

Fragile Erholung nach der Krise

Industrielländer: Leichte Konjunkturabschwächung für 2011 erwartet

In den *industrialisierten Ländern* dürfte laut IWF-Herbstprognose die Wirtschaft im Jahr 2010 nach den markanten Einbrüchen im Vorjahr wieder relativ stark gewachsen sein. Das Wachstum stützt sich unter anderem auf die kräftige Konjunktur in Asien und die Erholung des Welthandels. Im Vergleich zur IWF-Frühjahrsprognose wurde das BIP-Wachstum für das Jahr 2010 für die USA um 0,5 Prozentpunkte nach unten und für den Euroraum um 0,7 Prozentpunkte nach oben revidiert. Für das Jahr 2011 erwartete der IWF im Oktober 2010 eine leichte Wachstumsabschwächung in den Industrieländern.

In den *USA* stieg das reale BIP im dritten Quartal 2010 um 0,6% gegenüber dem Vorquartal (Q1 10: +0,9%, Q2 10: +0,4%) und lag um 3,2% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Im dritten Quartal 2010 trugen privater Konsum, private Unternehmensinvestitionen, Lageränderungen sowie die Nachfrage der öffentlichen Hand (Kon-

sum und Investitionen) substantziell zum Quartalswachstum bei, während Nettoexporte und private Wohnbauinvestitionen es signifikant schmälerten. Der Markt für Wohnimmobilien erholt sich nur schleppend: Der Case-Shiller-Preisindex für Einfamilienhäuser ist volatil und die Anzahl der notleidenden Hypothekarkredite ist weiterhin hoch. Im September 2010 verharrte die Arbeitslosenquote bei 9,6%; bis Ende 2011 wird hier keine signifikante Verbesserung erwartet. Die Inflationsrate schwächte sich seit Beginn 2010 deutlich ab. Die Jahresänderungsrate des VPI betrug im September 2010 1,1%, die Kerninflationsrate 0,8%. Der IWF erwartete im Oktober für 2010 einen Anstieg des VPI von 1,4% und für 2011 von 1%. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank (FOMC) ließ die Zielspanne für die Federal Funds Rate bei der Sitzung am 21. September 2010 unverändert bei nahe 0%. Zudem kündigte er an, den Leitzinssatz „noch längere Zeit auf derzeitigem Niveau“ zu belassen und, falls nötig, die Erholung durch weiteren Staatsanleihenankauf zu stützen.

Tabelle 1

Vergleichender Wirtschaftsausblick für Industrieländer laut IWF und OeNB

	Reales BIP				VPI				Leistungsbilanzsaldo			
	2008	2009	2010 ¹	2011 ¹	2008	2009	2010 ¹	2011 ¹	2008	2009	2010 ¹	2011 ¹
	Veränderung zum Vorjahr in %				Veränderung des Jahresdurchschnitts in %				in % des BIP			
Industrielländer	0,2	-3,2	2,7	2,2	3,4	0,1	1,4	1,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,1
USA	0,0	-2,6	2,6	2,3	3,8	-0,3	1,4	1,0	-4,7	-2,7	-3,2	-2,6
Euroraum	0,5	-4,1	1,7	1,5	3,3	0,3	1,6	1,5	-0,7	-0,4	0,2	0,5
Deutschland	1,0	-4,7	3,3	2,0	2,8	0,2	1,3	1,4	6,7	4,9	6,1	5,8
Frankreich	0,1	-2,5	1,6	1,6	3,2	0,1	1,6	1,6	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8
Italien	-1,3	-5,0	1,0	1,0	3,5	0,8	1,6	1,7	-3,4	-3,2	-2,9	-2,7
Spanien	0,9	-3,7	-0,3	0,7	4,1	-0,2	1,5	1,1	-9,7	-5,5	-5,2	-4,8
Österreich	2,2	-3,9	1,6	1,6	3,2	0,4	1,5	1,7	3,3	2,3	2,3	2,4
Österreich ²	1,9	-3,7	1,9	2,1	3,2	0,4	1,7	2,2	4,9	2,9	2,5	3,4
Vereinigtes Königreich	-0,1	-4,9	1,7	2,0	3,6	2,1	3,1	2,5	-1,6	-1,1	-2,2	-2,0
Japan	-1,2	-5,2	2,8	1,5	1,4	-1,4	-1,0	-0,3	3,2	2,8	3,1	2,3

Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2010, OeNB.

¹ Prognose.

² OeNB-Prognose, Dezember 2010.

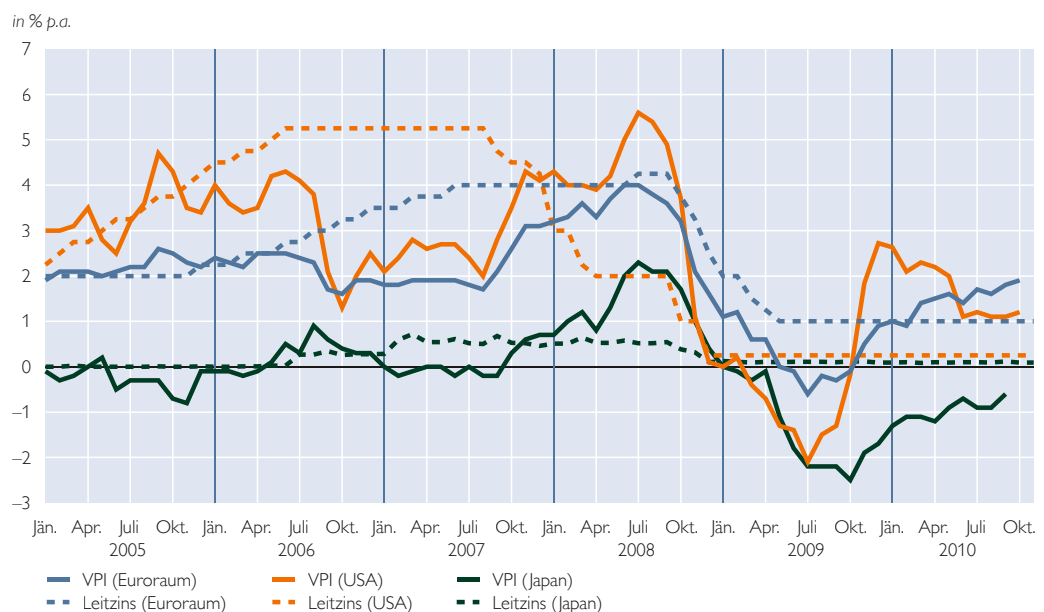
Im *Euroraum* wuchs das reale BIP im dritten Quartal 2010 um 0,4% gegenüber dem Vorquartal (Q1 10: +0,3%, Q2 10: +1,0%) und lag um 1,9% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Im zweiten Quartal 2010 trugen vor allem die Exporte und die Anlageinvestitionen positiv zum Quartalswachstum bei, während der private Konsum nur sehr schwach wuchs. Innerhalb des Euroraums wiesen im dritten Quartal Finnland mit 1,3%, Österreich und die Slowakei mit 0,9% sowie Deutschland mit 0,7% das höchste Quartalswachstum auf. Im Gegensatz dazu verzeichnete Griechenland einen BIP-Rückgang von 1,1% gegenüber dem Vorquartal. Für Irland, Luxemburg, Malta und Slowenien lagen noch keine Daten vor. Die HVPI-Inflationsrate stieg von 1,0% zu Jahresbeginn auf 1,8% im September 2010. Ein wesentlicher Grund für den Anstieg sind die im Jahresvergleich deutlich höheren Energiepreise. Die Kerninflation (ohne Energie und un-

verarbeitete Nahrungsmittel) verharrte hingegen im September 2010 bei 1,0%. Für das Jahr 2011 prognostizierte der IWF im Oktober ebenso niedrige HVPI-Inflationsraten. Der EZB-Rat beließ den Leitzinssatz Anfang Oktober 2010 bei 1%, begann jedoch gleichzeitig damit, die krisenbedingte Liquiditätsbereitstellung für die Geschäftsbanken langsam zurückzuführen: 1-Jahres-Tender liefen im Oktober aus.

Die *japanische* Wirtschaft wuchs im dritten Quartal 2010 um 0,9% gegenüber dem Vorquartal (Q1 10: +1,6%, Q2 10: +0,4%). Im dritten Quartal resultierte das Quartalswachstum vor allem aus dem privaten Konsum, während der Beitrag der Nettoexporte weiter auf null zurückging, im Einklang mit der Stärke des japanischen Yen. Im August 2010 lag die Jahresinflationsrate bei -0,9%. Es wird erwartet, dass die Deflation noch bis 2011 anhält. Die Bank of Japan intervenierte im September auf den Devisen-

Grafik 1

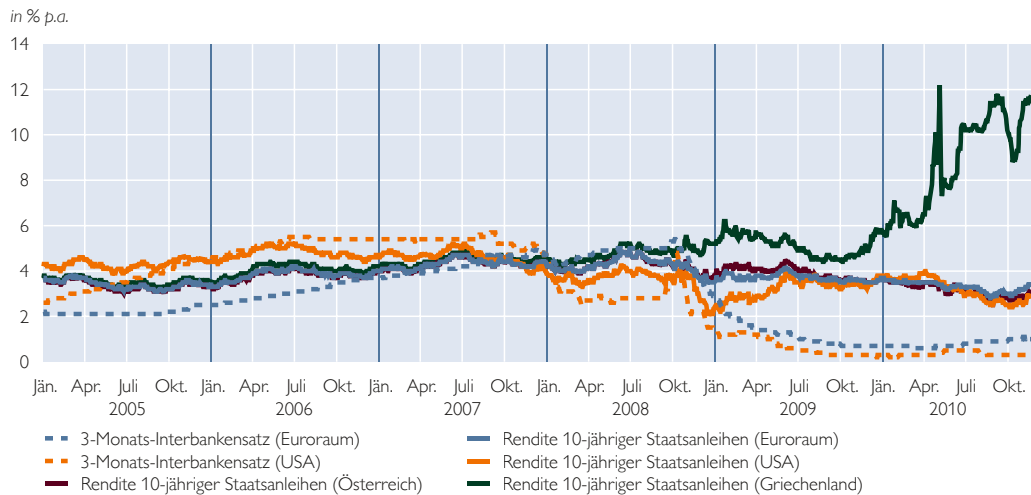
Euroraum, USA und Japan: Inflation und Leitzinssätze



Quelle: Eurostat, nationale Statistikämter, Thomson Reuters, OeNB.

Grafik 2

Euroraum und USA: 3-Monats-Geldmarktsätze und Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



märkten, um die Aufwertung des japanischen Yen zu bremsen. Anfang Oktober 2010 lockerte sie ihre Geldpolitik durch Programme zum Ankauf von Wertpapieren weiter.

Auf den *Geldmärkten* in den USA und im Euroraum haben sich die LIBOR- und EURIBOR-Zinssätze seit Herbst 2009 auf niedrigem Niveau stabilisiert. Die Risikoaufschläge auf dem US-amerikanischen Geldmarkt blieben weiterhin unter jenen im Euroraum. Auf den *Staatsanleihemärkten* sanken die langfristigen Zinsen bis November 2010 im Vergleich zum Jahresbeginn um etwa 0,5 Prozentpunkte. Allerdings sind die Unterschiede bei Staatsanleiherenditen im 10-jährigen Laufzeitsegment zwischen Deutschland und anderen Ländern des Euroraums wieder zum Teil stark gestiegen. Anfang September 2010 erreichten die Risikoaufschläge vorübergehend annähernd die Rekordwerte vom Mai 2010, als das Hilfsprogramm für Griechenland fixiert wurde. Angesichts des auf den Finanzmärkten wahrgenommenen Umschuldungsrisikos bei Euroraum-Ländern

mit hohen Staatsschulden war Anfang Mai 2010 überdies eine Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) über 440 Mrd EUR, garantiert durch die Länder des Euroraums, errichtet worden. Zudem führten die EZB und die nationalen Zentralbanken des Euroraums seit 10. Mai 2010 Käufe von Staatsanleihen des Euroraums durch. Die EFSF-Ratifizierung und die Vergabe des Triple-A-Ratings für den EFSF trugen dann zu einem Spread-Rückgang bis Mitte Oktober bei. Auch die Veröffentlichung der bisherigen weitgehenden Erfüllung der rigorosen Sparvorgaben trotz anhaltender Rezession in Griechenland sowie die Ergänzung von Fiskalkonsolidierungsprogrammen in Irland, Portugal und Spanien dürften die Spread-Verringerung unterstützt haben. Während in Irland die Bekanntgabe der Hineinrechnung der Bankensanierungskosten in das laufende Budgetdefizit Anfang Oktober 2010 den Spread-Rückgang der Staatsanleihen nur vorübergehend unterbrochen hatte und er sich danach weiter fortsetzte, führten ab Mitte Oktober Befürchtun-

gen über zusätzlichen Rekapitalisierungsbedarf bei den inzwischen verstaatlichten Banken, Aussagen über eine mögliche (künftige) Beteiligung privater Gläubiger am Staatsschuldenabbau und schließlich das Zögern der irischen Regierung, internationale Unterstützung in Anspruch zu nehmen, zu einer erneuten deutlichen Spread-Ausweitung. Erst mit dem Herauskrystallisieren eines EU-IWF-Unterstützungspakets konnte wieder eine Verringerung erreicht werden, die allerdings dann durch die Unsicherheit hinsichtlich ausreichender politischer Unterstützung in Irland für diesen Sanierungsweg wieder rückgängig gemacht wurde.

Die Renditeaufschläge bei *Unternehmensanleihen* in den USA und im Euroraum verzeichneten im Jahr 2010 nur relativ moderate Schwankungen, die bei AAA-Anleihen zudem geringer als bei BBB-Anleihen waren. Generell lagen die Spreads bei Unternehmens-

anleihen im Euroraum tiefer als jene in den USA.

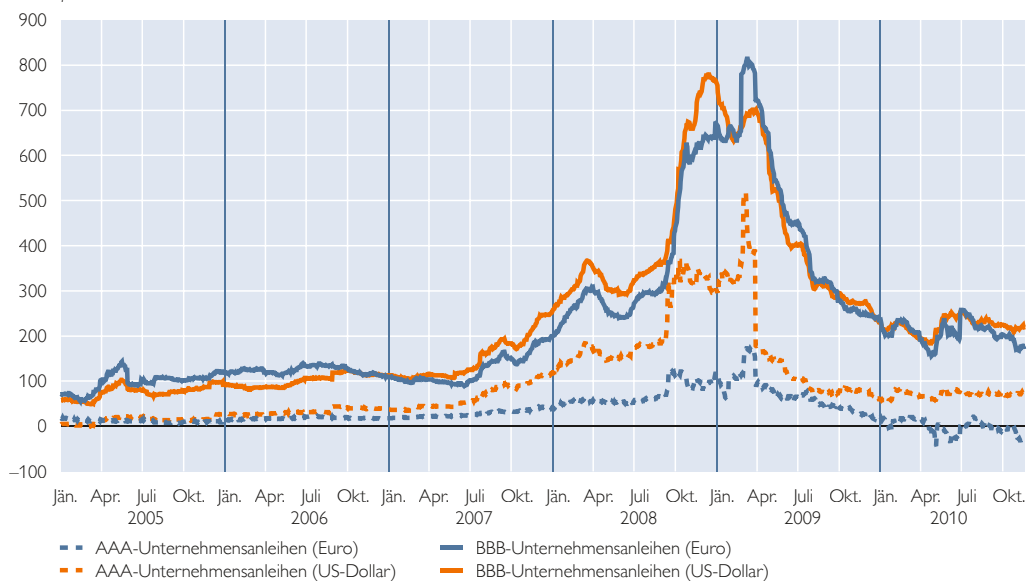
Nachdem die *Aktienmärkte* sich seit dem Tiefpunkt im März 2009 weltweit erholt hatten, schwankten sie seit Jahresbeginn 2010 um die damals erreichten Werte. Die Finanzergebnisse der Unternehmen, die Einschätzungen zur US- und EU-Konjunktur und die Mitteilungen zu Stabilisierungsmaßnahmen im Euroraum waren wichtige Einflussfaktoren.

Auf den *Devisenmärkten* hat der Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen seit Anfang September an Wert gewonnen und damit einen Großteil der Verluste seit Jahresbeginn 2010 wieder wettgemacht. Verantwortlich waren dafür neben den Maßnahmen zur Sicherung der Tragfähigkeit der Staatsschulden in einzelnen Ländern des Euroraums die etwas besser als erwartete Wachstumsentwicklung im Euroraum.

Grafik 3

Euroraum und USA: Spreads von 7- bis 10-jährigen Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen

in Basispunkten

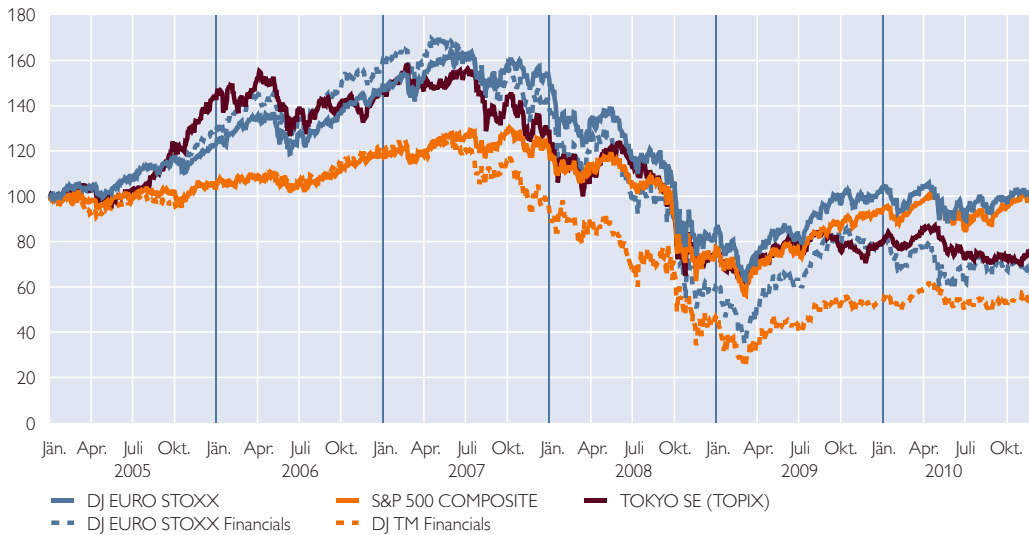


Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Grafik 4

Euroraum, USA und Japan: Aktienmarktindizes und Subindizes für Aktien von Finanzinstituten

Index: 1. Jänner 2005 = 100

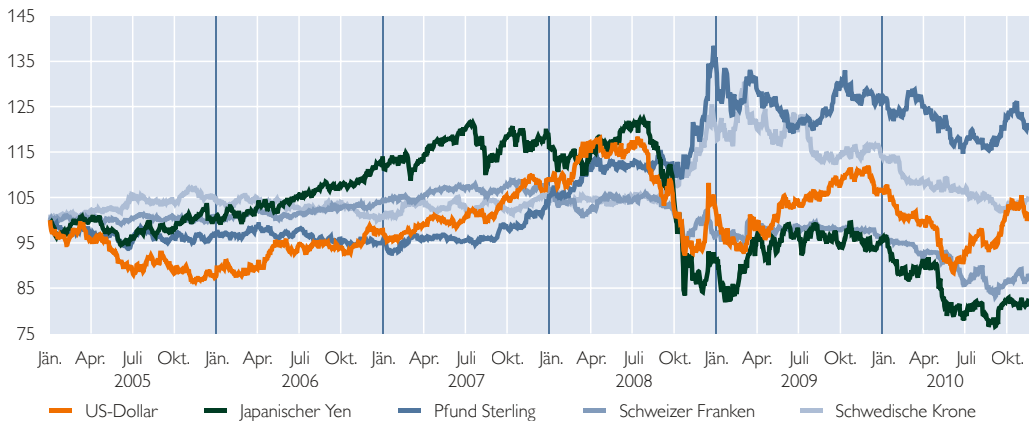


Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Grafik 5

Industrialisierte Länder: Wechselkurse gegenüber dem Euro

Index: 1. Jänner 2005 = 100 (Aufwärtsbewegung = Euro-Aufwertung)



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Anmerkung: Nationale Währung je Einheit Euro.

CESEE im Vergleich mit anderen aufholenden Volkswirtschaften (Emerging Markets)

Nachdem die *Weltwirtschaft* im Jahr 2009 um 0,6% geschrumpft war, dürfte sie im Jahr 2010 wieder um fast 5% gewachsen sein – etwa in der Höhe ihres durchschnittlichen Wachstums in

den Jahren 2004 bis 2007 und rund 0,5 Prozentpunkte stärker als im Frühjahr 2010 erwartet. Für das Jahr 2011 erwartete der IWF ein Wachstum von knapp über 4%. Gegenüber der Frühjahrsprognose 2010 setzte der IWF im Herbst seine Prognose für das Jahr 2010 für alle aufholenden Volkswirt-

schaften um 0,7 Prozentpunkte auf knapp über 7% hinauf und beließ die Prognose für das Jahr 2011 bei etwa 6,5%. Die Aufwärtsrevision war besonders ausgeprägt in den Regionen Lateinamerika (+1,7 Prozentpunkte), Asien (+0,7 Prozentpunkte) und Zentral-, Ost- und Südosteuropa (CESEE, hier ohne GUS) (+1 Prozentpunkt). In CESEE und in Asien erfolgte sie parallel zur Hinaufsetzung der Werte für den Euroraum und Japan. Weiterhin werden die aufholenden Volkswirtschaften Asiens von allen Weltregionen (einschließlich der Industrieländer) den größten Beitrag zum globalen BIP-Wachstum erbringen. Ihr Wirtschaftswachstum von fast 9,5% im Jahr 2010 begünstigte auch die globalen Rohstoffexporte und damit das Wachstum in anderen Regionen aufholender Volkswirtschaften, wie insbesondere auch in der GUS. In Asien, aber auch in Lateinamerika wurde das Wachstum, das im Jahr 2009 durch

umfangreiche Stimulierungsmaßnahmen auf Basis makroökonomischer solider Ausgangssituationen gestützt worden war, im Jahr 2010 bereits substantiell von der privaten Inlandsnachfrage getragen. Daher begannen etliche große Volkswirtschaften dieser Regionen bereits Mitte 2010, ihre Stimulierungspolitik zurückzufahren. Zusammen mit der erwarteten Abschwächung des Wachstums in den Industrieländern (vor allem Japan) geht der IWF daher für das Jahr 2011 von einer Verringerung des Wachstums in Asien und Lateinamerika aus. Da die Dämpfung der globalen Wachstumsdynamik jedoch nicht so ausgeprägt sein wird, dass die Energie- und Rohstoffpreise einbrechen, dürften die Regionen Naher Osten und Nordafrika, Subsahara-Afrika und die GUS im Jahr 2011 keine Wachstumseinbußen hinnehmen müssen. In CESEE dürfte die leichte Abschwächung im Euroraum, die primär deren Industrie-

Grafik 6

Aufholende Volkswirtschaften und ausgewählte Industrieländer: BIP-Prognose

zu konstanten Preisen, jährliche Veränderung in %



Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2010.

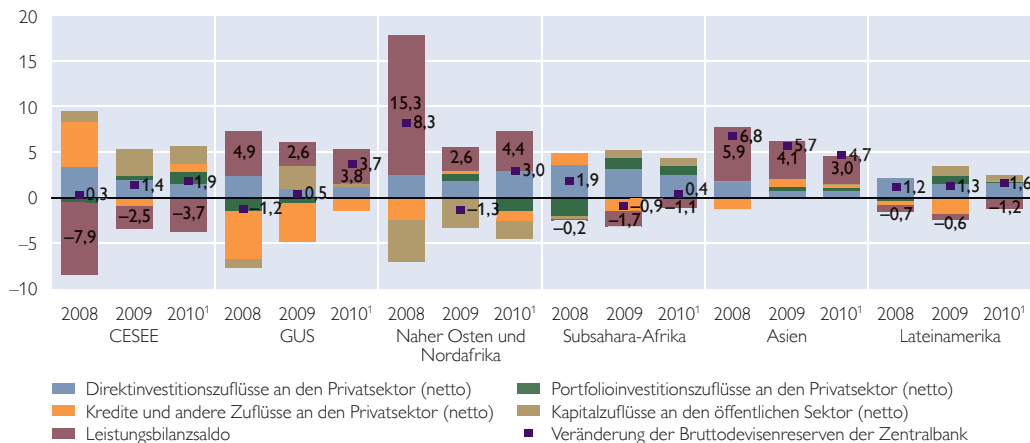
¹ IWF-Prognose.

Anmerkung: CESEE ohne europäische GUS-Länder; Asien ohne (neu) industrialisierte Länder Asiens; Lateinamerika einschließlich der karibischen Länder.

Grafik 7

Aufholende Volkswirtschaften: Leistungsbilanzsalden und Nettokapitalzuflüsse

in % des BIP (zum Wechselkurs)



Quelle: IWF, OeNB.

¹ IWF-Prognose.

Anmerkung: Negative Nettokapitalzuflüsse (an den öffentlichen Sektor) bedeuten Nettokapitalabflüsse aus dem öffentlichen Sektor (in die Industrieländer). Veränderung der offiziellen Bruttoreerven: positive Zahl = Anstieg. CESEE: ohne europäische GUS-Länder, die Tschechische Republik, die Slowakei und Slowenien; Asien ohne Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur.

güterexporte beeinträchtigt, in den meisten Ländern durch die nun beginnende Erholung der Inlandsnachfrage kompensiert werden. Der Rückgang im CESEE-Aggregat resultiert ausschließlich aus der erwarteten Abschwächung des derzeit hohen Wachstums in der Türkei.

Im Einklang mit der Verschiebung zu einem stärker von der Inlandsnachfrage getragenen Wachstum dürfte sich der *Leistungsbilanzüberschuss* der aufholenden Volkswirtschaften Asiens im Jahr 2010 weiter verringert haben. Im Gegensatz dazu stiegen die Überschüsse der Regionen Naher Osten und Nordafrika sowie GUS mit dem Anziehen der Energie- und Rohstoffpreise wieder an, blieben jedoch unterhalb des Vorkrisenniveaus. In CESEE, wo im Jahr 2009 das Schrumpfen der Exporte und der Wegfall des Wachstums der Inlandsnachfrage die Importe einbrechen und das Leistungsbilanzdefizit besonders stark sinken ließen, dürfte im Jahr 2010 wieder eine moderate Ausweitung des

Defizits erfolgt sein. In allen Regionen bildeten die Nettozuflüsse an Direktinvestitionen die wichtigste Komponente der Nettokapitalflüsse an den privaten Sektor im Jahr 2010. In Lateinamerika sowie in Subsahara-Afrika dürften sie auch ausgereicht haben, die moderaten Leistungsbilanzdefizite zu decken. In CESEE dürften sie weniger als die Hälfte des Leistungsbilanzdefizits finanziert haben. Hier erfolgte auch der höchste Nettokapitalzufluss an den öffentlichen Sektor, der sowohl im Zusammenhang mit den Auszahlungen unter den IWF/EU-Programmen als auch mit der Begebung von staatlichen Eurobonds stand. Wie bereits in beiden Vorjahren dürfte es auch im Jahr 2010 nur aus der GUS insgesamt Nettokapitalabflüsse des privaten Sektors gegeben haben, allerdings (wie im Jahr 2008) in einem Ausmaß, das geringer ist als der Leistungsbilanzüberschuss. Diese Abflüsse resultierten aus Kapitalbewegungen im Bereich der grenzüberschreitenden Kredite. Im Gegensatz dazu dürfte in CESEE im

Jahr 2010 in diesem Bereich ein Nettozufluss erfolgt sein, nach Nettoabflüssen im Jahr davor. Dieser Zufluss war deutlich höher als in anderen Regionen, obwohl diese 2009 zum Teil (Lateinamerika, Subsahara-Afrika) ebenfalls Abflüsse zu verzeichnen hatten.

Die konsolidierten Kreditforderungen an private Nichtbanken in aufholenden Volkswirtschaften¹ der an die BIZ berichtenden Banken, die überwiegend aus den Industrieländern stammen, waren bis September 2008 in der GUS besonders stark gestiegen. Überdurchschnittlich war ihr Anstieg auch in der Region Naher Osten und Nordafrika und – in geringerem Maße – in CESEE. In der GUS war dann auch der Einbruch bis Ende 2009 am stärksten, aber auch in den Regionen CESEE und Lateinamerika kam es zu leichten Rückgängen. Im zweiten Halbjahr 2009

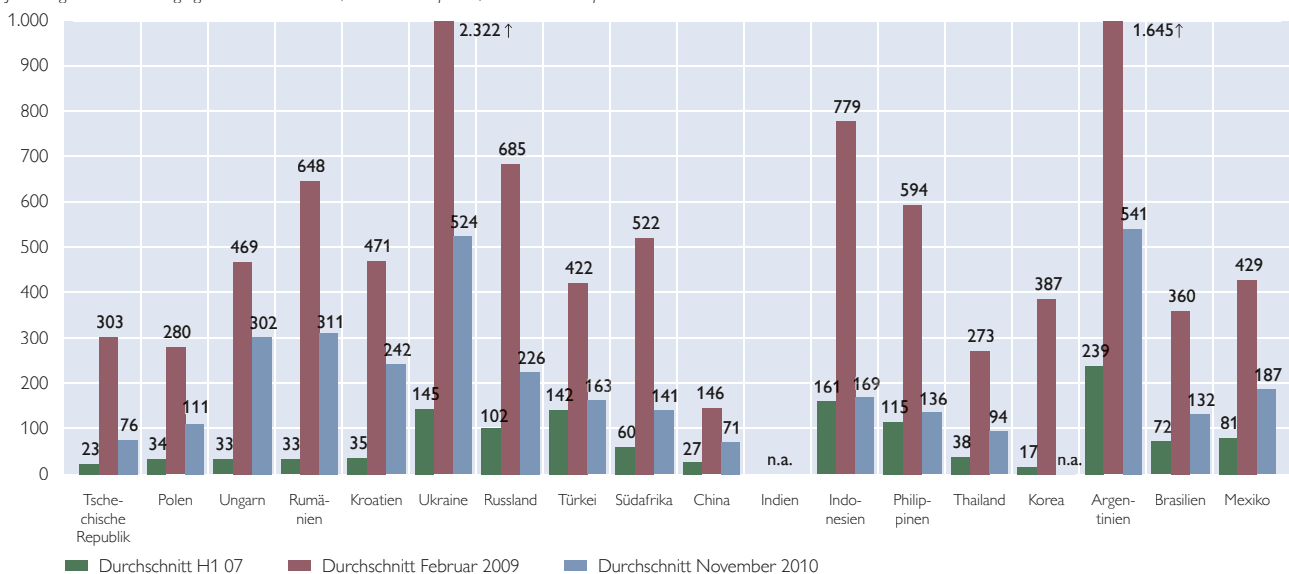
verzeichnete nur die GUS noch einen weiteren Rückgang. Im ersten Halbjahr 2010 erfolgte in den aufholenden Volkswirtschaften Asiens bereits wieder ein substanzieller Anstieg der konsolidierten Kreditforderungen an private Nichtbanken, in deutlich geringerem Ausmaß gab es eine Ausweitung auch in Lateinamerika und in der Region Naher Osten und Nordafrika, während die Kreditforderungen in CESEE weiter stagnierten.

Auf den Finanzmärkten (Aktienmärkte, Auslandsanleihemärkte) für aufholende Volkswirtschaften schlugen sich im Jahr 2010 der Rückgang der Risikoaversion internationaler Investoren, das niedrige Zinsniveau in den Industrieländern, steigende Zinsdifferenzen, Aussichten auf Wachstum sowie Währungsaufwertungen in vielen aufholenden Volkswirtschaften in einem starken

Grafik 8

Aufholende Volkswirtschaften: Spreads staatlicher Auslandsanleihen in Fremdwährung

J.P. Morgan's Euro Emerging Market Bond Index, Euro EMBI Spread, Niveau in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, OeNB.

Anmerkung: Als Spreads sind die Renditeabstande gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit des Euroraums ausgewiesen. Für Russland, Indonesien und Argentinien: (US-Dollar-basierter) EMBI und US-Staatsanleihen. Für die Tschechische Republik, Thailand und Korea: 5-jährige staatliche CDS-Premie dient als Näherung.

¹ Ohne Einrechnung der Kreditforderungen gegenüber Offshore-Finanzplätzen.

Nettozufluss nieder. Mehr als die Hälfte des globalen Aktienemissionsvolumens entfiel laut IWF im ersten Halbjahr 2010 auf aufholende Volkswirtschaften, mit einem hohen Anteil von Emittenten aus Asien. Zudem überstieg das Emissionsvolumen an Auslandsanleihen von Emittenten aus aufholenden Volkswirtschaften (mit einem signifikanten Anteil von – hier überwiegend staatlichen – Emittenten aus CESEE und GUS) jenes an Unternehmensanleihen in den Industrieländern. Zunehmend wurde auch in Schultitel aufholender Volkswirtschaften in nationaler Währung veranlagt. Die Unsicherheiten auf dem internationalen Finanzmarkt aufgrund der Fiskalprobleme einzelner Euroraum-Länder haben sich nur temporär und in relativ geringem Ausmaß in der Entwicklung der Vermögenswerte aufholender Volkswirtschaften niedergeschlagen. Angesichts von Anzeichen erneut auftretender mangelnder Differenzierung nach Risiko steigen allerdings die mittelfristigen Risiken von Blasenbildungen, Überhitzungen, übermäßigen Währungsaufwertungen in aufholenden Volkswirtschaften mit offener (gänzlich liberalisierter) Finanzierungsbilanz² sowie internen und externen Ungleichgewichten.

Wirtschaftserholung in CESEE – mit unterschiedlicher Geschwindigkeit³

Der Wirtschaftsaufschwung und die graduelle Erholung auf den Finanzmärkten setzten sich im zweiten und dritten Quartal 2010 in den CESEE-Ländern (hier einschließlich des euro-

päischen Teils der GUS) weiter fort. Die Erholung war allerdings von unterschiedlichem Tempo gekennzeichnet. Dies spiegelte sich auch im Bankensektor wider: Bei immer noch erhöhtem Kreditrisiko quer über den Länderkreis betrachtet, setzte in Zentraleuropa schon großteils eine Stabilisierung der Gewinne ein, während diese in Südosteuropa weiterhin rückläufig waren. Auf den Währungsmärkten kam es bei den Ländern mit flexiblem Wechselkursregime überwiegend zu moderaten Kursverlusten gegenüber dem Euro, während die Entwicklungen auf den Aktienmärkten grosso modo mit den entsprechenden Wachstumsaussichten einhergingen.

Für den Großteil der hier behandelten Länder⁴ zeichnete die wieder erstarkte Exportnachfrage für das *Wirtschaftswachstum* verantwortlich. Der Exportaufschwung führte spätestens im zweiten Quartal 2010 insofern zu einem positiven Beitrag der Lagerbestandsänderung zum BIP-Wachstum im Jahresabstand, als eine Erhöhung des Lageraufbaus (in den meisten Ländern) oder eine Verminderung des Lagerabbaus erfolgte. Einzig in Kroatien führte eine Verlangsamung des Lageraufbaus zu einem negativen Wachstumsbeitrag.

Im zweiten Quartal 2010 wuchs die Wirtschaft in der Ukraine (5,9%), Russland (5,2%), der Slowakei (4,7%) und Polen (4,0%) im Jahresabstand am schnellsten. Vor allem in der Ukraine, die unter den hier behandelten Ländern am stärksten von der Krise betroffen war, ist das kräftige Wachstum auch auf Basiseffekte zurückzuführen. In Russ-

² Gemäß den geltenden Zahlungsbilanz-Definitionen des IWF gehören jene Transaktionen, die früher unter dem Begriff Kapitalbilanz erfasst worden waren (wie z. B. Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, Kredite), nunmehr zur sogenannten Finanzierungsbilanz („financial account“).

³ Für eine detaillierte Darstellung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dieser Länder siehe den Beitrag „Recent Economic Developments“ in der OeNB-Publikation *Focus on European Economic Integration Q4/10*.

⁴ Der Fokus dieses Kapitels liegt auf den Ländern Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ukraine und Ungarn.

land, der Ukraine und in Polen verzeichnete auch der private Konsum ein kräftigeres Wachstum. In fast allen Ländern schrumpften die Anlageinvestitionen auch noch im zweiten Quartal 2010 im Jahresabstand. Mit einem Wachstum der Anlageinvestitionen von 9% bildet Russland auch hier die Ausnahme. Im hier betrachteten Länderkreis war die Wirtschaftsentwicklung in den Ländern Südosteuropas im zweiten Quartal 2010 am schwächsten: Die Volkswirtschaften Bulgariens und Rumäniens stagnierten, jene Kroatiens schrumpfte (-2,5%) im Jahresabstand.

Vorläufige Werte für das dritte Quartal zeigten eine Beschleunigung des BIP-Wachstums in der Tschechischen Republik und in Ungarn, während

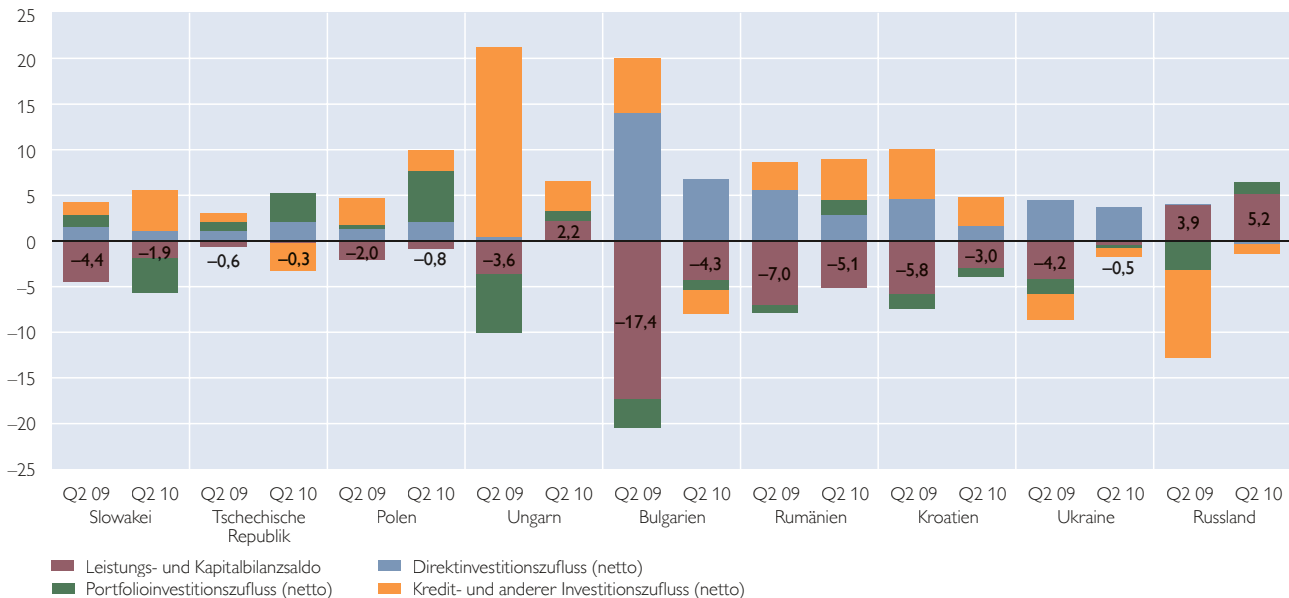
in der Ukraine und in Russland eine deutliche Abschwächung eintrat, die zum Teil auf witterungsbedingte Einbrüche (Hitze- und Dürreschäden) zurückzuführen ist.

Die zuvor relativ hohen negativen Salden der kombinierten *Leistungs- und Kapitalbilanz*⁵ in den Ländern Südosteuropas reduzierten sich weiter. So beliefen sich die Defizite in der Summe der vier Quartale bis Mitte 2010 in Kroatien auf 3,0%, in Bulgarien auf 4,3% und in Rumänien auf 5,0% des BIP. Im Fall Bulgariens entsprach dies einer Korrektur von fast 13 Prozentpunkten des BIP im Vergleich zur Vorperiode bis Mitte 2009. Auch in den Ländern Zentraleuropas setzte sich die Verringerung der bereits zuvor

Grafik 9

Leistungs- und Kapitalbilanzsaldo und seine Finanzierung

gleitende Summe von vier Quartalen in % des BIP dieser Gleitperiode



Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB.

⁵ Gemäß den geltenden Zahlungsbilanz-Definitionen des IWF umfasst die Kapitalbilanz nur wenige Transaktionen und zu diesen gehören vor allem solche, die früher in der Leistungsbilanz miteingefasst wurden (als Teil der Transferbilanz). Jene Transaktionen, die früher unter dem Begriff Kapitalbilanz erfasst wurden (wie z. B. Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, Kredite), gehören nunmehr zur sogenannten Finanzierungsbilanz („financial account“).

nur moderaten Defizite weiter fort. Während die Tschechische Republik ($-0,3\%$ des BIP), Polen ($-0,8\%$), Slowenien ($-1,2\%$) und die Slowakei ($-1,9\%$) noch negative Salden verzeichneten, kam es in Ungarn zu einem Drehen von einem negativem Saldo ($-3,6\%$ des BIP) zu einem Überschuss ($2,2\%$ des BIP). Auch in der Ukraine verringerte sich das Defizit von $4,2\%$ auf $0,5\%$. Generell resultierten die Saldoverbesserungen vorwiegend aus dem Wachstum der Exporte, während sie in den Quartalen davor vor allem eine Folge des Einbruchs der Importe gewesen waren. In Russland wuchs der Überschuss trotz der Aufwertung des Rubels und des Anziehens der Inlands- und daher Importnachfrage weiter auf $5,2\%$ an. Ausschlaggebend hierfür war vor allem das Steigen des Erdölpreises.

Die *Finanzierungsbilanz* war in der Summe der vier Quartale bis Mitte 2010 in fast allen hier betrachteten Ländern positiv, nur in Russland geringfügig im Minus. In Bulgarien und in der Ukraine bildeten die Direktinvestitionen (netto) die größte Komponente der Finanzierungsbilanz, während dies in Slowenien, der Tschechischen Republik, Polen und Russland die Portfolioinvestitionen (netto) und in der Slowakei, Ungarn, Rumänien und Kroatien die sonstigen Investitionen (netto) (vor allem Kredite) waren. In Bulgarien und Ukraine waren in den Bereichen Portfolioinvestitionen und andere Investitionen Nettokapitalabflüsse zu registrieren. In Slowenien, der Slowakei, Rumänien und Kroatien reichten die Nettozuflüsse an Direktinvestitionen nicht aus, um das (gesunkene) Defizit der kombinierten Leistungs- und Kapitalbilanz zu decken.

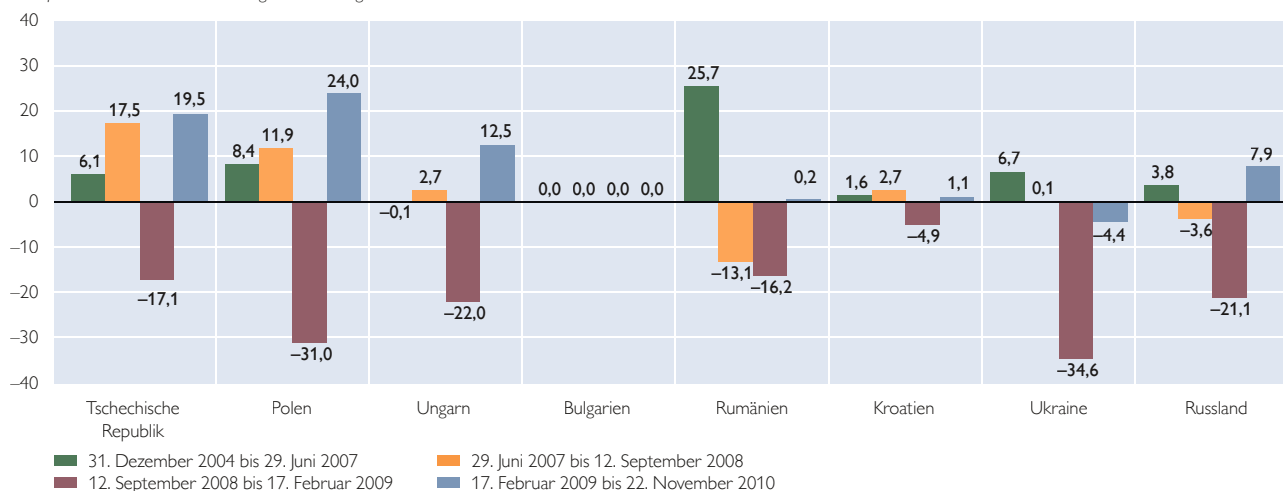
IWF- bzw. IWF/EU-Stabilisierungsprogramme sind in Ungarn (allerdings seit Juli sistiert), in Rumänien und in der Ukraine weiterhin in Kraft. In

Rumänien wurde eine wichtige Grundlage für die Freigabe weiterer Auszahlungen durch eine Reform des Pensionsystems geschaffen – daher überwies der IWF die sechste Tranche (0,9 Mrd EUR) und die EU die dritte Tranche (1,2 Mrd EUR). Mit der Ukraine besteht seit Sommer 2010 ein neues IWF-Stabilisierungsprogramm (über insgesamt 12,8 Mrd EUR).

Die Auswirkungen der Rezession bzw. des Wachstumseinbruchs 2009 schlugen sich weiterhin negativ auf die *Staatshaushalte* nieder. Allerdings dürften sich die Haushaltsdefizite im Jahr 2010 gegenüber dem Vorjahr nicht stark erhöhen. Ungarn dürfte 2010 infolge der Konsolidierungsschritte 2007 bis 2009 eines der niedrigsten Defizite ausweisen. Die ungarische Regierung plant, die weitere Budgetkonsolidierung in den kommenden drei Jahren in substanziellem Ausmaß einnahmenseitig durch eine Erhöhung von Steuern im Energie- und Telekommunikationssektor sowie die Einführung einer Bankensteuer (im Sommer 2010) zu bewältigen. In Übereinstimmung mit dem (derzeit sistierten) Kreditabkommen mit dem IWF und der EU strebt Ungarn ein Defizit von $3,8\%$ des BIP für das Jahr 2010 und von unter 3% für 2011 an. Die Staatsverschuldung (in Prozent des BIP) wird in allen betrachteten Ländern im Jahr 2010 vermutlich weiter ansteigen, mit dem geringsten Anstieg in Ungarn, wo dennoch die Verschuldungsquote mit fast 80% des BIP unter den betrachteten Ländern mit Abstand am höchsten liegt. In der Slowakei, Rumänien und Polen dürfte der Anstieg der Staatsverschuldung am größten ausfallen, allerdings im Fall der Slowakei und Rumäniens noch von relativ moderaten Ausgangsniveaus aus. In Polen könnte die Staatsverschuldung auf über 55% des BIP ansteigen. In sämtlichen hier behandelten EU-Mit-

Nationale Währungen und der Euro

Euro pro Einheit nationaler Währung, Veränderung in %



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

gliedstaaten sind nun Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits im Gange, nachdem ein solches im Sommer 2010 aufgrund der Defizitrevision für 2009 auch für Bulgarien eingeleitet werden musste.

Im September 2010 lag die *Jahresinflation* vor allem in der Ukraine sowie auch in Ungarn und Polen deutlich niedriger als im März, obwohl es im August bzw. September zu einem gewissen Wiederanstieg gekommen ist. In der Ukraine resultierte der jüngste Anstieg aus einem Anziehen der Lebensmittelpreise und aus Gaspreiserhöhungen. Deutlich höher als im März 2010 lag die Jahresinflation im September nur in Bulgarien (Anstieg der Lebensmittelpreise teilweise bedingt durch Ernteauffälle in Russland) und in Rumänien (Mehrwertsteuersatzanhebung).

Bei den *Währungen* der hier betrachteten Länder, die noch nicht den Euro übernommen haben und keine fixe bzw. quasi-fixe Wechselkursan-

bindung verfolgen, kam es vom März bis September 2010 nur im Fall der tschechischen Krone zu einer (weiteren) Aufwertung gegenüber der Referenzwährung⁶. Wertverluste der Währungen gab es in diesem Zeitraum in Rumänien (-4,1%), Polen (-2,9%), Ungarn (-3,6%) und Russland (rund -4%). Im Gegensatz dazu blieb die ukrainische Grywnia stabil, allerdings dienten im September Devisenverkäufe der Notenbank (0,6 Mrd USD) der Währungsstützung. Dem gleichen Zweck dienen kürzlich beschlossene zusätzliche Reserveanforderungen. Verglichen mit den historischen Tiefstständen von Februar 2009 verzeichneten allerdings die Währungen der Tschechischen Republik und Polens und in geringerem Ausmaß auch jene Ungarns und Russlands deutliche Wertzuwächse. Im September 2010 lag die tschechische Krone auf dem Vorkrisenniveau von Mitte September 2008, der polnische Zloty, der ungarische Forint, der rumänische Lei und

⁶ Referenzwährung dieser Länder ist der Euro, mit Ausnahme der Ukraine (US-Dollar) und Russland (Währungskorb bestehend zu 55 % aus US-Dollar und zu 45 % aus Euro).

der russische Rubel waren etwa 15 % und die ukrainische Grywnia etwa 38 % schwächer. Die russische Notenbank lockerte im September das Wechselkursband des Rubels gegenüber dem Währungskorb, um Spielraum für weitere (kontrollierte) Aufwertung zu schaffen, aber auch um das Abwertungsrisiko zu erhöhen, um spekulative Kapitalzuflüsse zu schwächen.

Die Spreads der *kurzfristigen Interbankenzinssätze* gegenüber dem Euroraum waren in fast allen der hier betrachteten Länder von März bis September 2010 rückläufig. Nur in Kroatien kam es zu einem geringen Anstieg (auf niedrigem Niveau). Die Tschechische Republik, Bulgarien und Kroatien wiesen das niedrigste Zinsniveau auf, gefolgt von Polen und Russland.

Die *Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen in nationaler Währung* gingen im genannten Zeitraum in der Slowakei

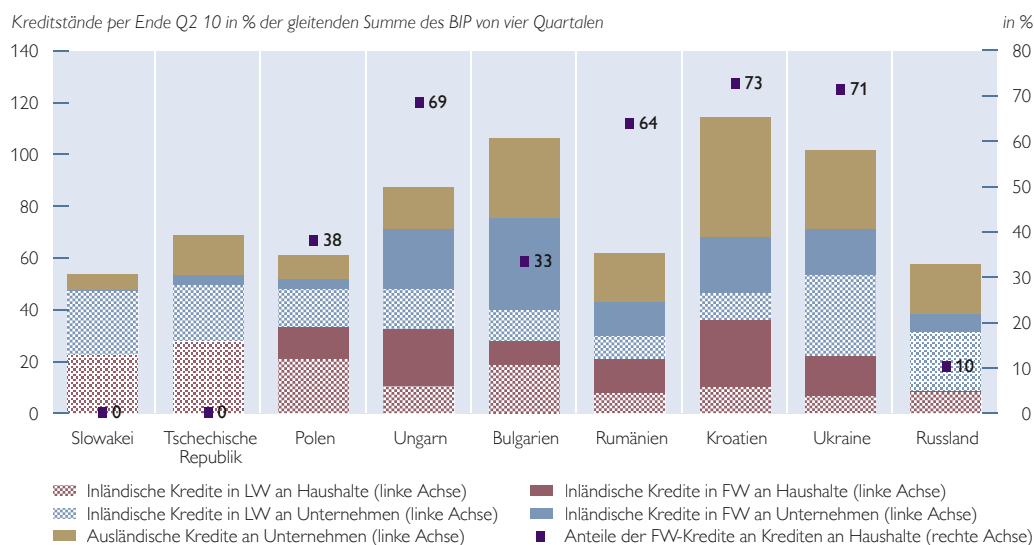
und in der Tschechischen Republik, die bereits bisher die niedrigsten Renditen dieser Länder aufwies, moderat zurück; aufgrund des größeren Renditerückgangs der Referenzanleihen im Euroraum erfolgte jedoch eine Spreadausweitung. In den anderen Ländern waren die Renditen im September auf etwa gleich hohem Niveau wie im März, was ebenfalls eine Spreadausweitung bedeutete. Auf den *Aktienmärkten* kam es in den meisten der hier betrachteten Länder zu Kursgewinnen. In Kroatien und Slowenien, wo die Wachstumsaussichten verhalten sind, ging der Aktienindex jedoch zurück.

Auf den *Kreditmärkten* war Mitte 2010 das jährliche wechselkursbereinigte Wachstum der Kredite an private Haushalte und Unternehmen in den meisten der hier betrachteten Länder einstellig positiv. In der Tschechischen Republik, der Ukraine und Russland stagnierte dieses Kreditvolumen aller-

Grafik 11

Ausstehende gesamte (inländische und grenzüberschreitende) Kredite an private Haushalte und Unternehmen

Kreditstände per Ende Q2 10 in % der gleitenden Summe des BIP von vier Quartalen



Quelle: EZB, Eurostat, nationale Zentralbanken, nationale Statistikämter, OeNB.

Anmerkung: LW = Lokalwährung, FW = Fremdwährung. Fremdwährungskredite inkludieren auch an die Fremdwährung indexierte Kredite in nationaler Währung. Ausländische Kredite umfassen nicht Handelskredite und konzerninterne Kredite. Punkte: Anteile der Fremdwährungskredite an private Haushalte an sämtlichen Krediten an private Haushalte in % (rechte Achse).

dings, während es in Ungarn deutlich schrumpfte. Nach Sektoren getrennt ergibt sich ein zum Teil sehr heterogenes Bild: Nicht nur in Ungarn, sondern auch in der Slowakei, der Tschechischen Republik und in Polen schrumpfte das Volumen der ausstehenden *Kredite an Unternehmen* deutlich. (In der Tschechischen Republik und in Ungarn wurde dies jedoch zum Teil durch direkte Auslandskredite kompensiert.) Im Gegensatz dazu schrumpfte das Volumen der ausstehenden *Kredite an die privaten Haushalte* nur in der Ukraine markant. Insgesamt war in Rumänien, Kroatien, der Ukraine und Russland die Entwicklung der Unternehmenskredite günstiger als jene der Haushaltskredite; in den anderen hier behandelten Ländern war es genau umgekehrt.

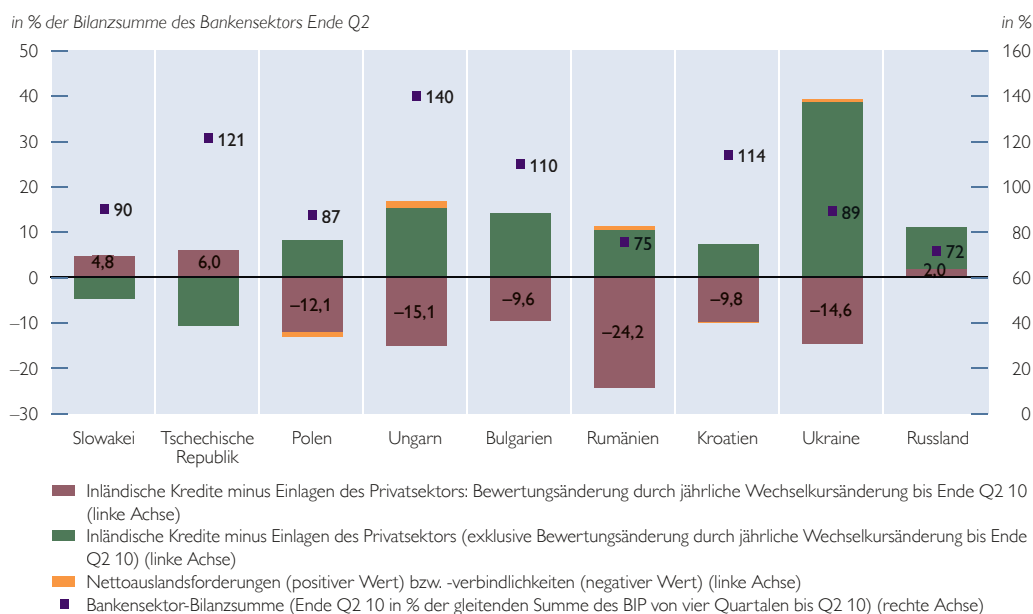
In Bulgarien, Rumänien und Kroatien nahmen die *Fremdwährungskredite (inklusive wechsellkursindexierter Kredite) an private Haushalte* wechsellkursberei-

nigt bis Mitte 2010 im Jahresabstand deutlich zu, während die entsprechenden Kredite in nationaler Währung sanken. In Polen stiegen zwar diese Fremdwährungskredite etwas an, jedoch deutlich geringer als jene in nationaler Währung. Der *Anteil der Fremdwährungskredite an den Krediten an private Haushalte* war in Ungarn, Rumänien, Kroatien und der Ukraine Ende des zweiten Quartals 2010 mit etwa 70% weiterhin sehr hoch. Im Gegensatz dazu war das in Fremdwährung notierende Kreditvolumen an private Haushalte in der Tschechischen Republik und in der Slowakei, aber auch in Russland immer noch sehr gering.

Ende des zweiten Quartals 2010 überstieg das ausstehende inländische Kreditvolumen jenes der inländischen Einlagen (gemessen an den gesamten Aktiva) in allen hier behandelten Ländern mit der Ausnahme der Slowakei und der Tschechischen Republik. In besonders hohem Ausmaß klappte die Lücke

Grafik 12

Bankensektor: Lücke zwischen Krediten und Einlagen und Nettoauslandsverbindlichkeiten



zwischen inländischen Krediten und Einlagen im ukrainischen Bankensektor auseinander. Auch deckten hier die Nettoauslandsverbindlichkeiten des Bankensektors nicht den gesamten Finanzierungsbedarf des inländischen Kreditüberhangs ab. Beachtlich hohe Nettoauslandsverbindlichkeiten, überwiegend gegenüber ausländischen Mutterbanken, wies mit Ende des zweiten Quartals 2010 der rumänische Bankensektor auf. Im Jahresabstand bis Mitte 2010 hatte sich der Überhang der Kredite über die Einlagen relativ zur Bilanzsumme substanziell nur in Bulgarien, der Ukraine und Russland verringert, und zwar jeweils sowohl aufgrund der Aktiv- als auch der Passivseite. Die Bilanzsumme des Bankensektors lag in der Slowakei, Polen, Rumänien, der Ukraine und Russland zwischen 72% und 90% des BIP, in den anderen Ländern zwischen 110% und 140% des BIP.

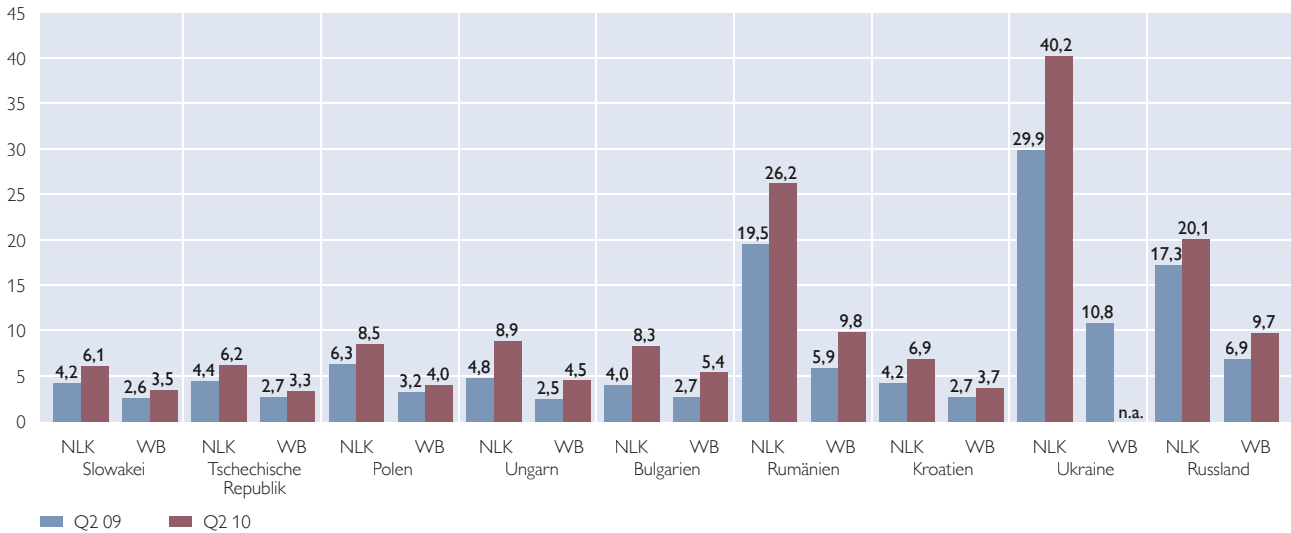
Das Kreditrisiko im Bankensektor gemessen am *Anteil der notleidenden Kredite an den gesamten Inlandskrediten an Nichtbanken* war Ende des zweiten Quartals 2010 nach wie vor markant höher als vor der Krise. Die heterogene Erholung der Wirtschaft über den Länderkreis hinweg wird einen differenzierten Rückgang der notleidenden Kredite mit sich bringen. Das niedrige Niveau des Kreditwachstums erschwert den Rückgang dieses Anteils. Den stärksten Anstieg (in Prozentpunkten) von Mitte 2009 bis Mitte 2010 verzeichnete dieser Anteil in der Ukraine, gefolgt von Rumänien, Bulgarien und Ungarn. Der Verlauf des Anteils der notleidenden Kredite zeigt in den meis-

ten Ländern Zentral- und Südosteuropas einen geringeren Anstieg im ersten Halbjahr 2010 als im zweiten Halbjahr 2009; die Ausnahmen bilden Ungarn, Bulgarien und Kroatien.

Bei der *Profitabilität im Bankensektor* kam es in den Ländern Zentraleuropas großteils zu moderaten Anstiegen der Gewinne im ersten Halbjahr 2010 im Jahresabstand. In Südosteuropa reduzierten sich hingegen die Gewinne im Vergleich zum Vorjahr, wobei es in Rumänien sogar zu Verlusten kam. Trotz einer beachtlichen Verringerung der Verluste in der Ukraine, befanden sich diese im ersten Halbjahr 2010 immer noch auf einem hohen Niveau. Grund hierfür sind die stark gestiegenen Wertberichtigungen infolge der erhöhten notleidenden Kredite. Im Gegensatz dazu verzeichnete der Bankensektor Russlands unter den hier betrachteten Ländern den stärksten Anstieg der Gewinne. Die *Eigenkapitalausstattung* (Kapitaladäquanz) war Mitte 2010 großteils höher als Ende 2009. Ausnahmen bilden hier Ungarn und Russland, wo die Kapitaladäquanz um jeweils 2 Prozentpunkte fiel; mit 18,9% befindet sich die Kapitaladäquanz in Russland allerdings weiterhin auf einem hohen Niveau. Den stärksten Anstieg verzeichneten Kroatien (über 3 Prozentpunkte) und die Ukraine (3 Prozentpunkte). Somit lag Mitte 2010 die Kapitaladäquanzquote in der Slowakei, der Tschechischen Republik, in Polen, Rumänien und in Ungarn zwischen 12% und 15% sowie in Kroatien, Bulgarien, Russland und in der Ukraine zwischen 18% und 23%.

Bankensektor: Kreditqualität

Notleidende Kredite (NLK) und Wertberichtigungen (WB) in % aller Kredite, zum Periodenende

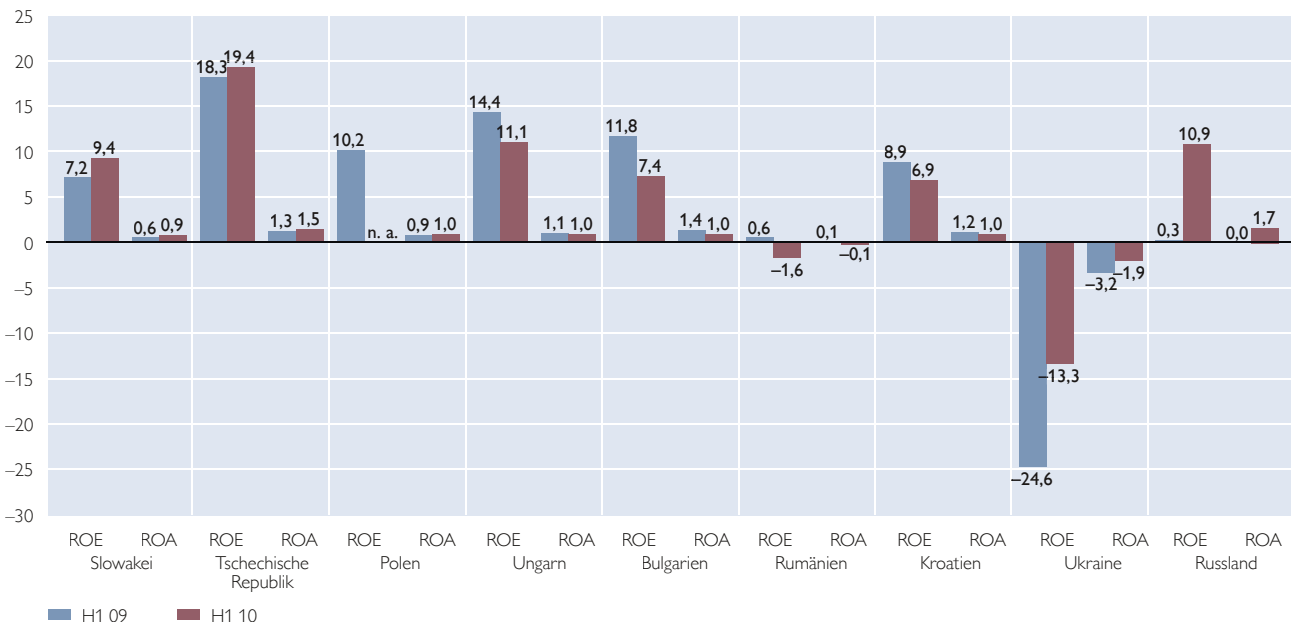


Quelle: IWF, nationale Zentralbanken, OeNB.

Anmerkung: Daten sind zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Notleidende Kredite („non-performing loans“) umfassen „substandard“, „doubtful“ und „loss loans“. Polen inklusive sogenannter irregulärer Kredite. Polen: Wertberichtigungen: Q4 09 statt Q2 10. Ukraine: notleidende Kredite: Q4 09 statt Q2 10.

Bankensektor: Profitabilität

Return-on-Equity (ROE) und Return-on-Assets (ROA), in %



Quelle: IWF, nationale Zentralbanken, OeNB.

Anmerkung: Daten sind zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Daten auf Basis der annualisierten Periodengewinne nach Steuern, mit Ausnahme Russlands (auf Basis annualisierter Vor-Steuer-Gewinne).