

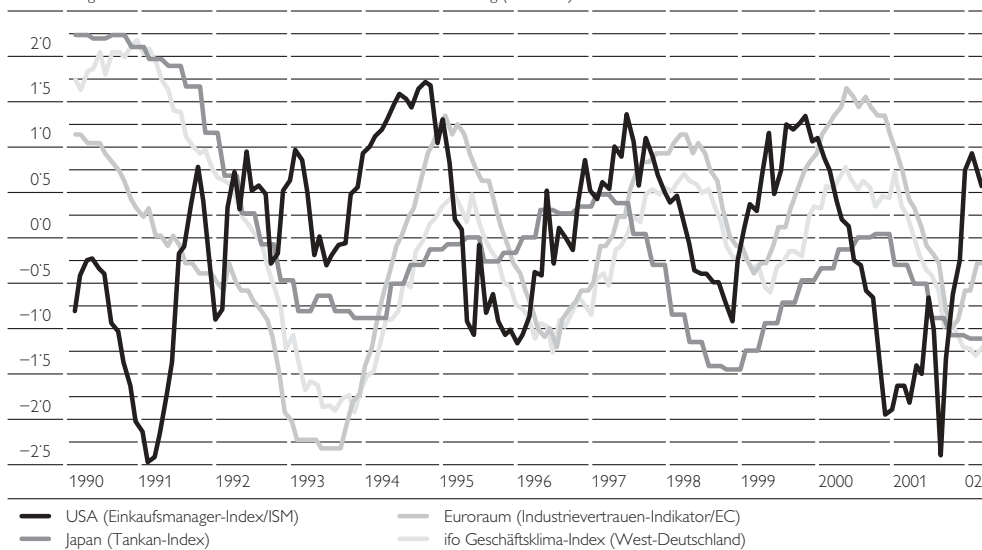
## Internationale Konjunktur

Der globale, synchrone – von den USA ausgehende – Wirtschaftsabschwung im Jahr 2001, der vor allem durch Überinvestitionen im High-Technology-Bereich und durch höhere Erdölpreise bedingt war, kam mit Jahreswechsel 2001/02 zu einem Ende. Zunächst deuteten im vierten Quartal 2001 steigende Kurse auf den Risikokapitalmärkten und in weiterer Folge sich verbessernde Konjunkturindikatoren sowie höhere Input-Preise (z. B. im Halbleiterbereich) auf eine Konjunkturwende hin. Mittlerweile unterstützt eine zunehmende Anzahl „harter Fakten“, wie eine steigende Industrieproduktion in den USA seit Jänner 2002, die Annahme einer von den USA angeführten globalen Konjunkturerholung. Wenngleich die Wachstumsraten in den einzelnen Weltregionen insbesondere im ersten Halbjahr noch sehr divergent sind, sollten sich diese im weiteren Jahresverlauf annähern, sodass gegen Jahresende 2002 in den meisten Regionen ein zumindest moderat positives Wirtschaftswachstum, weitgehend frei von Inflationsdruck, vorherrschen sollte.

Grafik 1

### Geschäftsklima-Indikatoren in den G 3

Abweichung vom Mittelwert des Indikators relativ zur Standardabweichung (seit 1990)



Quelle: Datastream, OeNB.

Die Gründe für die rasche Überwindung des globalen Konjunkturtals liegen hauptsächlich in der deutlichen Reaktion von Geld- und Fiskalpolitik in den USA, abgeschwächt auch im Euroraum, sowie in moderateren Erdölpreisen im vierten Quartal 2001 und über weite Strecken des ersten Quartals 2002.

Zur Nachhaltigkeit und Stärke des globalen Wirtschaftsaufschwungs gibt es jedoch Unsicherheiten, die vor allem mit den finanziellen Ungleichgewichten in den USA (niedrige Sparquote und hohes Leistungsbilanzdefizit) und Japan (fragiler Bankensektor und hohes Budgetdefizit) sowie mit der Erdölpreisentwicklung im Zusammenhang stehen.

### Rasche Konjunkturwende in den USA

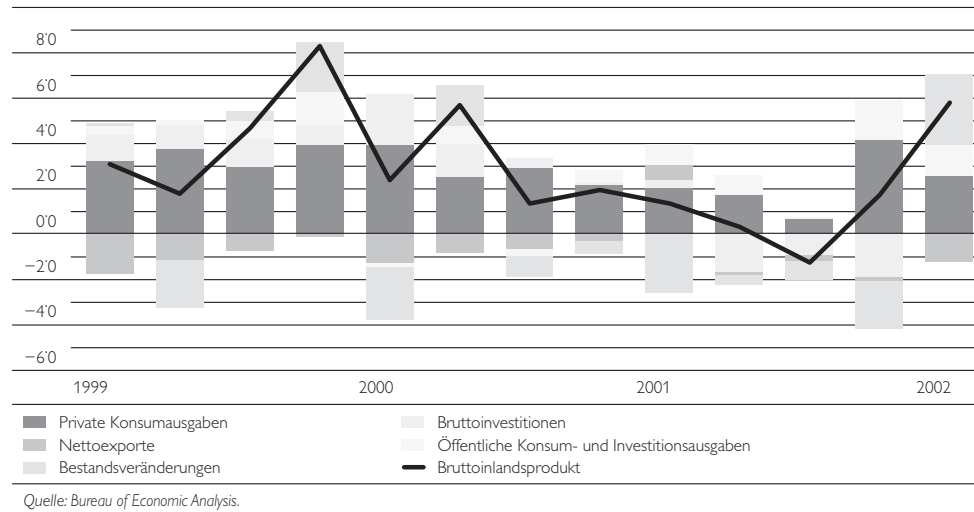
Die Trendwende bei der Wirtschaftsentwicklung in den USA ist Ende des Jahres 2001 markanter ausgefallen als zunächst erwartet. Das reale BIP expandierte im ersten Quartal 2002 mit einer annualisierten Quartalswachstumsrate von (vorläufig) 5,8%, nach 1,7% im vierten Quartal 2001. Die Jahreswachstumsrate des realen BIP betrug im Jahr 2001 1,2%.

Grafik 2

#### Wachstum der Komponenten des realen BIP in den USA

##### Beitrag zum saisonbereinigten BIP

Veränderung zum Vorquartal in Prozentpunkten



Die Terroranschläge vom 11. September 2001 hatten unmittelbare, negative Auswirkungen auf die Wirtschaft in den USA, indem der private Konsum kurzfristig einbrach, das Vertrauen von Industrie und Konsumenten deutlich nachgab, die Unternehmen Beschäftigte abbauten und Investitionen hintanstellten. Im vierten Quartal 2001 erholte sich der private Konsum kräftig, unter anderem auf Grund zahlreicher Sonderaktionen für langlebige Konsumgüter. Auch die deutlich höheren Ausgaben der öffentlichen Hand im Gefolge der Terroranschläge stützten die Wirtschaft in den USA. Hingegen waren die privaten Investitionen in den USA weiterhin rückläufig, und der Abbau der Lagerbestände beschleunigte sich nochmals.

Im ersten Quartal 2002 hat die Konjunktur in den USA deutlich an Schwung gewonnen, da neben einem weiterhin robusten privaten Konsum und steigenden Staatsausgaben der Abbau der Lagerbestände sich deutlich verlangsamt hat, was wiederum zu einem Anspringen der Industrieproduktion führte. Wenngleich sich das starke Wirtschaftswachstum nach dem ersten Quartal abschwächen dürfte, erwarten die meisten Prognostiker eine fortgesetzte Konjunkturerholung im Jahr 2002.

Die Nachhaltigkeit des Konjunkturaufschwungs in den USA ist jedoch erst dann gegeben, wenn auch die privaten Investitionen wieder positive Wachstumsraten aufweisen und die private Konsumnachfrage robust bleibt. Auf Grund der bislang anhaltenden Investitionsschwäche des Unternehmenssektors ist die Gefahr einer deutlichen Verflachung des Expansionspfades noch nicht

gebannt. Die hohe Verschuldung des Privatsektors und das steigende Leistungsbilanzdefizit der USA stellen insbesondere im Fall eines Vertrauensschocks bei den US-Konsumenten bzw. einer Neueinschätzung der erwarteten Renditen von Investitionen in den USA durch (ausländische) Investoren ein latentes Risiko für die US-Konjunktur und die US-Kapitalmärkte dar.

Das Federal Reserve System reagierte auf die Rezession im letzten Jahr mit deutlichen Zinssenkungen. Zuletzt wurde der Zielsatz für die Federal Funds Rate im Dezember 2001 auf 1,75% gesenkt.

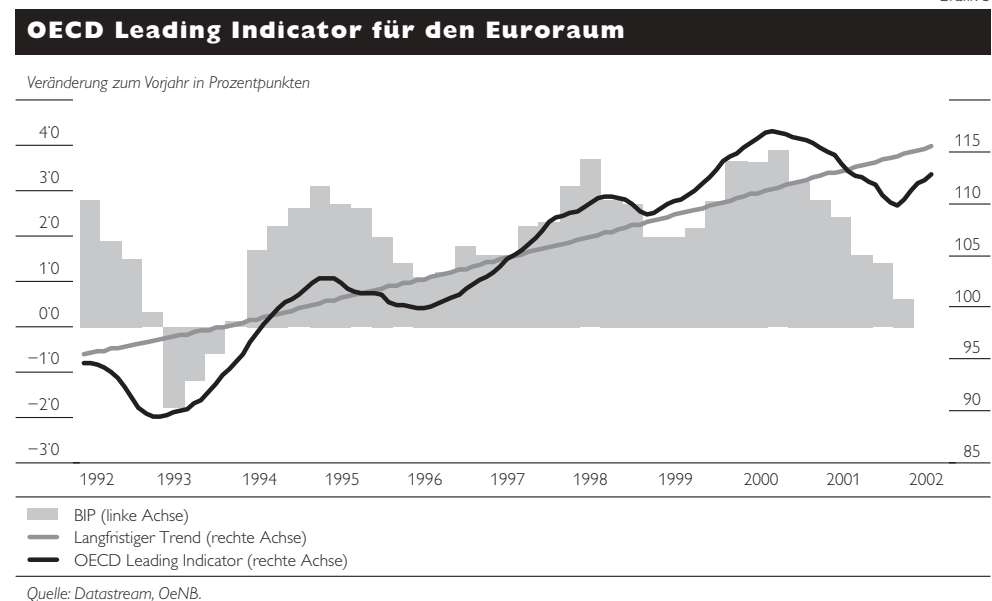
### Verhaltener Aufschwung im Euroraum

Die Entwicklung des realen BIP im Euroraum war auch im vierten Quartal 2001, wie schon in den Quartalen davor, von einer schwachen Binnen- nachfrage gekennzeichnet, die durch positive Außenbeiträge zum BIP-Wachstum nur partiell kompensiert wurde. Im vierten Quartal 2001 ging das reale BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,2% zurück. Im Jahr 2001 wurde ein Wirtschaftswachstum von 1,5% erzielt.

Die kontinuierliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums von Mitte 2000 bis Ende 2001 war vor allem auf globale Faktoren, wie den Anstieg der Erdölpreise 1999 und 2000, auf die Überinvestitionen im High-Technology-Bereich, die deutlichen Kursverluste bei „Wachstums“-Aktien und den Konjunkturabschwung in den USA zurückzuführen. Hinzu kamen europa- und länder-spezifische Entwicklungen, die die Wirtschaft im Euroraum belasteten und in den Ländern des Euroraums zu relativ unterschiedlichen Wachstumsraten im Jahr 2001 führten: von z. B. 0,6% in Deutschland über 2% in Frankreich bis zu 6,6% in Irland.

Die Erwartung einer langsamen Konjunkturerholung im Euroraum während des ersten Halbjahres 2002 wird seit Jahresanfang von steigenden Vertrauensindikatoren, insbesondere in der Industrie, unterstützt. Somit gehen die jüngsten Prognosen zum realen BIP-Wachstum im Euroraum von verhaltenen

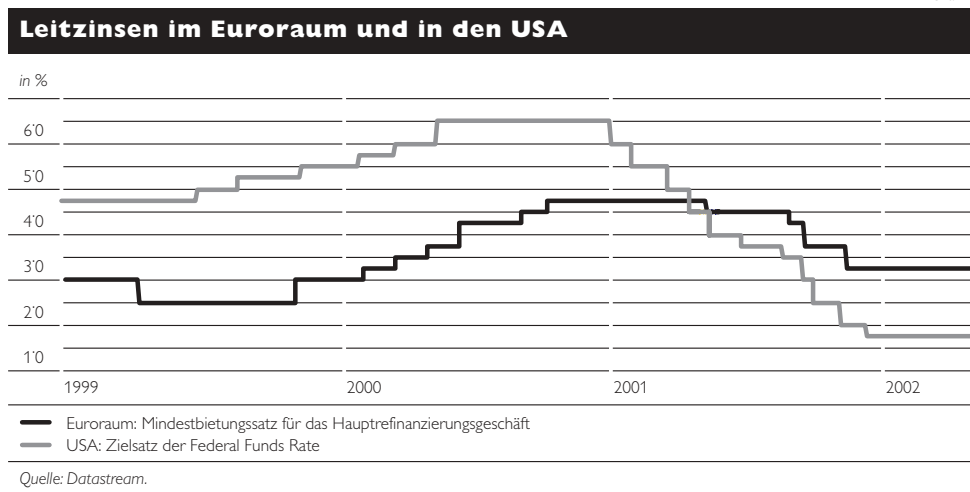
Grafik 3



Wachstumsraten im ersten Halbjahr 2002 und einer kräftigeren Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2002 aus.

Die Konjunkturschwäche, wie auch die verringerten Effekte durch den Rohölpreis und durch die Fleischpreise, führten im Laufe des vierten Quartals 2001 zu einem weiteren Absinken der Inflationsrate im Euroraum. Wenngleich es im Jänner 2002 zu einem temporären Anstieg auf 2,7% – vor allem auf Grund von Sondereffekten – kam, gehen das Eurosystem wie auch die meisten Prognostiker davon aus, dass sich der Trend sinkender Inflationsraten 2002 fortsetzen wird. Vor diesem Hintergrund senkte der EZB-Rat im November 2001 abermals den Leitzins um 50 Basispunkte auf 3,25%.

Grafik 4



### Japan befindet sich weiterhin in einer schwierigen wirtschaftlichen Situation

Die japanische Wirtschaft wies, bedingt durch die schwache Inlandsnachfrage, ab dem zweiten Quartal 2001 negative reale BIP-Wachstumsraten gegenüber dem Vorquartal auf. Vor allem Unsicherheiten über die Beschäftigungsentwicklung drückten die privaten Konsumausgaben. Zudem dämpfte die schwache internationale Nachfrage die japanischen Exporte. Im Gesamtjahr 2001 ging das reale BIP um 0,5% zurück. Im ersten Quartal 2002 wies das Stimmungsbarmeter „Tankan“ noch keine Verbesserung auf, es gab jedoch erste Anzeichen, dass sich der globale Konjunkturaufschwung in steigenden japanischen Exporten niederschlagen dürfte. Problematisch sind die anhaltende Deflation, das hohe Budgetdefizit, die rasch steigende Staatsschuldenquote und die hohe Zahl notleidender Kredite, die den Bankensektor belasten und dessen Intermediationsfunktion beeinträchtigen. Dies, wie auch die anstehenden Umstrukturierungen im privaten und öffentlichen Sektor sowie die steigende Arbeitslosigkeit, dürften die Inlandsnachfrage weiterhin dämpfen, womit die japanische Wirtschaft auch in absehbarer Zukunft ihre Wachstumsschwäche kaum überwinden dürfte.

### Die Schwellenländer konnten sich von der Argentinienkrise abkoppeln

Die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern war vom Konjunkturzyklus der Industrieländer geprägt. Lediglich große, relativ geschlossene Volkswirtschaften wie China, Indien oder Russland konnten sich weitgehend

vom globalen Konjunkturabschwung abkoppeln. Die „Tigerstaaten“ waren im vierten Quartal 2001 noch von den rückläufigen High-Technology-Investitionen getroffen, und in Lateinamerika verschärfte sich die Krise in Argentinien zusehends. Mit Jahresanfang 2002 verbesserte sich jedoch das Bild in Südostasien, einerseits weil sich die Exportnachfrage wieder belebt hatte, andererseits weil sich das Konsumenten- und Unternehmensvertrauen verbessert hatte.

Argentinien hingegen musste gegen Jahreswechsel 2001/02 seine Zahlungsunfähigkeit bekannt geben und beendete in weiterer Folge die Bindung seiner Währung an den US-Dollar. Der argentinische Peso wertete von einem Verhältnis 1:1 auf etwa 1:3 USD/ARS per Anfang Mai 2002 ab. Das restliche Lateinamerika konnte sich zwar nicht dem globalen Wirtschaftsabschwung entziehen, blieb aber weitestgehend von Ansteckungseffekten aus Argentinien verschont.

Dass die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens bislang kaum zu deutlichen Ansteckungseffekten in anderen Schwellenländern führte, dürfte vor allem damit im Zusammenhang stehen, dass die Finanzmärkte bereits Monate zuvor solch einer Entwicklung eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit zugeordnet hatten und diese sich in den Kursen argentinischer Rentenpapiere widerspiegelte. Zudem scheinen die Finanzmarktteilnehmer relativ klar zwischen der argentinischen Situation und jener der anderen Schwellenländer differenziert zu haben. Auf Grund der weiterhin gegebenen Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung in Argentinien ist es allerdings noch zu früh, ein teilweises Überschwappen der Argentinienkrise auf andere Schwellenländer vollständig auszuschließen.

#### **Konjunktur in der Europäischen Union beeinflusst auch Zentral- und Osteuropa**

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Zentral- und Osteuropa war im Jahr 2001 durch die Wachstumsabschwächung in der Europäischen Union sowie – im Fall Russlands – durch den Erdölpreistrückgang geprägt. Nur jene Länder, die von der globalen Dämpfung in einer Phase eines markanten Aufschwungs der Inlandsnachfrage getroffen wurden, konnten gegenüber dem Jahr 2000 eine Wachstumsbeschleunigung erzielen (Kroatien, Slowakische Republik, Tschechische Republik). In Kroatien und der Slowakischen Republik führte die Kombination aus starker Inlandsnachfrage und niedrigerem Exportwachstum zu einer deutlichen Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, in der Slowakischen Republik auf ein beachtlich hohes Niveau. Allerdings war in beiden Ländern das Leistungsbilanzdefizit in hohem Ausmaß durch den Zustrom an Nettodirektinvestitionen gedeckt. In Kroatien kam es daher sogar zu einem Anstieg der offiziellen Bruttoreserven, gemessen in Monatsimporten an Gütern und Dienstleistungen. In der Slowakischen Republik sanken die Reserven jedoch leicht und verzeichneten wie im Jahr 2000 den niedrigsten Wert der untersuchten Länder.

Für die gesamte Region wird im Verlauf dieses Jahres wichtig sein, wie rasch und wie stark der Aufschwung in der Europäischen Union (EU) und damit der Anstieg des Exportwachstums ausfällt. In der Slowakischen Republik dürfte nicht nur das weitere Anziehen von umfangreichen Direktinvestitionen, sondern auch eine Dämpfung des Wachstums der Inlandsnachfrage erforderlich sein. Beides wird jedoch maßgeblich von der politischen Entwicklung, insbesondere

den im Herbst 2002 anstehenden Parlamentswahlen, bestimmt werden. Für Polen wird hinsichtlich des Wechselkurses wesentlich sein, welche Importintensität die künftige Erholung der inländischen Investitionsnachfrage aufweisen wird.

## Internationale Finanzmärkte

### Vorsichtige Erholung der Finanzmärkte im vierten Quartal 2001

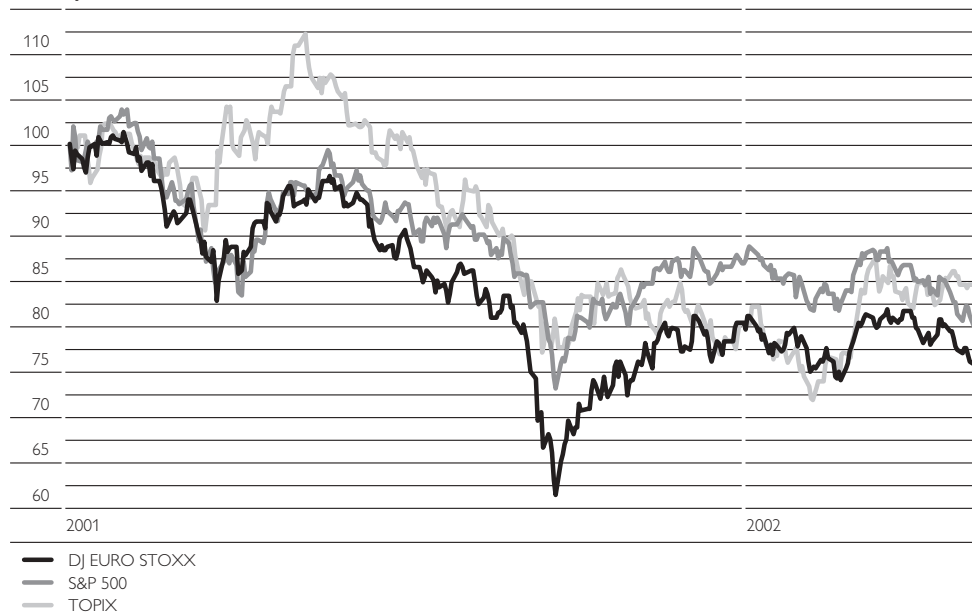
Die auf den Kapitalmärkten bereits seit dem zweiten Quartal 2000 feststellbare Flucht in „Qualität“ verstärkte sich unmittelbar nach den Terroranschlägen am 11. September 2001. Es kam zu deutlichen, zum Teil sprunghaften Kursrückgängen auf den Risikokapitalmärkten, vor allem bei Aktien und Unternehmensanleihen niedriger Bonität. Hingegen erfuhren risikofreie Wertpapiere, vor allem westliche Staatsanleihen, deutliche Kursanstiege.

Grafik 5

#### DJ EURO STOXX – Standard & Poor's 500 – Tokyo SE Price Index

vom 1. Jänner 2001 bis 10. Mai 2002

Index: 1. Jänner 2001 = 100



Quelle: Datastream, OeNB.

Diese Entwicklung hielt jedoch nur relativ kurze Zeit an. Bereits Ende September 2001 ging die Volatilität zurück, und die Kurse auf den Risikokapitalmärkten begannen in Antizipation einer baldigen, globalen und weitgehend inflationsfreien Konjunkturerholung wieder zu steigen. Vor allem in den USA hatte jedoch das Vorseilen der Aktienkurse gegenüber der realwirtschaftlichen Entwicklung und den stark fallenden Unternehmensgewinnen, temporär deutlich steigende Kurs-Gewinn-Verhältnisse zur Folge.

Auf den Staatsanleihemärkten setzte sich vor allem ab November 2001 die Meinung einer baldigen Konjunkturerholung durch: es kam in relativ kurzer Zeit zu teils deutlichen Kursrückgängen bzw. Renditesteigerungen und – gemeinsam mit sinkenden Leitzinsen – zu wesentlich steileren Zinsstrukturkurven.

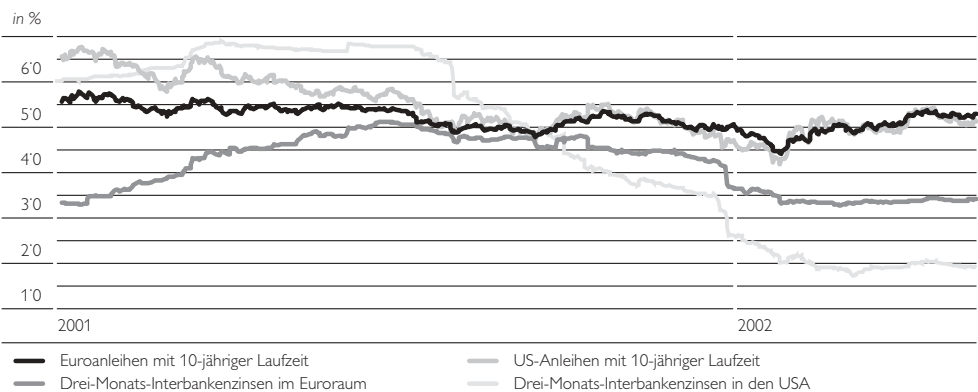
In weiterer Folge gingen im Laufe des vierten Quartals 2001 auf Grund der allgemein optimistischeren Einschätzungen auf den Finanzmärkten auch im Unternehmensanleihensektor die Spreads gegenüber Staatsanleihen zurück.

Per Jahresende 2001 stellte sich die Situation auf den Finanzmärkten generell deutlich positiver dar als noch zu Ende des dritten Quartals 2001.

Grafik 6

### Zinssatzentwicklung im Euroraum und in den USA

vom 1. Jänner 2001 bis 10. Mai 2002

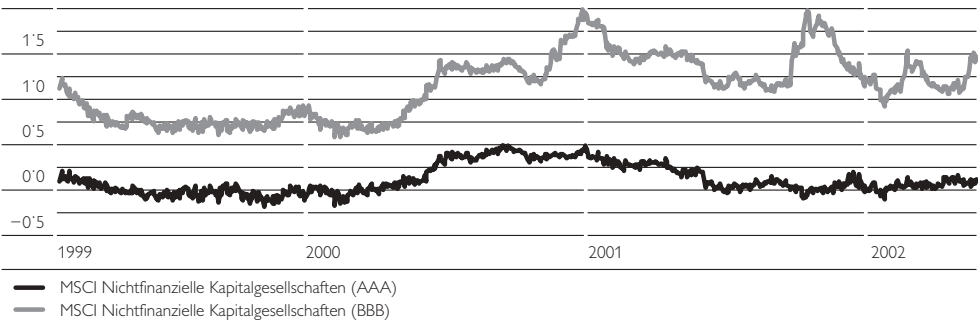


Quelle: Datastream.

Grafik 7

### Zinsdifferenz von in Euro denominierten Unternehmensanleihen zu deutschen Benchmark Bundesanleihen

in Prozentpunkten



Quelle: Datastream.

### Offene Fragen zur Corporate Governance prägen die ersten Monate 2002

In den ersten Monaten des Jahres 2002 waren die Finanzmärkte vor allem durch zwei Entwicklungen gekennzeichnet: Einerseits verbesserte sich der Konjunkturausblick kontinuierlich, andererseits warf insbesondere der Konkurs des Energieunternehmens Enron Fragen zur Corporate Governance und Transparenz von Unternehmensbilanzen auf.<sup>1)</sup> Letzteres führte ab Ende Jänner 2002 zu einem weitreichenden Glaubwürdigkeitsverlust bezüglich Finanzinformationen von

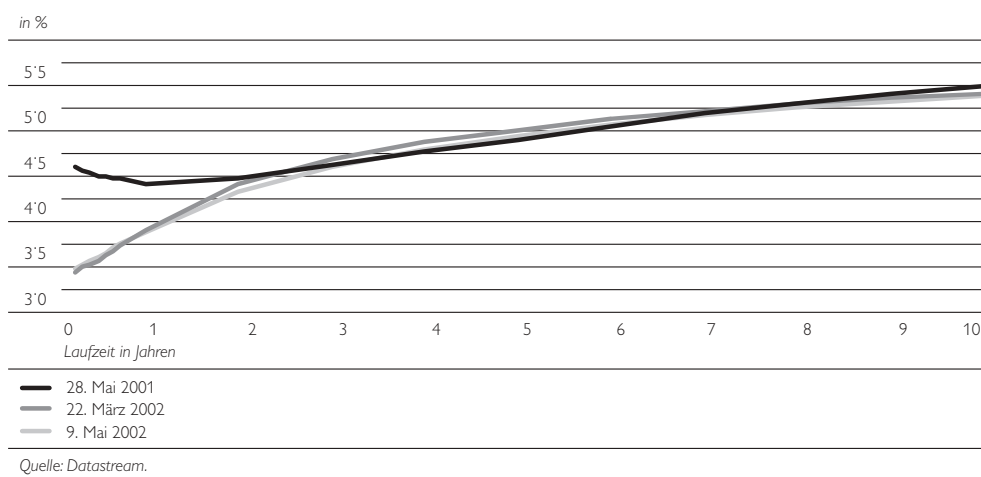
<sup>1</sup> Neben dem Auslöser Enron gab es zahlreiche andere Fälle, wie z. B. in Europa die Swissair, auf Grund deren Beispiel Fragen zur Corporate Governance diskutiert wurden.

Unternehmen, der vor allem rasch wachsende Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil – wie z. B. viele High-Technology-Unternehmen – traf.

In der Folge wiesen Unternehmensaktien aus diesem Segment und Unternehmensanleihen mit sehr niedriger Bonität zum Teil deutliche Kursverluste auf. Hingegen unterstützte das sich aufhellende Konjunkturmilieu, verbunden mit etwas positiveren Gewinnerwartungen, jene Aktien und Unternehmensanleihen, die von den Investoren nicht mit zweifelhaften Bilanzierungsmethoden und übermäßigen Fremdkapitalquoten in Verbindung gebracht wurden. Vor diesem Hintergrund entwickelten sich der DJ EURO STOXX Index und der US-Index S&P500 in den ersten vier Monaten des Jahres 2002 weitgehend seitwärts, während der japanische TOPIX Index geringfügig an Wert gewann.

Grafik 8

### Nullkupon-Zinsstruktur des Euroraums



Die Zinsstruktur im Euroraum und vor allem den USA wurde auf Grund eines leichten Anstiegs der langfristigen Zinsen von Staatsanleihen im Verlauf des ersten Quartals 2002 nochmals steiler, was in erster Linie mit der Erwartung eines Konjunkturaufschwungs und weniger mit steigenden Inflationserwartungen im Zusammenhang stehen dürfte. Zu Beginn des zweiten Quartals gingen die langfristigen Zinssätze, vor allem in den USA, geringfügig zurück.

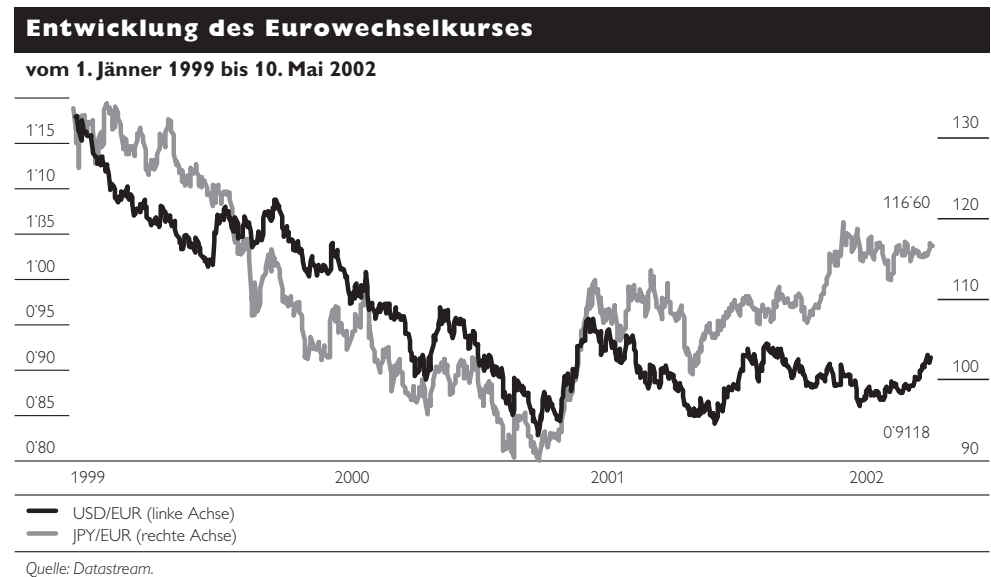
In Japan lagen die kurzfristigen Zinsen beständig bei null, die Rendite von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit schwankte trotz eines Downgradings von Moody's für inländische Staatsanleihen relativ konstant um 1,4%.

Die Anleihe- und Aktienmärkte in den Schwellenländern entwickelten sich im vierten Quartal 2001 und in den ersten Monaten des Jahres 2002 trotz der Krisenverschärfung in Argentinien weitgehend positiv, und einige staatliche Emittenten aus diesen Regionen kehrten mit Neuemissionen auf den internationalen Kapitalmarkt zurück. Diese Entwicklung wurde vor allem durch die sinkende Risikoaversion bei den Investoren und eine rasche Umkehr der Kapitalabflüsse in diese Regionen möglich. Dass die Situation für Schuldner mit einem vergleichsweise hohen Risiko weiterhin sehr labil ist, zeigte sich Anfang Mai 2002 in Brasilien, wo die Bondspreads auf Grund von innerpolitischen Problemen wieder anstiegen und private brasilianische Emittenten ihre geplanten Emissionen verschoben.

### Geringe Volatilität des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar

Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar bewegte sich im vierten Quartal 2001 um 0,90 USD/EUR, im ersten Quartal 2002 knapp unter 0,90 USD/EUR und gegen Ende April/Anfang Mai wieder um 0,90 USD/EUR. Auffallend war die geringe Volatilität des Wechselkurses über den gesamten Zeitraum. Dies mag daran liegen, dass der 11. September 2001 aus Sicht der Finanzmärkte einen weitgehend symmetrischen Schock dargestellt hatte, andererseits scheinen die Kapitalflüsse in die USA im Berichtszeitraum nachgelassen zu haben, was vermutlich weniger mit den relativen Wachstumsaussichten als mit den relativen Renditeerwartungen von Eurorauminvestitionen gegenüber US-Portfolio- und Direktinvestitionen zu tun haben könnte.

Grafik 9



Gegenüber dem japanischen Yen stieg der Wechselkurs des Euro in der zweiten Hälfte des vierten Quartals 2001 um bis zu 10% auf knapp 120 JPY/EUR an, und schwankte danach um 115 JPY/EUR. Die Schwäche des japanischen Yen im vierten Quartal 2001 stand vor allem mit den negativen japanischen Konjunkturaussichten, den sinkenden Aktienkursen und deren Implikationen für den fragilen japanischen Bankensektor in Zusammenhang.

Innerhalb Europas blieb der Wechselkurs des Euro im Berichtszeitraum weitgehend stabil. Gegenüber dem Pfund Sterling bewegte sich der Euro um 0,61 GBP/EUR. Der Schweizer Franken profitierte unmittelbar nach den Terroranschlägen von „safe haven“ Zuflüssen. Danach bewegte sich der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Schweizer Franken relativ stabil zwischen 1,48 und 1,46 SFR/EUR. Ab Ende April 2002 verstärkte sich die Aufwärtsbewegung des Franken neuerlich, so dass die Schweizerische Nationalbank sich Anfang Mai 2002 veranlasst sah, ihr Zielband für den Drei-Monats-LIBOR um 0,5 Prozentpunkte auf 0,75 bis 1,75% zu senken. Der Wechselkurs gegenüber dem Euro bewegte sich nach dieser Entscheidung um 1,4550 SFR/EUR.

## Wertsteigerungen bei Finanzvermögen Zentral- und Osteuropas

Argentinenkrise bewirkt keine anhaltende Ausweitung der Spreads

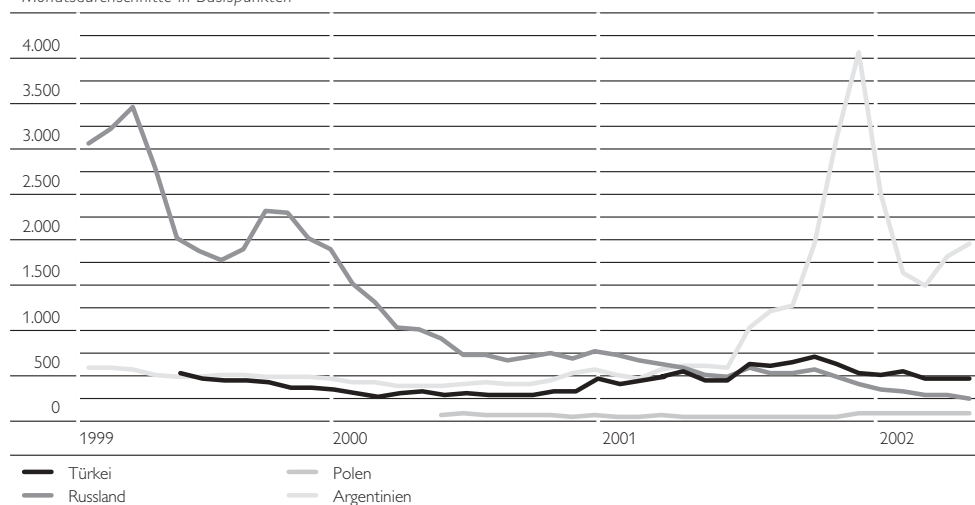
von in Euro denominierten Anleihen

Die Bewertung der in Euro denominierten Anleihen zentral- und osteuropäischer Staaten auf dem internationalen Markt sollte die Einschätzung der Fähigkeit dieser souveränen Schuldner, Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, widerspiegeln.

Grafik 10a

### Anleihsespreads von in Euro denominierten Staatsanleihen

Monatsdurchschnitte in Basispunkten

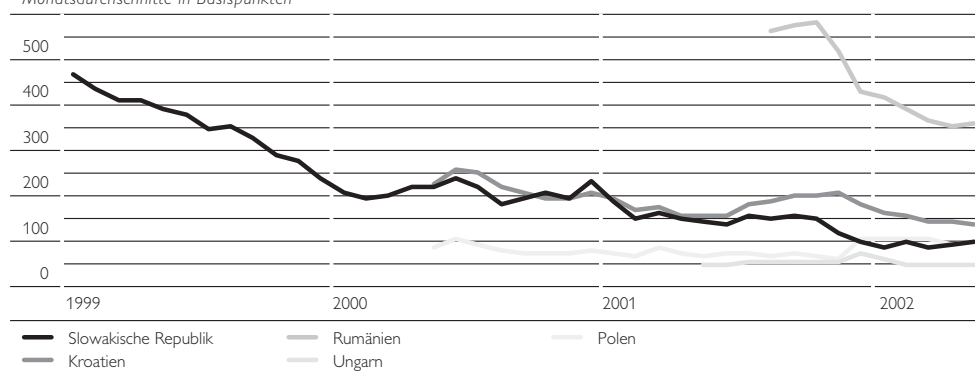


Quelle: Bloomberg, JP Morgan, OeNB.

Grafik 10b

### Anleihsespreads von in Euro denominierten Staatsanleihen

Monatsdurchschnitte in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, JP Morgan, OeNB.

Diese Bewertung wird jedoch auch von den Entwicklungen in anderen Schwellenländern mitbestimmt. Zur Untersuchung der Frage, in welchem Ausmaß bereits eine differenzierte Bewertung des souveränen Risikos in Zentral- und Osteuropa erfolgt, zeigt Grafik 10 die Anleihsespreads der in Euro denominierten Staatsanleihen Argentiniens im Vergleich zu jenen der Türkei sowie verschiedener Länder Zentral- und Osteuropas. Es ist ersichtlich,

dass die drastische Ausweitung der Argentinien-Spreads ab Juli 2001 bei Russland, Rumänien, Kroatien und der Slowakischen Republik eine Spreadausweitung bzw. eine Unterbrechung eines Trends der Spreadverringering nur von Juli bis Oktober 2001 bewirkte. Die Spreads der Staatsanleihen dieser Länder lagen im April 2002 deutlich oder – im Fall Kroatiens – geringfügig tiefer als vor dem Anstieg der Argentinien-Spreads im Juli 2001. Insbesondere die EU-Beitrittsländer sowie Russland konnten also eine dauerhafte „finanzielle Ansteckung“ durch die argentinische Krise vermeiden. Demgegenüber lagen z. B. die Anleihsreads der in Euro denominierten Staatsanleihen Brasiliens durchgehend bis Redaktionsschluss deutlich oberhalb des Niveaus vom Juni 2001.

#### Großteils reale und auch nominelle Währungsaufwertungen trotz Argentinienkrise

Die grundlegende Neubewertung von Schuldtiteln Argentiniens auf dem internationalen Finanzmarkt im Juli 2001 implizierte eine dramatische Verdoppelung des Spreads von in Euro denominierten argentinischen Anleihen auf etwa 1.050 Basispunkte (siehe Grafik 11, rechte Skala). Während die Spreadausweitung die polnischen und ungarischen Spreads nicht merklich beeinflusste, so dürfte diese markante Bewertungsverschiebung doch einen unmittelbaren Einfluss auf die Einschätzung zentral- und osteuropäischer Währungen gehabt haben. Sie bewirkte im Zeitraum Juli bis September bzw. Oktober 2001 eine deutliche Abschwächung der Währungen Russlands, Polens und – in etwas geringerem Maße – Ungarns, welche zuvor eine besonders starke nominelle Aufwertung gegenüber dem Euro erfahren hatten. Die Währungen der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik wurden ebenfalls geringfügig geschwächt, während nur der Trend der slowenischen Währung völlig unbeeinflusst blieb (siehe Grafik 11).

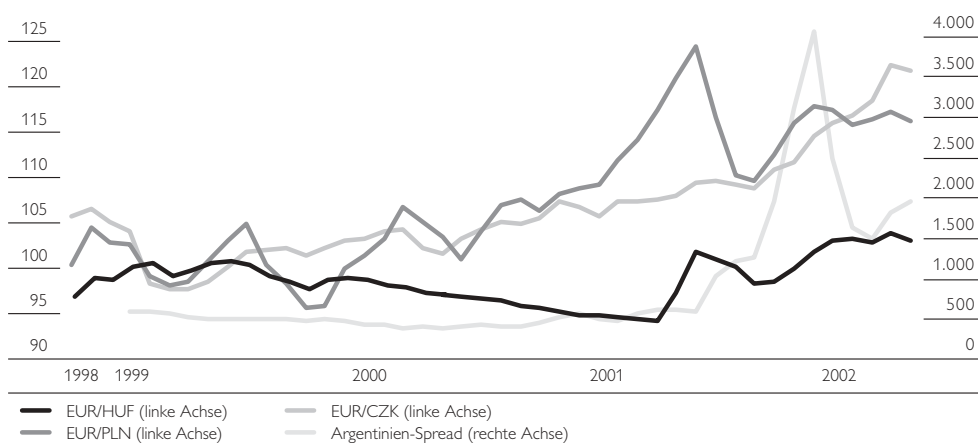
Im Lauf des vierten Quartals 2001 setzte sich jedoch auf dem Markt offensichtlich eine differenziertere Risikobetrachtung durch, da eine erneute Spreadverdoppelung argentinischer in Euro denominierter Anleihen nicht zu einer nochmaligen (starken) Schwächung zentral- und osteuropäischer Währungen führte. Im April 2002 lagen die Kurse des Forint sowie der tschechischen und der slowakischen Krone jedoch bereits beachtlich höher als vor dem Juli 2001. Die nominelle Aufwertung der slowakischen Krone von Oktober 2001 bis April 2002 scheint in begrenztem Ausmaß insofern fundamental unterlegt zu sein, als der Zustrom an Nettodirektinvestitionen das Leistungsbilanzdefizit finanzierte. Zum Teil dürfte hier jedoch auch eine Sogwirkung der tschechischen Krone eine Rolle spielen. Beim Zloty erfolgte zwar ebenfalls bereits ab Oktober 2001 wieder eine Gegenbewegung in Richtung nomineller Aufwertung, das vergleichsweise extrem hohe vorherige Niveau wurde jedoch nicht mehr erreicht. Der Rückgang der Zinsdifferenz und ein wieder in Gang kommendes Wachstum der Inlandsnachfrage könnten jedoch zu einer erneuten Abschwächung des Wechselkurses des Zloty führen. Nur beim Rubel setzte sich die im Juli 2001 begonnene nominelle Währungsabwertung in moderater Weise bis Mai 2002 fort.

Grafik 11a

### Wechselkurse zentral- und osteuropäischer Währungen gegenüber dem Euro und Anleihspreeds von in Euro denominierten Staatsanleihen Argentiniens

Monatsdurchschnitte (Index: erstes Quartal 1999 = 100)

in Basispunkten



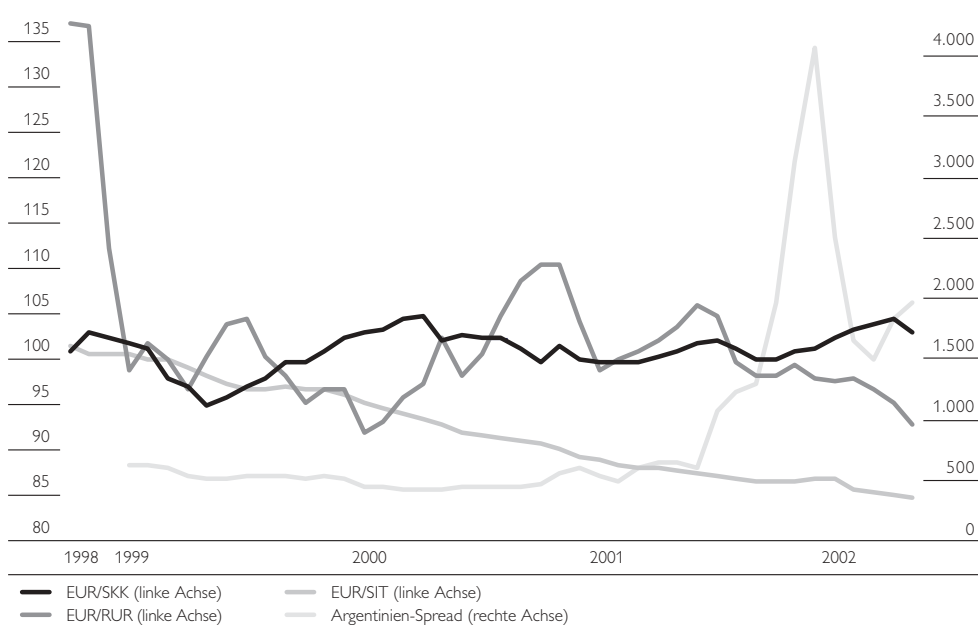
Quelle: Bloomberg, Datastream, JP Morgan, OeNB.

Grafik 11b

### Wechselkurse zentral- und osteuropäischer Währungen gegenüber dem Euro und Anleihspreeds von in Euro denominierten Staatsanleihen Argentiniens

Monatsdurchschnitte (Index: erstes Quartal 1999 = 100)

in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Datastream, JP Morgan, OeNB.

#### Aktienmärkte von globaler Entwicklung dominiert

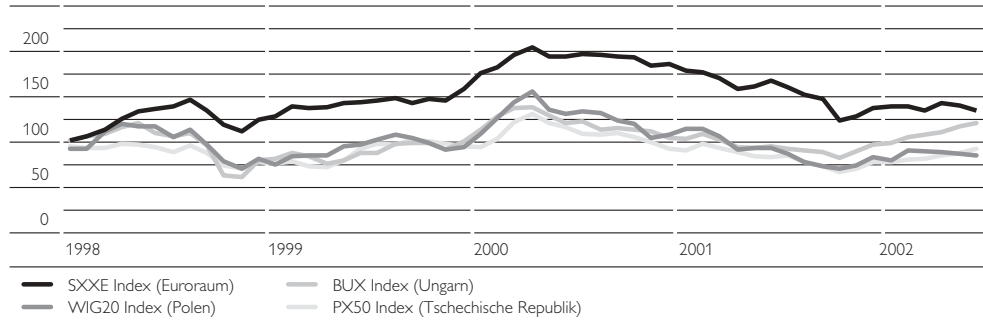
Die längerfristige Entwicklung der Aktienmärkte der Beitrittsländer Polen, Ungarn und Tschechische Republik ist nur in sehr geringem Maße von nationalen Faktoren fundamental bestimmt, wie Grafik 12 erkennen lässt. Die Börsenindizes bewegen sich parallel zum DJ EURO STOXX Index (SXXE),

allerdings mit meist deutlich größeren prozentualen Änderungen zwischen aufeinanderfolgenden Tiefst- und Höchstständen. Das größere relative Ausmaß dieser Ausschläge dürfte vor allem mit der grundsätzlichen Einstufung eines höheren Risikos auf diesen Märkten durch die internationalen Aktienfonds zusammenhängen. In längerfristiger Perspektive sind der polnische und der tschechische Index seit den Tiefständen auf Grund der Russlandkrise im Oktober 1998 bis April 2002 in etwa gleichem Ausmaß wie der DJ EURO STOXX gestiegen, der ungarische Index sogar noch weit stärker. Da jedoch auch der Russland-induzierte Einbruch in den zentraleuropäischen Börsenindizes viel markanter als im DJ EURO STOXX war, wurden die Indexhöchststände von vor der Russlandkrise selbst vom ungarischen Index BUX noch nicht erreicht.

Grafik 12

### Aktienindizes im Euroraum und in den Beitrittsländern

Monatsdurchschnitte (Index: viertes Quartal 1997 = 100)



Quelle: Bloomberg, OeNB.

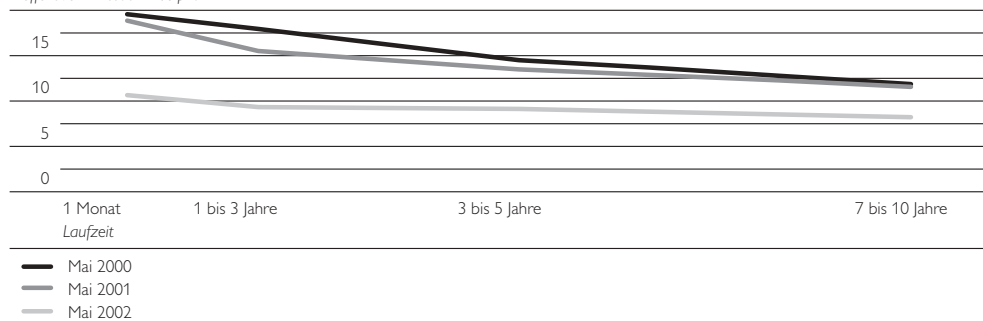
**Sowohl Zinsen als auch langfristige Renditen in Polen weit oberhalb der Inflation**

Die Zinsstrukturkurve ist in Polen und Ungarn seit Entstehen eines mehrjährigen Schuldtitelmarktes in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre invers, während sie in der Tschechischen Republik bereits seit einigen Jahren ansteigend verläuft (siehe Grafik 13). Der inverse Verlauf der Kurve reflektiert die Erwartung eines langfristigen Disinflationsprozesses. Dem entspricht, dass

Grafik 13a

### Zinsstrukturkurve in Polen

effektiver Zinssatz in % p. a.

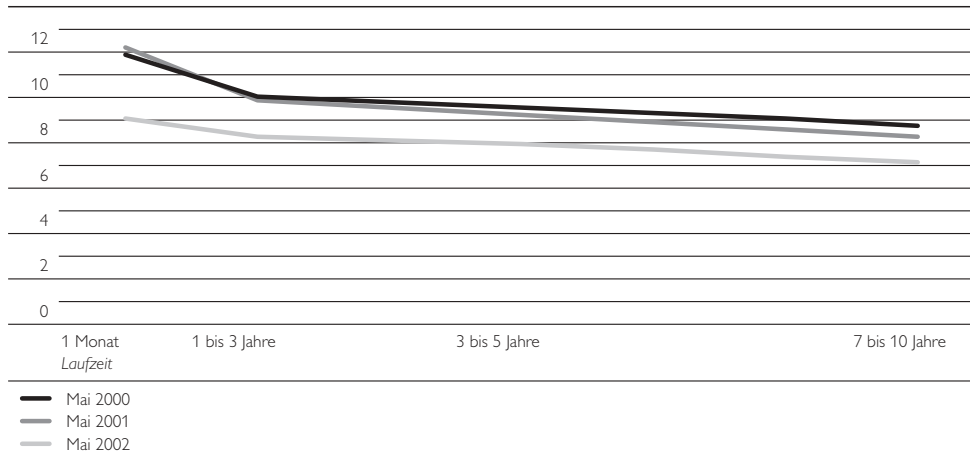


Quelle: Bloomberg, OeNB.

Grafik 13b

### Zinsstrukturkurve in Ungarn

effektiver Zinssatz in % p. a.

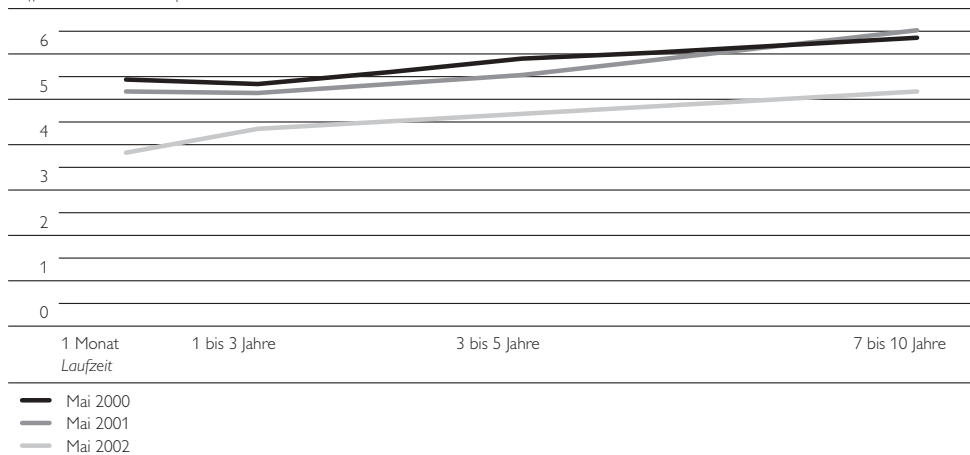


Quelle: Bloomberg, OeNB.

Grafik 13c

### Zinsstrukturkurve in der Tschechischen Republik

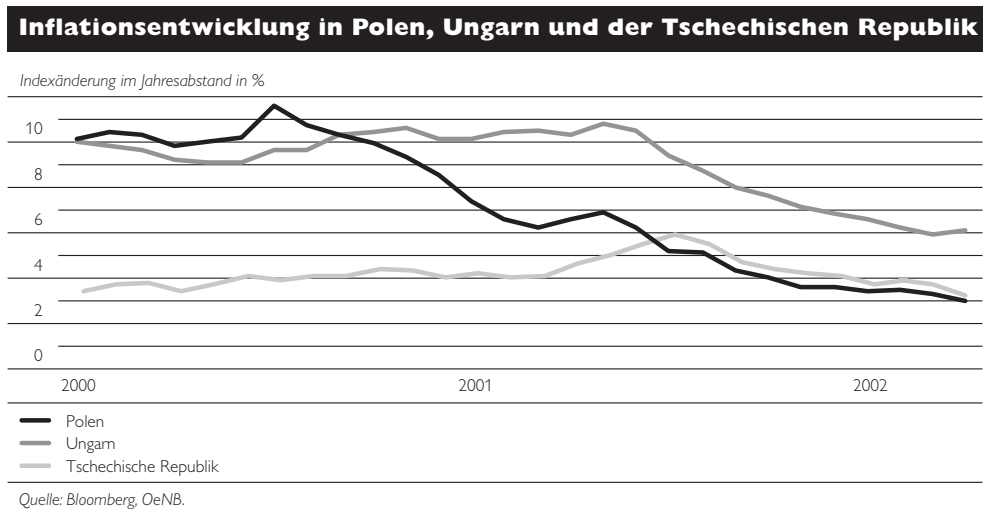
effektiver Zinssatz in % p. a.



Quelle: Bloomberg, OeNB.

der Inflationsrückgang in den letzten zwölf Monaten in Polen von einer Abschwächung der Inversität, das heißt einer geringeren Steilheit der inversen Kurve, begleitet war.

Die Differenz zwischen dem Niveau sowohl der Zinsen als auch der kurz- und langfristigen Renditen und jenem der Inflation ist in Polen seit Anfang 2000 in hohem Ausmaß positiv. In Ungarn liegt die Inflation erst seit dem zweiten Halbjahr 2001 und in einem vergleichsweise viel geringeren Ausmaß unter dem Renditeniveau. Dieser deutliche Unterschied kann erstens mit der unterschiedlichen Geldpolitik erklärt werden, die sich auch im Niveau der einmonatigen Geldmarktzinsen spiegelt. Zweitens könnten die strukturellen Inflationserwartungen in Polen noch auf etwas höherem Niveau als in Ungarn



liegen. Anfang 2002 dürfte sich aber auch in Ungarn die Differenz zwischen den langfristigen Renditen und der aktuellen Preissteigerung im Jahresabstand auf Grund der längerfristigen Inflationserwartungen vergrößert haben, indem der jüngste Disinflationserfolg – zum Teil auch – als Ergebnis des positiven Angebotsschocks eines Erdölpreistrückgangs interpretiert wird und die weiteren Disinflationsschancen nun verhaltener beurteilt werden. Wenn auch divergierende Muster der Inflationserwartung einen Erklärungsansatz bieten, so scheint es dennoch fraglich, ob insbesondere der beachtliche Unterschied in der Differenz zwischen kurzfristigen Renditen und Inflation damit ausreichend erklärt werden kann. Als dritter Bestimmungsfaktor kann schließlich auf möglicherweise divergierende Erwartungen bezüglich künftiger Wechselkursänderungen verwiesen werden. So könnten bei den in Zloty denominierten Staatsanleihen deutlich größere kurz- und langfristige Abwertungserwartungen eingepreist sein als bei den in Forint – und erst recht bei den in tschechischen Kronen – denominierten Anleihen.

### Weitere Ergebnisverbesserungen bei den Banken in Zentraleuropa

#### Wachstumsverlangsamung im ersten Halbjahr 2001

Im ersten Halbjahr 2001 entwickelten sich die Bilanzsummen der Banken Zentraleuropas sehr unterschiedlich; die erzielten realen Zuwachsraten waren jedoch mehrheitlich niedriger als im Gesamtjahr 2000. So betrug in der ersten Jahreshälfte 2001 das annualisierte reale Wachstum der Bankaktiva zwischen 9,5% in Slowenien und knapp –4% in der Slowakischen Republik. Im Vergleich mit den im Gesamtjahr 2000 erzielten Wachstumsraten kam es zu einer Beschleunigung des realen Bilanzsummenwachstums der Banken in der Tschechischen Republik, während Polen, Ungarn, die Slowakische Republik und Kroatien eine Verlangsamung verzeichneten; in Slowenien blieb das Wachstum praktisch unverändert.

In Slowenien, Kroatien und Ungarn wuchsen die Kredite an den Unternehmens- und Haushaltssektor stärker als die Gesamtaktiva; in Polen, der Tschechischen Republik und der Slowakischen Republik entwickelten sich diese Bilanzpositionen hingegen unterproportional, wobei es in der Slowaki-

schen Republik (wie schon im Gesamtjahr 2000) sogar zu einem Rückgang des absoluten Niveaus kam. Begünstigt durch die Stärke des Zloty und den erheblichen Zinsvorteil wurde in Polen das Gros der neu vergebenen Kredite an den Privatsektor in Fremdwährung denominated. Per Ende Juni 2001 waren 24% der Kommerzbankenforderungen an den Nicht-Finanzsektor in Fremdwährung denominated. In der Tschechischen Republik, wo in den Jahren 1999 und 2000 im Zusammenhang mit der Sanierung der Kreditportfolios der Banken ebenfalls absolute Rückgänge im ausstehenden Kreditvolumen an den Privatsektor verzeichnet worden waren, lässt der im ersten Halbjahr 2001 beobachtete Anstieg dieser Position hingegen auf ein Ende dieses Gesundheitskrampfungsprozesses schließen.

#### Weitere Rentabilitätssteigerung der zentraleuropäischen Banken

Mit Ausnahme Polens wurde im ersten Halbjahr 2001 in allen beobachteten Ländern eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite (Return on Equity, ROE) des Bankensektors im Vergleich zur Referenzperiode des Vorjahres erzielt.

Im Fall Ungarns wurde der Halbjahresüberschuss des Bankensektors allerdings durch Einmalfaktoren (Auflösung von Rückstellungen im Zusammenhang mit einer Beteiligungsveräußerung und auf Grund gesetzlicher Änderungen) beeinflusst, welche für rund 60% der Steigerung des Halbjahresgewinns vor Steuern verantwortlich sind. Trotzdem betrug die (nominelle) Steigerung des Betriebsergebnisses im Vergleich mit dem ersten Halbjahr 2000 29%.

Tabelle 1

### Return on Equity

	1997	1998	1999	2000	1. Halbjahr	
					2000	2001
	<i>in %</i>					
Kroatien	..	-16,1	4,8	10,7	13,5	16,2
Polen	37,7	9,2	12,9	14,6	16,8	15,4
Slowakische Republik	..	-13,4	-36,5	25,2	1,3	21,3
Slowenien	10,3	11,3	7,8	11,3	12,2	12,5
Tschechische Republik	-5,3	-5,2	-4,3	12,0	6,6	15,1
Ungarn	11,9	7,5	4,0	10,9	15,2	21,2

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Nach zwei Jahren sinkender Betriebserträge konnte in der Tschechischen Republik im ersten Halbjahr 2001 erstmals wieder eine Steigerung verzeichnet werden. Da gleichzeitig die Betriebsaufwendungen weiterhin nur moderat wuchsen, scheint die Ergebnisverbesserung des tschechischen Bankensektors nachhaltig zu sein. Für die Slowakische Republik liegen bereits vorläufige Ergebnisse für das Gesamtjahr 2001 vor, laut denen eine weitere deutliche Steigerung des Jahresüberschusses des Bankensektors verzeichnet wurde. In erster Linie ist diese Steigerung des Gewinns nach Steuern auf Rückstellungsaufösungen zurückzuführen, der Betriebsertrag stieg jedoch ebenfalls. Im Gegensatz dazu kam es in Polen im ersten Halbjahr 2001 zu einem leichten Rückgang des ROE im Vergleich zur Referenzperiode des Vorjahres auf Grund schwachen Wachstums des Betriebsertrags bei höheren Kreditvorsorgen, obwohl einige Ertragskomponenten mit eher geringer Nachhaltigkeit (z. B. Währungsgewinne) etwas stärker zum Betriebsergebnis beitrugen. Der Rück-

gang des Absolutniveaus der Betriebsaufwendungen lässt jedoch auf große Kostendisziplin der polnischen Banken schließen.

In den meisten Ländern erreichte das Verhältnis zwischen Nettozinsenertrag und durchschnittlicher Bilanzsumme im ersten Halbjahr 2001 ähnliche Werte wie im Gesamtjahr 2000; nur in Polen wurde eine markante Verringerung dieses Indikators verzeichnet. Das deutliche Sinken des Nettozinsenertrags im Verhältnis zur durchschnittlichen Bilanzsumme (Nettozinsspanne) in Polen ist auf eine Kombination aus sinkenden Zinsspannen, einer Zunahme der Bedeutung von mit höheren Provisionen, aber niedrigeren Spannen versehenen Fremdwährungskrediten und einer Verschlechterung des Kreditportefolles der Banken zurückzuführen.

Tabelle 2

	<b>Nettozinsspanne</b>					
	1997	1998	1999	2000	1. Halbjahr	
					2000	2001
	in %					
Kroatien	..	..	..	..	..	3'78
Polen	4'77	4'62	4'04	4'28	4'40	3'38
Slowakische Republik	..	..	6'70	6'40	..	..
Slowenien	4'18	3'84	3'53	3'86	4'05	3'64
Tschechische Republik	1'81	2'97	2'50	2'21	2'05	2'04
Ungarn	3'83	4'32	3'99	3'94	4'07	4'01

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2000 konnte in der ersten Jahreshälfte 2001 in allen betrachteten Ländern (mit Ausnahme Sloweniens) eine Verbesserung der operativen Effizienz (gemessen an der Cost/Income Ratio) erreicht werden.<sup>1)</sup> Die Verschlechterung dieser Kennzahl in Ungarn im Vergleich zum Gesamtjahr 2000 ist auf durch Sonderfaktoren nach oben verzerrte Betriebserträge im Jahr 2000 zurückzuführen.

Tabelle 3

	<b>Cost/Income Ratio</b>					
	1997	1998	1999	2000	1. Halbjahr	
					2000	2001
Kroatien	..	..	..	..	..	58'9
Polen	55'6	63'0	65'2	63'2	62'5	61'3
Slowakische Republik	..	62'0	78'6	67'7	..	64'2
Slowenien	61'4	63'3	65'2	58'9	59'5	63'7
Tschechische Republik	48'6	49'2	56'6	65'7	64'3	59'2
Ungarn	53'0	59'6	87'0	57'9	73'7	66'7

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Die Entwicklung der Wertberichtigungen im ersten Halbjahr ist auf Grund saisonaler Faktoren nur beschränkt interpretierbar. Im Vergleich mit der Referenzperiode des Vorjahres zeichnet sich jedoch ein weiterer Anstieg der Risikokosten in Polen ab.

1 Für Kroatien und die Slowakische Republik sind keine Vergleichswerte verfügbar.

Tabelle 4

**Verhältnis der Wertberichtigungen zum Betriebsertrag**

	1997	1998	1999	2000	1. Halbjahr	
					2000	2001
	in %					
Kroatien	..	..	..	..	..	0'1
Polen	44	99	143	163	112	140
Slowakische Republik	..	38'4	103'3	-171	..	-46'1
Slowenien	19'8	15'4	19'7	21'9	18'7	13'7
Tschechische Republik	34'0	14'6	0'1	-46'7	-108'3	9'7
Ungarn	1'4	8'1	1'1	0'2	1'8	- 6'2

Quelle: Nationale Notenbanken, OeNB.

Mit Ausnahme Kroatiens, welches mit Abstand die höchste Kapitaladäquanzquote unter den beobachteten Ländern aufweist, blieben die Eigenmittelausstattungen im ersten Halbjahr 2001 gegenüber dem Jahresende 2000 konstant bzw. erhöhten sich.

Tabelle 5

**Verhältnis der Eigenmittel zu den risikogewichteten Aktiva**

	1997	1998	1999	2000	1. Halbjahr	
					2000	2001
	in %					
Kroatien	..	..	..	21'3	..	18'8
Polen	12'4	11'7	13'2	13'0	12'4	14'4
Slowakische Republik	..	3'1	5'3	12'5	11'7	..
Slowenien	..	..	..	13'5	13'6	13'5
Tschechische Republik	9'5	12'1	13'6	14'9	16'7	15'2
Ungarn	16'7	16'5	15'0	15'2	14'0	15'1

Quelle: Nationale Notenbanken.

Insgesamt gute Ertragslage in allen Ländern, aber Verschlechterung des Umfelds in Polen. Die Entwicklung der Geschäftsergebnisse des ersten Halbjahres 2001 lässt erwarten, dass das in den beobachteten Ländern für die Banken bisher erfolgreichste Geschäftsjahr 2000 noch übertroffen werden dürfte. Insbesondere die Verbesserung der Ertragslage in den Jahren 2000 und 2001 in der Slowakischen Republik und in der Tschechischen Republik steht unmittelbar in Verbindung mit der Steigerung der Rentabilität in einigen großen Instituten, die im Mehrheitseigentum österreichischer Banken stehen. Die Tatsache, dass in der Tschechischen Republik nach zwei Jahren sinkender Betriebserträge im ersten Halbjahr 2001 eine Steigerung im Vergleich zum ersten Halbjahr 2000 verzeichnet wurde, könnte auf eine verbesserte Ertragskraft der tschechischen Banken hindeuten. In Ungarn und Slowenien zeichnet sich eine Fortsetzung der vergleichsweise stabilen Situation der jeweiligen Bankensektoren ab. Im Gegensatz dazu dürften die Risiken für den polnischen Bankensektor weiter zunehmen. Die schwache Konjunkturlage und das hohe Realzinsniveau lassen eine Fortsetzung des Anstiegs der Risikokosten befürchten. Außerdem bewirkt die zunehmende Bedeutung von Fremdwährungsverbindlichkeiten eine verstärkte Exponiertheit des realen Sektors gegenüber Wechselkursschwankungen. Andererseits lassen die trotz des schwierigen makroökonomischen Umfelds vergleichsweise guten Geschäftsergebnisse und die strikte Kostenkontrolle der polnischen Banken auf eine relativ hohe Resistenz des polnischen Bankensektors gegenüber makroökonomischen Risikofaktoren schließen.