



## Der Bankensektor in CEE: Indirekte Auswirkungen der Hypothekenkrise bremsen auch hier das Wachstum leicht ein

20.06.2008

Wirtschaftswachstum noch jahrelang über dem Niveau der großen Märkte  
 Indirekte Auswirkungen der Hypothekenkrise: langsames Wachstum, höhere Refinanzierungskosten  
 Die wichtigsten Märkte haben im 1Q 2008 im Vergleich zum wachstumsstarken Jahr 2007 noch nicht an Dynamik verloren  
 Raiffeisen International und OTP als Top-Empfehlungen

### Wirtschaftliche Entwicklung

Die meisten CEE-Länder haben eine Periode hinter sich, in der das Wirtschaftswachstum über dem Potenzial lag. Nun müssen die hohen Wachstumsraten zunächst einmal sinken, da das Tempo der vergangenen Jahre nicht auf Dauer aufrecht zu erhalten ist und mittelfristig zu einer Überhitzung der Volkswirtschaften führen würde. Zweitens wird sich die Konjunktur auf den wichtigen Exportmärkten (insbesondere in der EU) abkühlen, da auch dort die Finanzkrise und der US-Konjunkturabschwung spürbar werden. Insgesamt erwarten die Erste Bank Analysten jedoch keine wesentlichen Auswirkungen auf die Wirtschaft des Euroraumes. „In Summe rechnen wir nur mit einer mäßigen Abschwächung des Wirtschaftswachstums, da die Konjunkturabkühlung im Euroraum relativ bescheiden ausfallen sollte. Zudem hat die Inlandsnachfrage genug Dynamik entwickelt um ein schwächeres Wachstum des Außenhandels zumindest zum Teil auszugleichen, da insbesondere die EU-Mitglieder immer noch über einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil verfügen. Diese Länder bieten eine einzigartige Kombination stabiler politischer und rechtlicher Rahmenbedingungen sowie (Arbeits-)Kostenvorteile, die noch jahrelang bestehen und für Auslandsinvestoren attraktiv bleiben werden. Dies wird die weitere Produktivitäts- und Lohnkonvergenz zum Westen fördern. Damit sollte das Wirtschaftswachstum noch viele Jahre lang über jenem der großen Märkte bleiben“, so Günter Hohberger, Bankanalyst der Erste Bank und Koautor des Reports.



### Sektorüberblick

Im Gegensatz zu vielen US-amerikanischen und westeuropäischen Marktteilnehmern sind die von uns analysierten CEE-Banken überhaupt nicht in subprime Hypotheken oder damit in Verbindung stehenden Anlagen investiert, womit kein Bedarf für Abschreibungen besteht. Mit dem Ende der Berichtssaison des ersten Quartals 2008 hat sich das Interesse der Investoren jedoch von den direkten Effekten (wie Abschreibungen, Kapitalbedarf) zu den indirekten Effekten – Abschwächung des Wirtschaftswachstums und höhere Finanzierungskosten – verlagert. Auf der Finanzierungsseite hat die Krise die Liquidität jedenfalls unter Druck gebracht. So erhöhte sich der 3M Euribor etwa um 125 Bp von 3,725% Anfang 2007 auf 4,97%. Damit wurden Finanzierungsfähigkeit und Finanzierungsqualität in den letzten Monaten zu einem Problem, das die Frage aufwarf, wie das Wachstum der Bilanzsumme zu einem vernünftigen Preis finanziert werden könne.

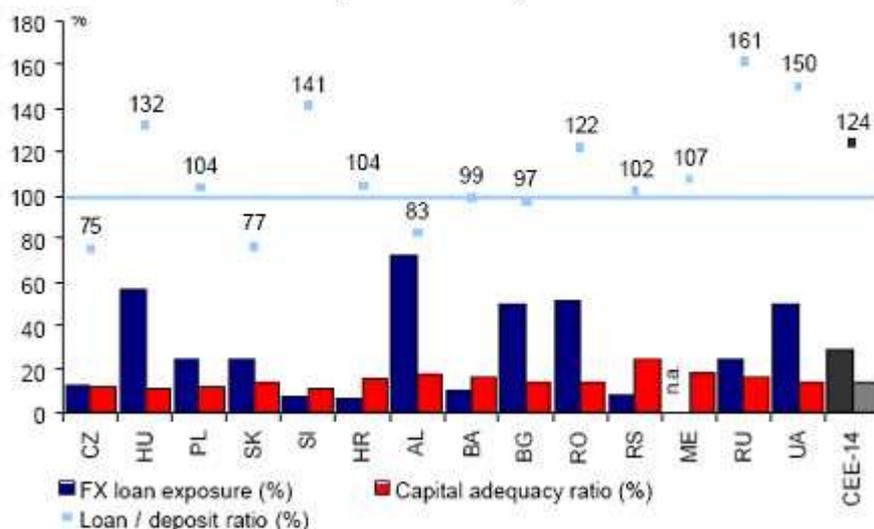
„Wir haben uns das Verhältnis von Krediten zu Einlagen auf verschiedenen Bankenmärkten angesehen, um zwischen ausreichend finanzierten Märkten und angespannteren unterscheiden zu können“, erklärt Günter Hohberger. „Am angespanntesten ist die Lage laut unseren Analysen in Russland (Verhältnis von Krediten zu Einlagen 161%) und in der Ukraine (150%), gefolgt von Slowenien (141%), Ungarn (132%) und Rumänien (122%). Insbesondere in Russland (wo 1.200 Banken tätig sind und die Marktkonzentration gering ist) haben die kleineren und mittleren Banken derzeit

Mühe, das kräftige Wachstum ihrer Bilanzsummen zu finanzieren. Banken mit einem gut entwickelten regionalen Filialnetz könnten damit zunehmend ins Visier der Großbanken geraten, die in diesem mit Bankdienstleistungen noch deutlich unterversorgten Land (eine Bankfiliale auf 41.000 Einwohner im Vergleich zu einer pro 1.900 in entwickelten Märkten!) ihr Zweigstellennetz ausbauen müssen.



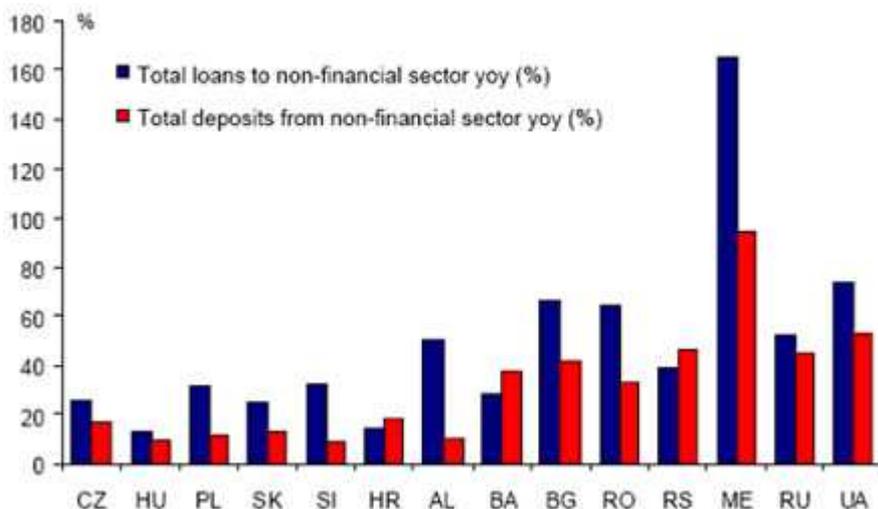
Da das Zinsniveau in den meisten CEE-Ländern über jenem des Euroraumes liegt, ist die Nachfrage nach FX-Krediten in den letzten Jahren rasant gestiegen. Im Jahr 2007 nahm das Volumen der FX-Kredite am stärksten in Bulgarien (+86% über VJ), in Rumänien (+84% über VJ) und in der Ukraine (+75% über VJ) zu, womit der FX-Anteil (FX-Kredite im Verhältnis zu den Gesamtausleihungen an den Nichtfinanzsektor) auf mehr als 50% anwuchs. Länder mit hoher Fremdwährungsverschuldung weisen ein höheres Ausfallrisiko auf als Märkte, die auf Kredite in Landeswährung setzen, da sich im Fall einer Abwertung der eigenen Währung die Rückzahlungsraten erhöhen. Die Analysten der Erste Bank haben daher auch den Abdeckungsgrad des Bestands an Fremdwährungskrediten durch Eigenmittel analysiert, um den Sicherheitspolster beurteilen zu können, über den die Bankensektoren in den einzelnen Ländern verfügen. „Wie die folgende Grafik zeigt, können die Tschechische Republik (niedriges Zinsniveau), Slowenien (Euroeinführung mit 1.1.2007), Kroatien und Serbien hinsichtlich des Fremdwährungsrisikos als sichere Häfen bezeichnet werden“, erklärt Günter Hohberger.

### Finanzierungsqualität und Fremdwährungsanteil (Stand 2007)



„Am kräftigsten expandierte die Kreditvergabe 2007 in den neuen EU-Mitgliedsstaaten Bulgarien und Rumänien sowie im GUS-Raum – speziell in der Ukraine und in Russland, wo das Jahreswachstum mehr als 50% betrug. Getrieben wurde das Wachstum in der CEE-Region wieder von den Privatkrediten, die in der Ukraine, in Rumänien, Russland, Bulgarien und Serbien um mehr als 50% zulegten. Die Ausleihungen an Unternehmen erhöhten sich laut Hohberger besonders in Bulgarien (+77% über VJ) und in der Ukraine (+62% über VJ) sehr stark. „Das Einlagenwachstum blieb im Allgemeinen hinter der Kreditausweitung zurück, womit das Verhältnis von Krediten zu Einlagen in manchen Ländern die Marke von 100% überstieg. In vielen CEE-Ländern bietet die niedrige Durchdringung mit Krediten eine Grundlage für hohe Wachstumsraten in den kommenden Jahren. Die Haupttreiber hinter dem Kreditwachstum sind in den meisten Ländern Hypothekar- und Konsumkredite – eine Folge sinkender Arbeitslosigkeit, steigender BIP-pro-Kopf-Zahlen und damit wachsender Nachfrage nach Konsumgütern und Wohnen.“

### Jährliches Kredit- und Einlagenwachstum (Stand 2007)



Seit dem Sommer 2007 kam es in Rumänien auf Grund der Besorgnis über die Schwäche der rumänischen Wirtschaft und die Auswirkungen der schwächeren Währung auf die Konjunktur (speziell im Finanzsektor) immer wieder zu ausgeprägten Abverkaufsphasen. „Unserer Meinung nach unterstützt die Abwertung der Währung jedoch die rumänische Wirtschaft und den Abbau des hohen Leistungsbilanzdefizits. Seit Anfang dieses Jahres hat sich der Anstieg des Leistungsbilanzdefizits dramatisch verlangsamt, womit das Verhältnis von Leistungsbilanzdefizit zu BIP in diesem Jahr stabil bleiben könnte (während der Marktkonsens von einer

geringeren Zunahme ausgeht). Das Leistungsbilanzdefizit wird zum Teil durch den Zufluss ausländischer Direktinvestitionen (in geschätzter Höhe von 6% des BIP) und einer weiteren Zunahme der Auslandskreditaufnahme, insbesondere im Privatsektor, finanziert. Wir erwarten, dass das starke Wachstum der Inlandsnachfrage auch in der Ukraine zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits führen wird. Zum Glück konnte die Ukraine hohe Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen verbuchen, die für eine ausreichende Abdeckung des Leistungsbilanzdefizits gesorgt haben. Für 2008 plant die Regierung der Ukraine ein groß angelegtes Privatisierungsprogramm, was die Abhängigkeit der Wirtschaft von einer weiteren Kreditaufnahme im Ausland reduzieren sollte“, so die Analysten der Erste Bank.

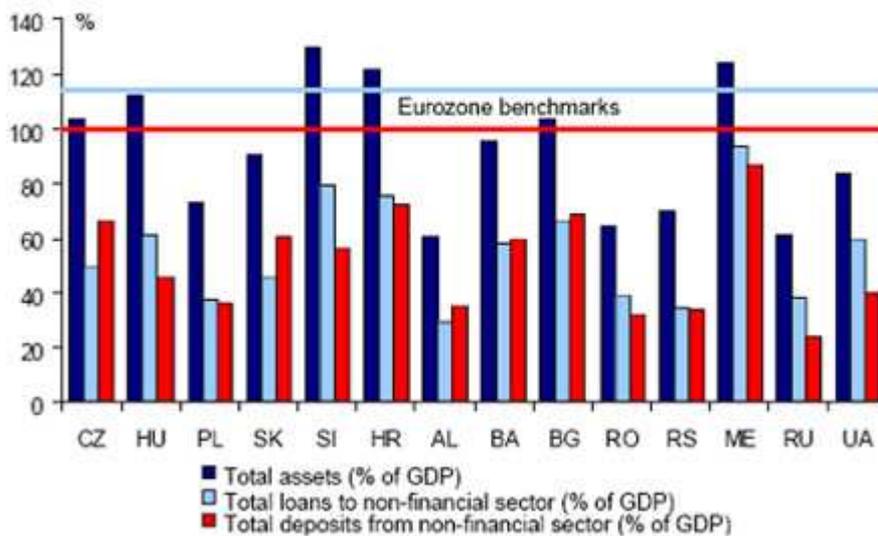


#### Bankendurchdringungsraten in CEE

Die für den CEE-Raum erwartete Abkühlung der Konjunktur ist von den Banksektordaten, die für das erste Quartal 2008 zur Verfügung stehen, noch nicht abzulesen. Wichtige Märkte wie Polen, Rumänien und die Ukraine haben von dem im Jahr 2007 vorgelegten Wachstumstempo noch nichts eingebüßt. In Rumänien und in der Ukraine hat sich das Kreditwachstum im 1Q08 sogar auf 66% bzw. 76% gegenüber dem Vorjahr beschleunigt. „Die höchsten Wachstumsraten werden in den kommenden Jahren in den neuen EU-Mitgliedsstaaten Bulgarien und Rumänien, aber auch in der Ukraine und in Russland zu verzeichnen sein, wenn diese Märkte zu den reifen Märkten aufschließen. Insgesamt erwarten wir, dass alle CEE-Länder ihr Aufholpotenzial nutzen und damit mehr als zehn Jahre lang überdurchschnittliche Wachstumsraten erreichen werden“, meint Gernot Jany, Bankenanalyst der Erste Bank und Koautor des Reports.

„Während in Ländern wie der Tschechischen Republik und Kroatien die Einlagen bereits ein relativ hohes Niveau erreicht haben, wird in den aufstrebenden neuen

## Durchdringungsraten (Stand 2007)



Bankenmärkten immer noch viel Geld im Sparschwein gehortet. Wir erwarten, dass die Kommerzbanken in Zukunft mit zunehmendem Vertrauen in die Bankenwirtschaft die Sparschweine noch weiter verdrängen werden. Meist stärkt der Auftritt ausländischer Marktteilnehmer das Vertrauen in den Bankensektor, wie in der Ukraine, in Bulgarien sowie in Bosnien & Herzegowina bereits zu beobachten ist“, resümiert Jany.

Auf Basis eines Dividenden-Discountmodells, eines Peer Group Vergleichs und einer Regressionsanalyse sind für die Analysten der Erste Bank die folgenden CEE-Banken Top-Empfehlungen:

**Raiffeisen International** mit anhaltend hohem Wachstum und der Substanzwert **OTP** bieten auf Basis der aktuellen Bewertungen das höchste Kurspotenzial und werden daher wieder mit „Buy“ bewertet.

**BRD GSG** ist eine der profitabelsten CEE-Banken, die wachstumsstarke rumänische **Banca Transilvania** hat sich in den vergangenen Monaten gut entwickelt. Wegen der nach oben beschränkten Kursphantasie lautet unsere Bewertung „Accumulate“.

**PKO BP**, ein polnisches Schwergewicht mit hohem Gewinnwachstum, und die finanzierungsstarke **Komercni banka** sind unsere Favoriten, die wir mit „Accumulate“ bewerten.

**AIK Banka** ist eine rasch wachsende, ertragsstarke serbische Bank, die von einer Verbesserung der politischen Lage profitieren sollte. Wir bewerten sie mit „Accumulate“.

Sector Report [pdf; 1,4 MB]

Presentation [ppt; 567,5 KB]