

Robuste internationale Konjunktur unterstützt Erholung der Finanzmärkte nach den Korrekturen im Frühjahr

Industrielländer: Positive Wachstumsaus- sichten, aber Abwärtsrisiken

Weiterhin robuste Wirtschaftsentwicklung

Das *weltweite Konjunkturbild* bleibt insgesamt aufgeheitert, wobei für das Jahr 2007 Abwärtsrisiken bestehen. Laut dem World Economic Outlook des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird die Weltwirtschaft im Jahr 2006 um 5,1% und im Jahr 2007 um 4,9% wachsen. Die Wachstumsprognose liegt damit 0,25 Prozentpunkte über der Frühjahrsschätzung des IWF. Die Inflation sollte sowohl in den industrialisierten als auch den aufstrebenden Ökonomien nur vorübergehend ansteigen und im Jahr 2007 auf 2,3% bzw. 5% fallen. Damit würde sich die positive Entwicklung der vergangenen Jahre mit relativ niedriger Inflation und starkem Wachstum weiter fortsetzen.

In den *industrialisierten Ländern* blieb das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2006 insgesamt robust, auch wenn der Erdölpreis in diesem Zeitraum aufgrund der Kriegshandlungen im Nahen Osten sogar auf bis zu 78 USD stieg. Seither ist der Erdölpreis deutlich auf unter 60 USD gefallen. Die Spanne der Erdölpreisprognosen für Mitte 2007 liegt bei 50 USD bis 78 USD je Barrel (Consensus-Prognose). Die langfristigen Zinsen sind weiter niedrig geblieben, während die kurzfristigen Zinsen in den USA und in anderen industrialisierten Ländern durch die in den vergangenen Quartalen eingeleitete bzw. fortgesetzte geldpolitische Straffung angestiegen sind. Unter den drei größten Wirtschafts-

räumen hat v.a. in den *USA* die Wachstumsdynamik – von einem hohen Niveau ausgehend – graduell weiter nachgelassen. Dieser Trend dürfte sich aufgrund der zu beobachtenden Abkühlung des Immobilienmarktes sowie eines schwächeren privaten Konsums auch im zweiten Halbjahr 2006 fortsetzen. Im Euroraum hat sich das Wachstum im ersten Halbjahr 2006 u. a. aufgrund einer positiven Entwicklung der Anlageinvestitionen weiter beschleunigt und an Breite gewonnen. Mit Deutschland und Italien zeigten auch zwei Länder, die in der Vergangenheit geringere Wachstumsraten als der Euroraum-Durchschnitt aufgewiesen hatten, eine deutlich stärkere konjunkturelle Dynamik. Für den Rest des Jahres 2006 prognostiziert die Europäische Kommission eine etwas abgeschwächte Fortsetzung der guten Wachstumsperformance. In *Japan* hat sich die konjunkturelle Erholung fortgesetzt.

Die Arbeitslosigkeit hat sich in den drei Wirtschaftsräumen in den letzten Quartalen verringert, während sich die Kapazitätsauslastung weiter erhöht hat bzw. bereits auf einem hohen Niveau gelegen ist.

Die Inflationsraten sind in den vergangenen Quartalen v. a. aufgrund höherer Energiepreise angestiegen. Sollte der zuletzt deutlich zurückgegangene Erdölpreis auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau verbleiben, wäre mit geringeren Inflationsraten bei den Energiepreisen zu rechnen. Vor allem in den USA ist aber auch die Kerninflation deutlich angestiegen, während sich im Euroraum auf der Ebene der Produzenten-

Tabelle 1

Wirtschaftsprognosen des IWF vom April und September 2006

	BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)				Verbraucherpreisinflation (in % zum Vorjahr)			
	2006		2007		2006		2007	
	Apr. 06	Sep. 06	Apr. 06	Sep. 06	Apr. 06	Sep. 06	Apr. 06	Sep. 06
USA	3,4	3,4	3,3	2,9	3,2	3,6	2,5	2,9
EU-12	2,0	2,4	1,9	2,0	2,1	2,3	2,2	2,4
Japan	2,8	2,7	2,0	2,1	0,3	0,3	0,6	0,7

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

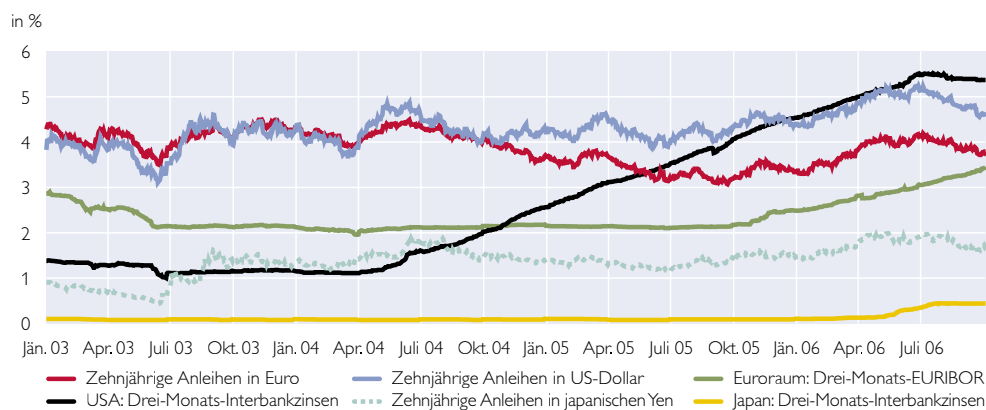
preise verstärkter Aufwärtsdruck auf die Preise zeigt, wobei hier die Kerninflation bislang niedrig geblieben ist. In Japan scheint die Phase der Deflation beendet zu sein. Für das Jahr 2007 erwartet der IWF in seiner aktuellen Prognose eine weiterhin gute, wenngleich etwas verlangsamte konjunkturelle Dynamik, mit Wachstumsraten in der Nähe der langjährigen Durchschnitte sowie etwas erhöhter Inflation. Gegenüber der Frühjahrseinschätzung ist damit v. a. die Wachstumsprognose für die USA nach unten revidiert worden.

Die Risiken für den nach wie vor positiven Ausblick für das Wirtschaftswachstum sind überwiegend nach unten gerichtet, während der Inflationsdruck auch stärker ausfallen könnte. Aufgrund des kräftigen globalen Wachstums und zunehmender Kapazitätsauslastung hat der preisdämpfende Effekt der Globalisierung auf die Importpreise an Gewicht verloren. Zu den Abwärtsrisiken für das Wachstum zählen neben angebotsseitig verursachten hohen Erdölpreisen eine ungeordnete Korrektur des Leistungsbilanzdefizits der USA sowie ein inflationsbedingter Anstieg der Zinsen mit negativen Effekten auf die in etlichen Ländern stark gestiegenen Immobilienpreise.

Fallende langfristige Zinsen, Stabilisierung der Aktienmärkte

Auf den Geldmärkten in den USA ist es Ende Juni 2006 zu einer weiteren Leitzinsanhebung um 25 Basispunkte auf 5¼ % gekommen. Seither sind die Leitzinsen konstant geblieben. Damit sind die Leitzinsen in den USA in den letzten zwölf Monaten um insgesamt 150 Basispunkte erhöht worden. Im Euroraum hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) die Leitzinsen im Juni, August und Oktober um jeweils 25 Basispunkte bzw. in den letzten zwölf Monaten um insgesamt 125 Basispunkte auf 3,25 % angehoben, während die japanische Notenbank im Juli 2006 die Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 0,25 % erhöht hat. Auch in einer Reihe anderer industrialisierter Länder haben die Notenbanken ihre Leitzinsen erhöht. Der Offenmarktausschuss des Federal Reserve System hat im September 2006 mitgeteilt, dass angesichts nach wie vor bestehender Inflationsrisiken eine weitere geldpolitische Straffung nötig sein könnte. Der EZB-Rat stellte Anfang Oktober 2006 fest, dass die Leitzinsen weiter niedrig seien und bei einer Bestätigung der Annahmen über die künftige wirtschaftliche Entwicklung eine weitere Rückführung der akkomo-

**Zinssatzentwicklung in den USA, im Euroraum und in Japan
 vom 1. Jänner 2003 bis 4. Oktober 2006**



Quelle: Thomson Financial.

dierenden Geldpolitik angezeigt sei. Die Geldmarktzinsstruktur in den USA hat Anfang Oktober 2006 darauf hingedeutet, dass auf den Geldmärkten die Möglichkeit einer Leitzinssenkung im nächsten Jahr gesehen wird. Im Euroraum weist die Zinsstruktur auf dem Geldmarkt auf Erwartungen einer weiteren Leitzinsanhebung vor der Jahreswende 2006/07 hin. In Japan deuten die Terminzinsen nur langsam weiter steigende Leitzinsen an.

Auf den *Staatsanleihemärkten* in den USA, im Euroraum und in Japan kam es im Juli zu einer Trendwende in Richtung fallender langfristiger Zinsen. Dies dürfte auf verstärkte Markterwartungen einer von den USA ausgehenden globalen Konjunkturverlangsamung zurückzuführen sein. Die aus inflationsindexierten Anleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit berechneten Inflationsrisikoprämien sind in den USA und im Euroraum seither leicht zurückgegangen, was auf den deutlich rückläufigen Erdölpreis zurückzuführen ist. Die an den Renditen dieser Anleihen gemessenen langfristigen Realzinsen sind ebenfalls leicht gefallen.

Die *Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen* in den USA und im Euroraum zeigten in den letzten vier Quartalen einen ansteigenden Trend, der sich im Mai 2006 aufgrund eines Anstiegs der Risikoaversion auf den Märkten kurzfristig verstärkte. Anfang Oktober 2006 lagen die Spreads für Emittenten mit niedrigerer Bonität (BBB) bei 120 Basispunkten in den USA bzw. 130 Basispunkten im Euroraum. Da sich die Aussichten für die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen nicht wesentlich verändert haben, deutet dies auf eine etwas geringere Bereitschaft zur Übernahme von Kreditrisiken hin.

Auf den *Aktienmärkten* in den USA, im Euroraum und in Japan sind die Aktienindizes seit den deutlichen, durch gestiegene Risikoaversion der Investoren ausgelösten Kursverlusten vom Mai bzw. Juni 2006 wieder angestiegen. Im Euroraum und in den USA sind die Kursniveaus vom Mai 2006 mittlerweile wieder erreicht, womit die Kurse im Vergleich zum Jahresanfang 2006 um rund 11% bzw. 7% zugelegt haben. Die robuste Ertragslage der Unternehmen sowie die rückläufigen langfristigen Zinsen

haben die Erholung unterstützt. Auch die implizite Aktienkursvolatilität hat sich nach den Anstiegen im Mai bzw. Juni 2006 wieder reduziert, wobei der Rückgang in den USA weniger ausgeprägt gewesen ist. Dies deutet auf eine wieder geringere Unsicherheit der Investoren hin. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind im Euroraum in den vergangenen Quartalen leicht gestiegen und in den USA leicht gefallen; sie befinden sich derzeit in der Nähe ihrer historischen Mittelwerte seit dem Jahr 1990. In Japan liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse trotz der sehr hohen Kursgewinne der vergangenen Quartale unter dem langjährigen, allerdings relativ hohen Durchschnitt seit dem Jahr 1990. Auf den *Devisenmärkten* ist der Euro gegenüber dem US-Dollar in den letzten Monaten relativ konstant bei rund 1,27 USD je Euro geblieben. Der japanische Yen hat trotz der Beendigung der Politik der quantitativen Lockerung der Bank of Japan und der dynamischen Konjunkturerholung abgewertet und sich zuletzt auf dem historisch schwachen Niveau von rund 150 JPY je Euro stabilisiert. Der Schweizer Franken hat in den vergangenen Monaten nachgegeben und sich bis zu fast 1,59 CHF je Euro abgeschwächt. Dies dürfte mit dem in den letzten Monaten steigenden Zinsvorteil von Veranlagungen im Euroraum in Zusammenhang stehen.

Aufstrebende Märkte: Dynamisches Wachstum, private Kapitalzuflüsse

Weiterhin starkes Wachstum

Der IWF rechnet für das Jahr 2006 für die *aufstrebenden Volkswirtschaften* (Emerging Market Economies – EMEs) mit einem Anhalten der konjunkturellen Dynamik und hat seine Wachstumsprognose für diese Län-

der erneut deutlich nach oben revidiert. Das reale BIP-Wachstum in den EMEs soll in den Jahren 2006 und 2007 bei 7,3% und 7,2% liegen. Die Inflation soll bis zum Jahr 2007 leicht auf 5,0% zurückgehen. Die Turbulenzen auf den globalen Finanzmärkten im Mai bzw. Juni 2006 haben den Ausblick nicht wesentlich beeinträchtigt, v. a. weil die Anstiege der EMEs-Spreads nur temporär geblieben sind und diese Spreads weiterhin historisch niedrig sind. Allerdings bleiben die EMEs anfällig für Veränderungen in der Risikobereitschaft internationaler Investoren und für einen Anstieg des Zinsniveaus in den industrialisierten Ländern. Für die Erdöl importierenden Länder stellen die Anpassungen an die Terms of Trade-Verluste, die zu einem guten Teil dauerhaft sein dürften, eine wirtschaftliche Herausforderung dar, die bisher beachtlich gut bewältigt worden ist.

Asiens Wirtschaften ohne Japan (Non-Japan Asia – NJA) konnten die ab Mitte des Jahres 2005 einsetzende Konjunkturdynamik im ersten Halbjahr 2006 auf Basis der Exporte und der robusten Inlandsnachfrage fortsetzen. Für die Gesamtjahre 2006 und 2007 erwartet der IWF in NJA einen ungebrochenen Konjunkturaufschwung, für den neben den hohen Energiepreisen die weitere Entwicklung der US-Wirtschaft das Hauptrisiko darstellt. In China hat sich das reale BIP-Wachstum im ersten Halbjahr 2006 auf 10,9% im Jahresabstand beschleunigt. Beginnend mit April 2006 hat die People's Bank of China ihre Leitzinsen zur Eindämmung des hohen Kreditwachstums angehoben.

In *Lateinamerika* hat sich die rasche konjunkturelle Dynamik im ersten Halbjahr 2006 verstärkt, und

für das Gesamtjahr 2006 erwartet der IWF auf Basis der Exporte und der Inlandsnachfrage ein reales BIP-Wachstum von fast 5 %. Dass die Aktien- und Wechselkursverluste infolge der globalen Finanzmarkturbulenzen im Mai bzw. Juni 2006 relativ rasch wieder ausgeglichen werden konnten, spiegelt die gesunkene Verwundbarkeit Lateinamerikas wider, deren Ursachen Leistungsbilanzüberschüsse, höhere Währungsreserven, flexiblere Wechselkursregime und eine Stärkung der Fiskalpositionen sind.

Dass in *Subsahara Afrika* auch die Erdöl importierenden Länder robust wachsen, sei laut IWF v. a. mit den verbesserten Wirtschaftspolitiken, der Stärkung der Institutionen und dem besseren Investitionsklima zu erklären. Die Fortsetzung dieser Entwicklungen sollte durch Marktöffnungen seitens der Industrie- und Schwellenländer, durch Schuldennachlässe und durch Erhöhungen von finanziellen Mitteln der Entwicklungszusammenarbeit unterstützt werden, was im Fall des Scheiterns der Doha-Runde besonders wichtig wäre.

Im *Nahen Osten* werden die Erdöleinnahmen verstärkt zum Aufbau der Infrastruktur und zur Stärkung des Nicht-Erdölsektors eingesetzt. Das Kreditwachstum sowie die Vermögenspreise (Aktien, Immobilien) und deren Volatilität sind hier in den vergangenen drei Jahren deutlich gestiegen, sodass auch die Verwundbarkeit des Finanzsektors durch eine mögliche Verschlechterung der Kreditqualität oder durch Vermögenspreiskorrekturen zugenommen hat.

In der *Türkei* hat das Zusammenreffen von höher als erwartet eingetretenen Inflationsraten ab April 2006 mit der gestiegenen globalen Risikoaversion zu einer deutlichen Abwertung der Landeswährung und

zu kräftigen Rückgängen der Aktienkurse geführt. Die Überwindung der Schwierigkeiten hat länger als in anderen EMEs gedauert – aus Sicht der Investoren ein Zeichen für die größere Verwundbarkeit des Landes. Die türkische Notenbank hat auf die Finanzmarkturbulenzen und die gestiegene Inflation mit einer Anhebung der Leitzinsen von insgesamt 425 Basispunkten reagiert. Das mit Anfang 2006 eingeführte Inflationsziel wird verfehlt werden, dennoch hält die Zentralbank am expliziten mittelfristigen Inflationsziel von 4 % fest. Das im Jahr 2005 deutlich gestiegene Leistungsbilanzdefizit dürfte im Jahr 2006 trotz der kräftigen Abwertung nicht sinken, da v. a. bei den Tourismuseinnahmen Einbußen wegen politischer Unsicherheiten erwartet werden. Die Finanzierung dieses Defizits haben zuletzt rasch steigende Zuflüsse von Direktinvestitionen, die v. a. durch den EU-Beitrittsprozess angetrieben werden, ermöglicht.

Hohe private Nettokapitalzuflüsse bei steigenden Leistungsbilanzüberschüssen

Die *privaten Nettokapitalzuflüsse* in die EMEs haben sich im Jahr 2005 beschleunigt und erreichten ein historisches Hoch. Auch im ersten Halbjahr 2006 kam es trotz der globalen Finanzmarkturbulenzen zu weiteren Nettozuflüssen. Für das Gesamtjahr 2006 und 2007 erwartet der IWF weiterhin hohe, jedoch moderat rückläufige private Nettozuflüsse. Diese resultieren ausschließlich aus Nettodirektinvestitionen, während bei den Portfolioinvestitionen und den anderen Flüssen (v. a. Kredite) Nettoabflüsse erwartet werden. In allen einzelnen Regionen bilden die Direktinvestitionen die wichtigste Nettozu-

Tabelle 2

Nettokapitalströme in Emerging Market Economies und Entwicklungsländer

laut IWF¹

in Mrd USD

	2002	2003	2004	2005	2006 ²	2007 ²
Privater Nettokapitalfluss	77,3	165,6	205,9	238,5	211,4	182,2
Nach Instrumenten						
Direktinvestitionen	150,6	159,1	176,9	255,9	263,3	246,1
Portfolioinvestitionen	-91,7	-10,9	13,9	3,2	-31,1	-4,6
Andere Flüsse	18,4	17,3	15,1	-20,6	-20,8	-59,2
Nach Regionen (Länder)						
Lateinamerika und Karibik	3,8	17,3	1,1	14,0	12,7	18,5
Europa	53,2	51,4	70,4	113,5	88,8	84,8
GUS	15,7	17,7	7,5	37,6	18,8	5,4
Naher Osten	-20,0	4,4	-19,6	-20,0	-31,8	-17,3
Afrika	4,1	6,8	16,1	29,4	24,9	21,7
Asien	20,6	68,1	130,4	64,0	97,9	69,0
Nachrichtlich						
Öffentlicher Nettokapitalzufluss ³	-4,3	-53,1	-64,7	-151,8	-238,7	-174,1
Leistungsbilanzsaldo	133,3	229,6	303,8	514,7	666,8	720,4
Währungsreserven ⁴	-200,6	-362,7	-513,5	-592,5	-666,3	-747,9

Quelle: IWF (World Economic Outlook).

¹ Dargestellt sind aggregierte Zahlungsbilanzdatensätze von 131 Nichtindustrielländern, darunter die wirtschaftlich dominierenden 44 EMEs. Europa = Zentral- und Osteuropa exklusive europäischer GUS-Staaten und inklusive Türkei.

² Prognose.

³ Ein Minus bedeutet Nettokapitalabfluss aus den Entwicklungsländern in die Industrieländer.

⁴ Ein Minus bedeutet Anstieg.

flussgröße. Für Afrika, Lateinamerika und Zentral- und Osteuropa werden auch Nettozuflüsse bei den Portfolioinvestitionen und nur für Zentral- und Osteuropa auch Nettozuflüsse bei den anderen Flüssen erwartet. Regional betrachtet erhielten im Jahr 2005 die EMEs in Europa den größten Anteil an den privaten Nettozuflüssen. Diese Region ist gleichzeitig die einzige, die im Aggregat in den letzten Jahren ein Leistungsbilanzdefizit aufgewiesen hat. Im Nahen Osten haben die gestiegenen Rohstoffpreise zu deutlich höheren Leistungsbilanzüberschüssen und zu einem *Aufbau an Währungsreserven* geführt, während die Veranlagung der Erdölexporteinnahmen private Nettokapitalabflüsse bewirkt hat. In den anderen Regionen hat sich die Kombination aus Leistungsbilanzüberschüssen und privaten Nettokapitalzuflüssen im fortgesetzten Aufbau von Währungsreserven gezeigt. Seit 1998 ist das

Verhältnis von Währungsreserven zu den Importen von 45 % auf 69 % gestiegen, was sich positiv auf die Krisenresistenz der EMEs auswirkt. Die massive Erhöhung der Währungsreserven der EMEs wird von einigen Beobachtern als eine der Ursachen des schon seit längerer Zeit niedrigen Niveaus der langfristigen Zinsen in den industrialisierten Ländern gesehen.

Neben den Änderungen der offiziellen Währungsreserven sind in allen einzelnen Regionen im Jahr 2005 *Nettokapitalabflüsse des öffentlichen Sektors* aufgrund von Rückzahlungen von Auslandsschulden sowie von Veranlagungen insbesondere Erdöl exportierender Länder erfolgt. Gleiches erwartet der IWF auch für die Jahre 2006 und 2007. Insgesamt werden im Jahr 2006 die öffentlichen Nettoabflüsse die privaten Nettozuflüsse sogar übersteigen und im Jahr 2007 in etwa gleich hoch liegen.

Österreichs Bankenforderungen in Zentral- und Osteuropa an der Spitze

Im internationalen Vergleich haben die österreichischen Banken eine große Bedeutung als Kreditgeber und Finanzintermediäre in Zentral- und Osteuropa. Ende März 2006 erreichten die Forderungen rund 7% des Bruttoinlandsprodukts der Empfängerländer (siehe Tabelle 3).

Ertragsentwicklung europäischer Fremdwährungsanleihen weiterhin unterdurchschnittlich

Die Entwicklung auf den internationalen Eurobondmärkten war zwischen Ende März und Ende September 2006 von Rückschlägen und Erholungsphasen gekennzeichnet. Nachdem der durchschnittliche *Renditeabstand* von in Euro bzw. US-Dollar

denominierten Staatsanleihen von Emittenten aus aufstrebenden Märkten gegenüber den Benchmarkanleihen, gemessen am (Euro-)EMBI Global von J.P. Morgan, Anfang März 2006 (Euro) bzw. Anfang Mai 2006 (US-Dollar) einen Tiefststand von etwa 50 (Euro) bzw. 180 (US-Dollar) Basispunkten erreicht hatte, stieg der Abstand im Zuge der Finanzmarkt-turbulenzen von Mai bis Ende Juni 2006 auf etwa 105 bzw. 230 Basispunkte an. Im Juli und in der ersten Augusthälfte 2006 kam es zu einer fast vollständigen Korrektur, bevor die Renditeabstände erneut zu steigen begannen und Ende September 2006 bei etwa 80 bzw. 210 Basispunkten lagen.

Wenngleich die Renditeabstände über die gesamte Berichtsperiode einen leichten Anstieg aufwiesen,

Tabelle 3

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

in % des BIP des Empfängerlandes

	AT	DE	IT	FR	NL	SE	BE	UK	Europa ²	USA	JP
Zentral- und Osteuropa plus Türkei	7,2	6,6	3,5	3,1	2,3	2,4	3,2	1,4	34,3	1,9	0,6
EU-Mitgliedstaaten Zentraleuropas											
Polen	3,1	6,9	6,2	1,6	4,5	0,8	2,8	0,5	33,9	2,6	1,1
Slowakische Republik	36,3	5,3	19,2	4,5	7,4	0,1	12,3	0,9	87,2	2,3	0,1
Slowenien	22,2	11,3	2,2	5,4	0,7	0,0	4,4	0,2	47,3	0,4	0,5
Tschechische Republik	22,9	5,3	1,5	14,7	2,3	0,1	20,8	1,6	70,0	2,6	1,6
Ungarn	17,7	19,3	7,5	3,2	2,5	0,1	9,3	1,7	78,4	2,9	0,5
Sonstige Länder Zentral- und Osteuropas											
Bulgarien	8,0	3,8	6,0	3,1	1,1	0,0	0,3	0,2	40,0	0,7	0,2
Kroatien	53,5	9,1	48,9	1,6	0,4	0,0	0,6	0,6	116,1	0,6	1,1
Rumänien	6,7	2,1	2,3	5,3	4,6	0,1	0,1	0,2	29,2	1,2	0,1
Russland	0,9	4,7	0,2	0,9	1,0	0,2	0,1	0,7	10,2	1,1	0,5
Türkei	0,2	3,8	..	2,7	1,4	0,1	2,2	2,9	15,9	2,6	0,6

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

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

¹ Stand Ende März 2006.

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

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
	29. Sep. 2006	29. Sep. 2006	Änderung seit 31. März 2006	seit 31. März 2006	29. Sep. 2006	29. Sep. 2006	29. Sep. 2006	29. Sep. 2006	Änderung seit 31. März 2006	seit 31. März 2006	29. Sep. 2006	29. Sep. 2006
Gesamtindex	100,0	208	17	4,3	BB+	7,01	100,0	76	7	2,1	BBB	5,58
Afrika	3,4	288	38	3,2	BBB	3,45	4,7	92	27	1,5	BBB+	5,20
Asien	15,4	182	1	5,2	BB+	6,53	4,8	102	5	2,2	BBB	4,58
Europa	23,4	165	33	2,8	BBB-	6,76	67,6	59	10	1,8	BBB+	5,85
Lateinamerika	54,7	218	10	4,8	BB+	7,57	22,9	126	-1	3,0	BBB-	5,07
Naher Osten	3,0	420	82	0,0	B-	5,38	x	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.

warfen die in US-Dollar denominierten Eurobonds von Ende März bis Ende September einen (nicht annualisierten) *Gesamtertrag* von über 4% und in Euro denominierte Eurobonds etwa 2% ab. Eurobonds europäischer Emittenten schnitten in beiden Marktsegmenten im regionalen Vergleich unterdurchschnittlich ab. Dies war v. a. der eher bescheidenen Wertentwicklung von Eurobonds mit vergleichsweise niedrigem Rating (im EMBI Global v. a. Serbien und die Türkei; im Euro-EMBI Global die Türkei, Bulgarien, Kroatien und Rumänien) zuzuschreiben.

Die deutliche Spreadkorrektur im Mai bzw. Juni 2006 von zuvor erreichten Rekordtiefen war weniger durch länderspezifische *Faktoren* als durch eine generelle Abnahme der Risikoneigung der Investoren und die steigenden kurz- und langfristigen Zinsen in den wichtigsten Industrieländern bis Anfang Juli 2006 verursacht. Während der ersten acht Monate des Jahres 2006 übertraf die Zahl der Rating-Heraufstufungen deutlich die Zahl der Rating-Herab-

stufungen, wodurch sich auch die durchschnittlichen Ratings von beiden Indizes weiter verbesserten. Als Gründe für die Zunahme der Risikoaversion sind die Volatilität der Energiepreise (v. a. Erdöl) und geopolitische Unsicherheiten (Krieg im Libanon, Spannung mit dem Iran) zu nennen. Umgekehrt dürften für die gleichzeitige Erholung der Eurobonds die seit Anfang Juli 2006 gesunkenen Kapitalmarktzinsen und die Stabilisierung der kurzfristigen Zinsen in den USA ebenfalls eine wesentliche Rolle gespielt haben. Es sei auch hervorgehoben, dass die Verkaufswelle in verschiedenen Vermögensklassen im Mai bzw. Juni 2006 weniger die Eurobonds als v. a. Aktien, Devisen und Lokalwährungsanleihen betraf. Die Robustheit von Eurobonds dürfte einerseits von den verbesserten Fundamentaldaten herrühren und andererseits aber auch von marktspezifischen Faktoren, wie z. B. der zunehmenden institutionellen Nachfrage (Eurobonds als Beimischung in traditionelle Portfolios zur Risikostreuung) bei gleichzeitig abnehmendem

Angebot (Vorfinanzierung im Jahr 2005, Anleiherückkäufe, steigende Präferenz für die Emission von Lokalwährungsanleihen) abhängen.

Während die marktdurchschnittlichen Renditeabstände mit den Fundamentaldaten (gemessen am durchschnittlichen Rating) auf der Ebene der Gesamtindizes im Einklang stehen dürften, war die Streuung der Renditeaufschläge über die in den jeweiligen Indizes enthaltenen Länder weiterhin deutlich geringer als die Streuung ihrer Ratings, was als Zeichen einer relativ geringen Differenzierung durch die Investoren gewertet werden könnte. Ebenfalls war die Differenz zwischen den Renditeaufschlägen von Eurobonds souveräner Schuldner und Unternehmensanleihen derselben Ratingklasse (nicht bereinigt um die Laufzeitstruktur) unter ihrem mehrjährigen Niveau; sie war je nach Ratingklasse weniger positiv oder mehr negativ. Abgesehen von diesen eher technischen *Risikofaktoren* dürften höhere Inflationsraten und eine stärkere Anhebung der Leitzinsen in den wichtigsten Industrieländern als derzeit erwartet, eine starke Abkühlung der globalen Konjunktur (v. a. in den USA), eine ungeordnete Bereinigung globaler Ungleichgewichte oder eine Zunahme geopolitischer Risiken die wichtigsten Risikofaktoren für den Eurobondmarkt sein. Von einer erneut sinkenden Risikoneigung der Investoren und resultierenden Kapitalabflüssen dürften v. a. Länder mit hohem externem Finanzierungsbedarf, mit hohen Budgetdefiziten und mit unzureichender wirtschaftspolitischer Nachhaltigkeit besonders betroffen sein.

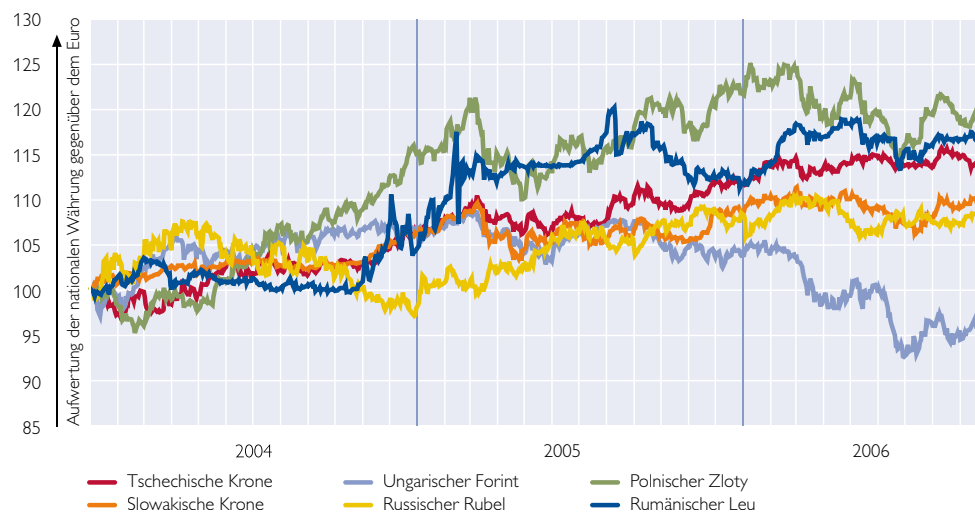
Zentral- und Osteuropa: Überwiegend stärkere Währungen mit Ausnahme des ungarischen Forint

Die meisten der hier untersuchten zentral- und osteuropäischen Währungen hatten Ende September 2006 einen unveränderten oder stärkeren *Wechselkurs gegenüber dem Euro* als Ende März, wenn auch zwischenzeitlich zum Teil stärkere Schwankungen erfolgten. Der ungarische Forint ist die wichtigste Ausnahme: er notierte gegenüber dem Euro Ende September 2006 um etwa 2,7% schwächer als Ende März. Der russische Rubel verlor in der Berichtsperiode etwa 1,2% gegenüber dem Euro. Dies war jedoch auf die Entwicklung des USD/EUR-Wechselkurses zurückzuführen; gegenüber seinem zu etwa 45% aus Euro und zu 55% aus US-Dollar bestehenden Währungskorb festigte sich der Rubel um etwa 1,5%. Die slowakische Krone, die in den Sommermonaten ebenfalls an Wert verloren hatte, konnte das verlorene Terrain mehr als aufholen, und auch der unter Druck geratene polnische Zloty konnte sich seit Ende Juni 2006 – wengleich mit Rückschlägen – wieder in der Nähe des Niveaus von Ende März 2006 festigen. Die Ausschläge bei der tschechischen Krone, dem rumänischen Leu und der kroatischen Kuna waren weitaus geringer. Ende September 2006 lag erstere um etwa 0,9% stärker, die beiden letzteren um etwa 0,5% schwächer gegenüber dem Euro als Ende März 2006. Im Jahresabstand verzeichnete nur der ungarische Forint eine substantielle Abwertung, während die tschechische Krone mit +5% die größte nominelle Aufwertung gegenüber dem Euro unter den betrachteten Währungen aufwies. Der Wechselkurs des slowenischen Tolar blieb

Grafik 2

Wechselkurs nationaler Währungen gegenüber dem Euro

31. Dezember 2003 = 100



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: Index auf Basis Euro je Einheit nationaler Währung.

bei der Zentralrate des Wechselkursmechanismus II (WKM II), die auch als unwiderruflicher Konversionskurs für den Eintritt in den Euroraum Anfang 2007 fixiert wurde, nahezu unverändert.

Die Entwicklung der zentral- und osteuropäischen Wechselkurse wurde zum Teil durch negative *externe Faktoren* überschattet. Diese lassen sich grob in zwei Gruppen einteilen. In die erste Gruppe gehören Faktoren, deren Effekt sich eher über einen längeren Zeitraum akkumulierte, wie z. B. der Anstieg der kurzfristigen Zinsen, der Kapitalmarktzinsen und der Zinserwartungen in den wichtigsten Industrieländern. Dieser Effekt dämpfte allmählich den Anreiz für die Suche nach höheren Ertragsaussichten in riskanteren Marktsegmenten (Aktien, Unternehmensanleihen, Vermögenswerte von Schwellenländern). Ab Anfang Juli jedoch wirkten die Stabilisierung der kurzfristigen US-Zinsen, die Mäßigung von Zinserhöhungserwartungen in

den USA und der starke Rückgang der langfristigen Renditen sowohl in den USA als auch im Euroraum positiv auf das globale Sentiment der Finanzinvestoren und somit auch auf die Entwicklung der zentral- und osteuropäischen Währungen. Zur zweiten Gruppe externer Risikofaktoren gehören Schocks in einzelnen Marktsegmenten (wie der starke Kursverfall auf dem US-Aktienmarkt Mitte Mai und Anfang Juni 2006) sowie in einzelnen Ländern (wie in Island und Neuseeland im März 2006 aufgrund von schlagend werdenden Leistungsbilanzproblemen oder in der Türkei im Mai 2006 aufgrund von Leistungsbilanz- und Inflationsproblemen). Diese Schocks traten kurzfristig auf (wenn auch nicht ohne Zusammenhang mit der erstgenannten Gruppe von externen Faktoren) und konnten sich im – von den vorhin genannten Faktoren gekennzeichneten – Umfeld relativ rasch ausbreiten. Die Folge waren nennenswerte Kapitalabflüsse aus den Aktien- und Lokalwährungs-

anleihemärkten eines Teils jener zentral- und osteuropäischen Länder, die mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit ein ähnliches Risikoprofil (z. B. Ungarn), ein hohes Fiskaldefizit (z. B. Ungarn) oder innenpolitische Unsicherheiten (z. B. Slowakei, Ungarn) aufwiesen. Diese *länderspezifischen Faktoren* spielten in den zentral- und osteuropäischen Ländern v. a. im Zeitraum von Juni und Juli 2006 eine stärkere Rolle.

In Ungarn musste die Regierung Mitte Juni 2006 das Ausufern des Budgetdefizits zugeben: Das Defizit drohte im Jahr 2006 etwa 12% des BIP zu erreichen. Die gleichzeitig angekündigten Korrekturmaßnahmen im Ausmaß von etwa 1,5% des BIP wurden von den Marktteilnehmern mit Skepsis zur Kenntnis genommen, wobei die stark angeschlagene Glaubwürdigkeit der ungarischen Fiskalpolitik eine wesentliche Rolle gespielt haben dürfte. Hinzu kam eine ungünstigere Einschätzung der Risikoaussichten durch die wichtigsten Ratingagenturen. Allerdings ist die Währung von den innenpolitischen Turbulenzen seit Mitte September 2006 weitgehend unberührt geblieben. In der Slowakei wurde die Bildung einer Regierung unter Beteiligung national-populistischer Parteien, die eine teilweise Rücknahme von marktwirtschaftlichen Reformen ankündigte, negativ vom Markt aufgenommen, was die Auswirkung der externen Faktoren auf die Währung vertiefte. In Polen hingegen lösten die Entlassung der als reformfreundlich geltenden Finanzministerin Ende Juni 2006, der Rücktritt des als moderat geltenden Premierministers Anfang Juli 2006 sowie das Platzen der Dreierkoalition Ende September 2006 jeweils nur kurzfristig eine negative Marktreaktion aus. Auch in der

Tschechischen Republik bewirkte die parlamentarische Pattsituation nach den Parlamentswahlen, die auch nach vier Monaten Verhandlungen eine mehrheitsfähige Regierung verhinderte, keinen nennenswerten negativen Einfluss auf die Währung.

Die Wertentwicklung der Währungen erfolgte weiterhin in einem von robustem Wachstum gekennzeichneten *gesamtwirtschaftlichen Umfeld*. Das BIP-Wachstum erreichte im ersten Halbjahr 2006 in den meisten der hier beschriebenen Ländern Raten zwischen 5,0% und 7,5%. Ungarn bildete mit einem Wachstum von 4,2% die Ausnahme. Nur in Ungarn lieferten die Nettoexporte weiterhin einen höheren Beitrag zum BIP-Wachstum als die gesamte inländische Nachfrage. In den anderen vier zentraleuropäischen Ländern blieb der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte allerdings ebenfalls positiv. Im Gegensatz zur Situation in Bulgarien, Kroatien und Rumänien. Mit Ausnahme von Ungarn wuchsen die Investitionen kräftiger als der Konsum, der in allen Ländern (mit Ausnahme Rumäniens) weiterhin weniger stark als das gesamte BIP wuchs, was den Inflationsdruck tendenziell minderte.

Das Defizit des *kombinierten Leistungsbilanz- und Vermögensübertragungssaldos* im Verhältnis zum BIP stieg im ersten Halbjahr 2006 in Ungarn, der Slowakei, Bulgarien, Kroatien und Rumänien gegenüber dem ersten Halbjahr 2005 von bereits hohen Niveaus weiter an (auf zwischen 7% und 20% des BIP). Auch die Tschechische Republik verzeichnete eine Ausweitung des Defizits, allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau (3% des BIP). In Ungarn und der Tschechischen Republik war das Defizit durch den negativen Saldo der Einkommens- und Transferbilanz verur-

sacht, während der Saldo der Güter- und Dienstleistungen positiv war. In der Slowakei und v. a. in Bulgarien, Kroatien und Rumänien war hingegen das Defizit durch hohe (und im Jahresvergleich gestiegene) Abgänge bei der Güter- und Dienstleistungsbilanz verursacht. In allen vier Ländern dürfte dies allerdings zum Teil mit dem Importbedarf der regen Investitionsnachfrage zusammenhängen, wenngleich in Rumänien auch Konsumgüterimporte eine nicht unbedeutende Rolle gespielt haben dürften. Ebenfalls positiv zu werten ist, dass der Nettozufluss an Direktinvestitionen (einschließlich konzerninterner Kredite) anstieg und eine Ausweitung der (nach Abzug der Direktinvestitionen) verbleibenden externen Finanzierungslücke verhinderte oder zumindest in Grenzen hielt. Der verbleibende externe Finanzierungsbedarf erreichte lediglich in Kroatien ein hohes Ausmaß (knapp 14% des BIP). In Ungarn, Bulgarien und Rumänien betrug das um die (im Jahresvergleich gestiegenen) Direktinvestitionszuflüsse verringerte außenwirtschaftliche Defizit 2% bis 4% des BIP. Diese Finanzierungslücke konnte zwar durch Kapitalzuflüsse geschlossen werden, die auch einen Aufbau von Devisenreserven erlaubten, führte jedoch gleichzeitig zum weiteren Anwachsen der Auslandsschulden. Vor allem in Kroatien und Bulgarien kann der Finanzierungsbedarf im ersten Halbjahr 2006 auch durch saisonale Faktoren erklärt werden.

Gestiegene *kurzfristige Zinsdifferenzen gegenüber dem Euroraum*, in Reaktion auf Zinserhöhungen der jeweiligen Notenbanken, wirkten – in Verbindung mit dem Vorhandensein liquider Veranlagungsmöglichkeiten – in Ungarn und der Slowakei unterstützend auf die jeweilige Währung.

In Polen hingegen verringerte sich die Zinsdifferenz als Folge von stabilen Zinsen in Polen und steigenden Zinsen im Euroraum, während der negative Abstand zwischen kurzfristigen Zinsen in der Tschechischen Republik weitgehend stabil blieb.

Während sich die Zinserhöhungen der Notenbanken primär durch die Inflationsentwicklung erklären lassen, hielten es mehrere Notenbanken in Reaktion auf Wechselkursbewegungen für angemessen, *auf dem Devisenmarkt zu intervenieren*. Die slowakische Notenbank intervenierte im April und Mai 2006 mit kleineren Beträgen zugunsten der slowakischen Krone, im Juni und Juli 2006 verkaufte sie jedoch insgesamt 3,1 Mrd EUR Fremdwährung, um der Abschwächung der slowakischen Krone entgegenzuwirken. Die kroatische Notenbank kaufte hingegen zwischen Mai und Juli 2006 wiederholt Fremdwährung von den Banken, um den Aufwertungsdruck auf die kroatische Kuna zu mäßigen. Nach einer relativ schnellen Abschwächung der kroatischen Kuna zwischen Anfang August und Mitte September 2006 in Reaktion auf die Verschärfung von Vorschriften zur kurzfristigen Fremdwährungsliquidität von Kommerzbanken (die mit dem Ende der Tourismussaison zusammenfiel) tätigte sie in der zweiten Septemberhälfte zur Stabilisierung des Wechselkurses sowohl Fremdwährungsankäufe als auch -verkäufe. In Slowenien bauten die Banken ihren Bestand an Devisenswaps mit der Notenbank im Juni und Juli 2006 fast vollständig ab, was mit dem bevorstehenden Eintritt Sloweniens in den Euroraum zum 1. Jänner 2007 zusammenhängen dürfte. Gemäß der Entscheidung des Europäischen Rates vom 11. Juli 2006 beträgt der Konversionskurs 239,64 SIT

je Euro, entsprechend der Zentralrate des slowenischen Tolar im WKM II.

Abgesehen von den negativen Folgen hoher Wechselkursvolatilität für die Realwirtschaft und für Finanzinvestoren ist Wechselkursstabilität in Ländern mit einem hohen *Fremdwährungsanteil*¹ an den gesamten inländischen Krediten an Unternehmen und Haushalte auch aus Sicht der Finanzmarktstabilität wichtig. Das hohe Leistungsbilanzdefizit, das zum Teil Folge eines hohen inländischen Kreditwachstums und/oder relativ hoher Fiskaldefizite ist, erscheint weiterhin in mehreren zentral- und osteuropäischen Ländern als der größte Risikofaktor für die Wechselkursstabilität, sofern es nicht unmittelbar aus Importen infolge von Direktinvestitionen resultiert.

Ein wirtschaftliches Klima, das für den Zufluss von Direktinvestitionen (sowohl für neue Investitionen als auch für die Reinvestition von erwirtschafteten Gewinnanteilen ausländischer Investoren) förderlich ist, kann zur *Sicherung der Wechselkursstabilität* beitragen. Ein durch Direktinvestitionen nicht gedeckter externer Finanzierungsbedarf erhöht die Abhängigkeit von Portfoliokapital und Kreditverbindlichkeiten als Finanzierungsquellen. Dies wiederum setzt die betreffenden Länder verstärkt den Schwankungen der internationalen Finanzmärkte aus und erfordert somit die Sicherung eines hohen Maßes an wirtschaftspolitischer Glaubwürdigkeit. Die Möglichkeit erhöhter Wechselkursvolatilität im Fall von Störungen in diesen Bereichen wurde während des ersten Halb-

jahres 2006 am Beispiel mehrerer Länder (Island, Neuseeland, Ungarn, Türkei) deutlich. In diesem Zusammenhang sei auch auf erhöhte (wirtschafts-)politische Risiken in einigen zentral- und osteuropäischen Ländern hingewiesen, die mittelfristig negativ auf das Marktvertrauen wirken könnten. Eine Verlangsamung des durch ausländischen Kapitalzufluss finanzierten inländischen Kreditwachstums (bzw. die Nettorückzahlung von Fremdwährungsverbindlichkeiten infolge einer Umschichtung in der Kredit- und Refinanzierungsstruktur der Banken) könnte vorübergehend zu erhöhter Wechselkursvolatilität führen, auch wenn dadurch in weiterer Folge der externe Finanzierungsbedarf verringert werden dürfte.

Renditeabstände von Staatsanleihen in Lokalwährung international beeinflusst

Nachdem die *Renditeabstände* von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit in Lokalwährung gegenüber Euro-Benchmarkanleihen von Ende März 2006 bis Mitte Mai 2006 recht stabil gewesen bzw. in Ungarn leicht zurückgegangen waren, kam es in Polen, der Slowakei und Ungarn zu einer deutlichen Spread-Ausweitung. Der Renditeabstand in der Tschechischen Republik stieg zwar ebenfalls leicht an, blieb aber sehr nah am Niveau des Euroraums. Hauptursache für die Entwicklung war in allen vier Anleihemärkten die Verschlechterung des internationalen Umfelds für aufstrebende Märkte, was durch länderspezifische Faktoren jedoch ver-

¹ Zu diesem Thema siehe auch den Kasten „Risiken österreichischer Banken aus der Vergabe von Fremdwährungskrediten konzentrieren sich auf das Inland“ im Kapitel „Dynamische Entwicklung österreichischer Finanzintermediäre“.

stärkt wurde. Die Renditeabstände weiteten sich in der Slowakei und Ungarn am stärksten (um etwa 110 Basispunkte) aus, gefolgt von Polen (+80 Basispunkte) und in deutlich geringerem Ausmaß von der Tschechischen Republik (+25 Basispunkte). Umgekehrt bewirkte die Entspannung auf den Anleihemärkten der USA und des Euroraums ab der zweiten Junihälfte 2006 (in der Slowakei ab Mitte Juli) auch wieder eine Verringerung der Abstände. Während dieser Prozess in der Slowakei bis zum Ende der Beobachtungsperiode anhielt, kam es in Ungarn und Polen seit der zweiten Julihälfte 2006 zu einer erneuten Ausweitung bis über die Höchststände von Ende Juni.

In Polen, in der Slowakei und in Ungarn stieg die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate in der Periode von März bis September 2006 an, während sie in der Tschechischen Republik weitgehend stabil blieb. Als Ergebnis weitete sich der positive Inflationsabstand in Ungarn und der Slowakei aus, während sich die Inflationsrate in Polen von unten jener des Euroraums annäherte und in der Tschechischen Republik nahe der Inflation des Euroraums verblieb. Gemessen an der Kerninflation (Gesamtrate exklusive der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) stieg der Inflationsdruck insbesondere in der Slowakei und Ungarn an. Die Inflationsrisiken sind in den vier Ländern aufwärts gerichtet. In Ungarn wird infolge von Regierungsmaßnahmen zur Budgetsanierung (Anhebung von regulierten Preisen und indirekten Steuern) mit einer spürbaren Beschleunigung der Inflation auf etwa 8 % im ersten Halbjahr 2007 gerechnet. In der Slowakei über-

legt die Regierung, für bestimmte Güter und Dienstleistungen einen niedrigeren Umsatzsteuersatz einzuführen, was sich unmittelbar positiv auf die Inflation auswirken könnte. Langfristige Effekte könnten allerdings aufgrund des Nachfrageeffekts und angesichts weiterhin starker Konsumnachfrage sowie steigender Lohnstückkosten negativ ausfallen. In der Tschechischen Republik dürfte die Anhebung von indirekten Steuern und regulierten Preisen im Jahr 2007 zu einem Inflationsanstieg führen, während in Polen die Dürre in der Landwirtschaft die Inflation Anfang 2007 über die Mitte des Zielbands (2,5 %) heben könnte. Hinzu kommt, dass die starken Wachstumsraten in Polen, in der Slowakei und in der Tschechischen Republik negative Output-Gaps verringern bzw. zur Ausweitung von positiven Output-Gaps führen, was mittelfristig inflationstreibend wirken könnte. In diesen drei Ländern stellt auch eine an der Konjunkturdynamik gemessen zu wenig ambitionierte Fiskalpolitik einen Risikofaktor für die künftige Inflationsentwicklung dar.

Die Notenbanken der Tschechischen Republik und v. a. der Slowakei und Ungarns reagierten bereits während der letzten Monate auf den aufkeimenden Inflationsdruck. Die jeweiligen *Leitzinsen* wurden zwischen März und September 2006 um 50, 125 bzw. 175 Basispunkte angehoben. Inflationsdynamik und -ausblick führten in allen drei Ländern zur Markterwartung weiterer Zinserhöhungen, die sich in Ungarn und in der Tschechischen Republik auch in den Terminzinsen zeigt. Auch in Polen spiegeln die Terminzinsen die Erwartung eines stärkeren Anstiegs der kurzfristigen Zinsen innerhalb der nächsten sechs Monate wider.

Die *Budgetentwicklung* spielte in den vergangenen Monaten v. a. in Ungarn eine wesentliche Rolle für den Anleihemarkt. Das neuerliche und alle früheren Erwartungen übertreffende Überschießen des Defizitziels im Jahr 2006 wurde vom Markt mit deutlicher Enttäuschung aufgenommen. Die Erosion der Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik über die letzten Jahre dürfte auch die Ursache dafür sein, dass die Renditeabstände – trotz der Bekanntgabe der Regierungspläne zur nachhaltigen Sanierung der Staatsfinanzen über die Jahre 2007 bis 2009 – weiterhin auf hohem Niveau blieben. In Polen und in der Slowakei löste der Wechsel an der politischen Spitze des Landes Zweifel über den fiskalpolitischen Kurs der kommenden Jahre aus. Bislang jedoch beteuerten die Verantwortlichen beider Länder, an einer stabilitätsorientierten Fiskalpolitik festhalten zu wollen. Genauere mittelfristige Fiskalpläne werden die aktualisierten Konvergenzprogramme zu Jahresbeginn 2007 enthalten. In der Tschechischen Republik bleiben die länger-

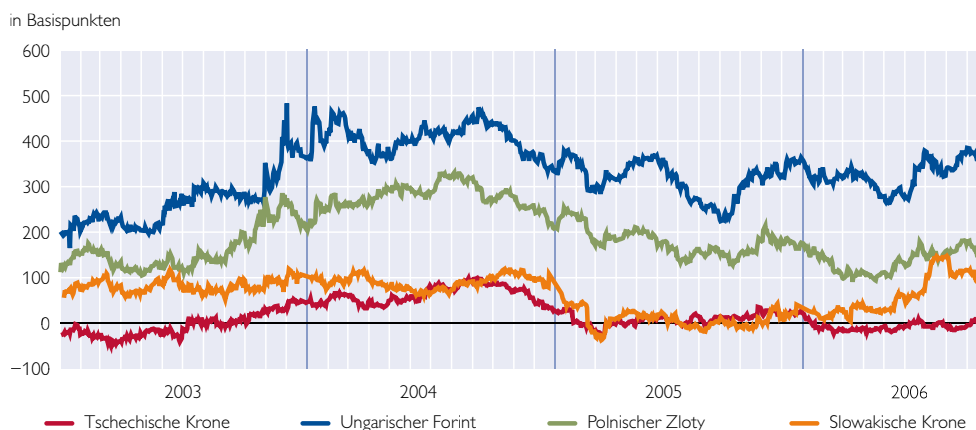
fristigen fiskalpolitischen Zielsetzungen aufgrund der labilen politischen Situation (mögliche Neuwahlen Anfang 2007) ebenfalls unsicher.

Angesichts der gestiegenen fiskalpolitischen Unsicherheiten und der Inflationsrisiken ist es nicht verwunderlich, dass sich das *von den Marktteilnehmern erwartete Datum der Euroeinführung* in Ungarn und in der Slowakei weiter nach hinten verschoben hat. Dies bestätigen Quartalsumfragen der Nachrichtenagentur Reuters, die zeigen, dass in beiden Ländern zwischen Februar und August 2006 ein um jeweils ein Jahr nach hinten verschobener Beginn der Euro-Einführung (auf 2013 in Ungarn bzw. 2010 in der Slowakei) erwartet worden ist. Zudem hat sich im Fall Ungarns das früheste erwartete Datum um zwei Jahre auf 2012 verschoben.

Steigende Inflationsraten, Zinserhöhungen der Notenbanken (mit der Ausnahme von Polen) und fiskalpolitische Risiken bedeuten *Unsicherheitsfaktoren für den Kapitalmarktausblick* in allen vier Ländern. In Ungarn bleibt abzuwarten, ob die Staatsfinanzen

Grafik 3

Renditeabstände von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit gegenüber Euro-Benchmarkanleihen



Quelle: Eurostat.

durch die bereits ergriffenen bzw. in Planung genommenen Maßnahmen tatsächlich auf eine längerfristig tragfähige Basis gestellt werden können. In den anderen drei Ländern werden die Regierungen die Beibehaltung der fiskalpolitischen Glaubwürdigkeit der letzten Jahre noch unter Beweis stellen müssen. Darüber hinaus wird die Frage, ob das niedrige Inflationsumfeld in der Tschechischen Republik und in Polen trotz der vorhin beschriebenen Risiken mittelfristig gewahrt werden kann bzw. ob die der-

zeit hohen Inflationsraten in Ungarn und in der Slowakei erneut auf ein niedrigeres Niveau reduziert werden können, entscheidend sein. Schließlich bleiben die Märkte für Lokalwährungsanleihen in den beiden Ländern mit einem besonders hohen Anteil der ausländischen Investoren am ausstehenden Staatsanleihevolumen (Ungarn und Polen) vom internationalen Investorenklima und möglichen künftigen Portfolioumschichtungen internationaler Investoren abhängig.