des Reallohn-

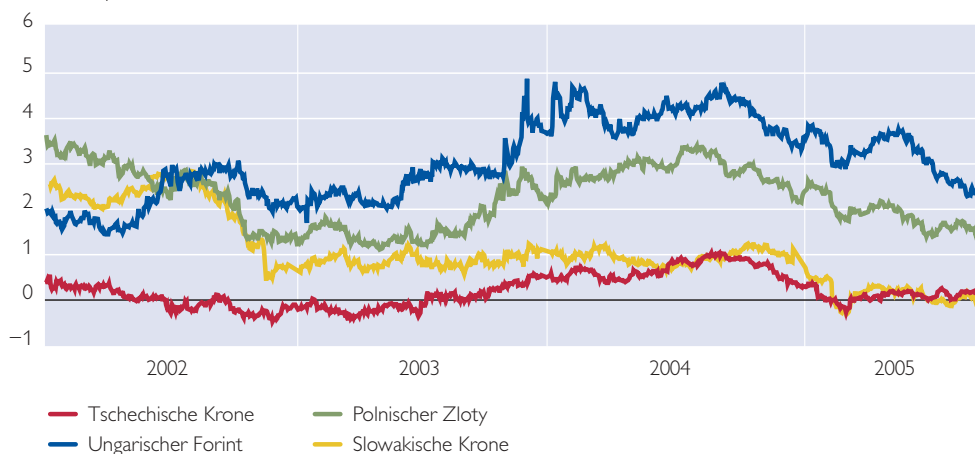
wachstums und die daraus resultierende Schwäche der privaten Konsumnachfrage in diesen Ländern mit Ausnahme der Slowakei sowie begünstigende Basiseffekte infolge des vorjährigen EU-Beitritts bewirkten, dass sich der im zweiten Halbjahr 2004 einsetzende Inflationsrückgang im Jahr 2005 fortsetzte. Im August 2005 wiesen die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei niedrigere Inflationsraten auf als der Euroraum. Lediglich in Ungarn lag die Rate mit 3,5% um 1,3 Prozentpunkte über dem Euroraum. Allerdings schlug im September 2005 der anhaltende Energiepreisanstieg auf die Inflationsraten dieser Länder durch, zumal die Energiepreise dort einen deutlich höheren Anteil am Verbraucherpreiskorb darstellen als im Euroraum. Nicht zuletzt angesichts des bereits erreichten relativ niedrigen Inflationsniveaus bestehen nach oben gerichtete Inflationsrisiken. Zum Ersten bleibt es abzuwarten, ob das anhaltend hohe Niveau des Erdölpreises und insbesondere der weitere Preisanstieg von Erdöl sowie Mineralöl-Verarbei-

Grafik 3

### Renditeabstände von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit

#### gegenüber Euro-Benchmarkanleihen

in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg.

tungsprodukten im dritten Quartal 2005 sich nicht doch auf das allgemeine Preisniveau und die Inflationserwartungen auswirken werden. Zum Zweiten hat sich in der Tschechischen Republik und in Ungarn im zweiten Quartal 2005 die private Konsumnachfrage schon zu erholen begonnen und könnte sich trotz energiepreisbedingter Dämpfungseffekte nicht zuletzt aufgrund fiskalischer Stimulierung angesichts der anstehenden Parlamentswahlen im Jahr 2006 noch weiter beschleunigen. Ungarn verbuchte zudem ein hohes Investitionswachstum, zum Teil dank öffentlicher Investitionen. In der Slowakei wurde das Wachstum bereits im zweiten Quartal 2005 von der inländischen Nachfrage, insbesondere auch den Anlageinvestitionen, getrieben. In der Tschechischen Republik und in der Slowakei sowie in abnehmendem Maße auch in Ungarn stärkt das robuste Wachstum der Kredite an den privaten Sektor die Aussichten einer Beschleunigung der Inlandsnachfrage. Zum Dritten war in der Slowakei das jährliche Lohnkostenwachstum in der Industrie mit fast 9% im ersten Halbjahr 2005 relativ hoch, zumal die industrielle Arbeitsproduktivität im Jahresabstand keinen Anstieg verzeichnete. Auf der anderen Seite ist die Lohnstückkostenentwicklung in der Industrie in der Tschechischen Republik, in Ungarn und in Polen stagnierend bis rückläufig. Die günstige Inflationsentwicklung bot in allen vier Ländern Spielraum für eine Verringerung der Leitzinsen. Die tschechische Notenbank verringerte ihren Leitzins angesichts der Inflations- und der Wechselkursentwicklung Ende Jänner sowie Anfang und Ende April 2005 um jeweils 25 Basispunkte bis auf 1,75%. Ende Oktober 2005 erhöhte sie den Leitzins allerdings wieder auf das auch im Euroraum geltende

Niveau von 2%. In der Slowakei steht der Leitzins seit März 2005 bei 3,0%. Die polnische Notenbank nahm seit Jahresanfang 2005 mehrere Zinssenkungen um insgesamt 200 Basispunkte auf zuletzt 4,5% vor, während in Ungarn bis Ende Oktober 2005 Leitzinssenkungen im Ausmaß von 350 Basispunkten (auf 6,0%) stattfanden.

In der Tschechischen Republik, Polen und der Slowakei war die *Budgetentwicklung* während der ersten neun Monate des Jahres 2005 ein neutraler bis günstiger Faktor für den Rentenmarkt. Zum Teil wurden die Defizitdaten für das Jahr 2004 nach unten korrigiert (zwischen den Fiskalnotifikationen vom März und September 2005), und zum Teil wurden auch die Defiziterwartungen für das Jahr 2005 geringfügig nach unten revidiert. In der Tschechischen Republik jedoch wird weiterhin die im Einklang mit dem aktualisierten Konvergenzprogramm vom November 2004 stehende Ausweitung des Budgetdefizits von 3,0% des BIP im Jahr 2004 auf 4,8% des BIP im Jahr 2005 erwartet. Für das Jahr 2006 wird in allen drei Ländern eine Verringerung des Defizits angepeilt, doch dürften die Defizite in der Tschechischen Republik weiterhin über der 3-Prozent-Marke liegen und in der Slowakei trotz robusten Wachstums nur knapp darunter. In Polen werden die Schritte der neuen Regierung nach den Ende September 2005 abgehaltenen Parlamentswahlen für die Höhe des Plan-Budgetsaldos 2006 entscheidend sein. Im Gegensatz zu den drei genannten Ländern verschlechterten sich in Ungarn die Budgetaussichten im Laufe des Jahres 2005 zunehmend. Nicht nur wurde zwischen den Fiskalnotifikationen vom März und September 2005 das Defizit für das Jahr 2004 kräftig nach oben revidiert, von 4,5% auf 5,4% des BIP (ohne die Kosten

der Pensionsreform von 0,9% bzw. nach Revision 1,1% des BIP). Auch die Erwartungen für das Jahr 2005 wurden unter Einschließung (gemäß Eurostat-Entscheidung von Mitte September 2005) von vorher nicht berücksichtigten Ausgaben und wegen Einnahmefällen und Ausgabenüberschüssen von 3,6% auf 6,1% des BIP (ohne die Kosten der Pensionsreform von 1,3% des BIP) geschraubt. Für das Jahr 2006 wird eine Defizitkürzung auf 4,7% des BIP (zuzüglich 1,4% Pensionsreformkosten) angestrebt. Während in Ungarns Konvergenzprogramm vom Dezember 2004 für die Jahre 2005 und 2006 eine graduelle Defizitreduktion von jeweils 0,7 Prozentpunkten bis auf 3,1% des BIP<sup>3</sup> vorgesehen war, steigt das Defizit nach den nun vorliegenden Zahlen im Jahr 2005 um 0,7 Prozentpunkte. Selbst wenn die nun für das Wahljahr 2006 angepeilte Defizitkürzung um 1,4 Prozentpunkte gelingen sollte, würde das erreichte Defizit um 1,6 Prozentpunkte über dem ursprünglich vorge-

sehenen Zielwert liegen. Die Budgetlage veranlasste die ungarische Regierung gegen Ende September 2005, den angestrebten Termin der Euro-Übernahme im Jahr 2010 in Frage zu stellen. Eine Entscheidung darüber soll bis Jahresende 2005 getroffen werden, wobei auf dem Markt über eine Verschiebung auf 2012 bis 2013 spekuliert wird. Die schlechten Neuigkeiten über das Budget und die Aussichten für den Euro-Fahrplan belasteten die ungarische Währung und die Anleihen zunehmend in der zweiten September-Hälfte des Jahres 2005. Tschechische Anleihen blieben hingegen unbeeindruckt von der Ankündigung der Regierung Anfang September 2005, die Euro-Übernahme nicht mehr wie bisher geplant für 2009/10, sondern erst für 2010 in Aussicht zu nehmen. Die Slowakei hält inzwischen an ihrem Plan der Euro-Übernahme im Jahr 2009 fest, während in Polen noch eine Entscheidung der neuen Regierung abzuwarten ist.

<sup>3</sup> Im Frühjahr 2005 wurde der Defizitzielwert für das Jahr 2005 von 3,8% auf 3,6% und für das Jahr 2006 von 3,1% auf 2,9% des BIP gesenkt.