

# Abflauen der globalen Krise

## Industrielländer: Wachstum nach vier Quartalen des Rückgangs

In den *industrialisierten Ländern* scheint sich die Wirtschaftslage nach den starken Einbrüchen im vierten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 auf tiefem Niveau stabilisiert zu haben. Zur Stabilisierung dürften die in vielen Ländern gesetzten umfangreichen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen beigetragen haben. In der aktuellen Prognose des IWF vom Oktober 2009 ist das BIP-Wachstum 2010 für die USA, den Euroraum und Japan gegenüber April nach oben revidiert worden.

In den *USA* stieg das reale BIP im dritten Quartal 2009 um 0,9% gegenüber dem Vorquartal (3,5% annualisiert), lag allerdings noch um 2,3% niedriger als im entsprechenden Vorjahresquartal. Das Einsetzen des Wachstums ist vor allem den stimulierenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu verdanken. Positive Meldungen gab es zuletzt auch zum Markt für Wohnimmobilien: Insbesondere Steuervergünstigungen für Hauskäufer dürften zur Belebung des Immobilienmarktes beitragen. Im Juni 2009 ist der Case-Shil-

ler-Preisindex für Einfamilienhäuser erstmals seit etwa drei Jahren gestiegen. Die Finanzmarktkrise hat zu einem teilweisen Abbau der globalen Ungleichgewichte geführt. So dürfte das Leistungsbilanzdefizit der USA im Jahr 2009 mit voraussichtlich 2,6% des BIP weniger als halb so hoch wie im Jahr 2006 (6% des BIP) ausfallen. Der Rückgang des Verbraucherpreisindex im Vorjahresvergleich erreichte im Juli 2009 2,1% und mäßigte sich bis September 2009 auf 1,3%. Die Kerninflationsrate lag konstant bei 1,5% im Jahresabstand. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank ließ die Zielspanne für die Federal Funds Rate bei der Sitzung am 22./23. September 2009 unverändert bei nahe 0%. Parallel zur Zinsentscheidung wurde die Verlängerung von Kaufprogrammen für Hypothekendarlehen beschlossen. Bereits im August war beschlossen worden, das Programm zum Ankauf von US-Staatsanleihen mit Ende Oktober 2009 zu beenden.

Auch im *Euroraum* zeigten die stimulierenden Maßnahmen der Wirtschaftspolitik ihre Wirkung: Das reale

Tabelle 1

## Vergleichender Wirtschaftsausblick für Industrieländer laut IWF

	BIP (reale jährliche Änderung)					VPI (jährliche Änderung)					Leistungsbilanz		
	Apr. 09	Okt. 09	Apr. 09	Okt. 09	2010 <sup>1</sup>	Apr. 09	Okt. 09	Apr. 09	Okt. 09	2010 <sup>1</sup>	Okt. 09		
	2008	2008	2009 <sup>1</sup>	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2008	2008	2009 <sup>1</sup>	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>
	in %					in %					in % des BIP		
<b>Industrielländer</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>
<b>USA</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,2</b>
<b>Euroraum</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>
Deutschland	1,3	1,2	-5,6	-5,3	0,3	2,8	2,8	0,1	0,1	0,2	6,4	2,9	3,6
Frankreich	0,7	0,3	-3,0	-2,4	0,9	3,2	3,2	0,5	0,3	1,1	-2,3	-1,2	-1,4
Italien	-1,0	-1,0	-4,4	-5,1	0,2	3,5	3,5	0,7	0,8	0,9	-3,4	-2,5	-2,3
Österreich	1,8	2,0	-3,0	-3,8	0,3	3,2	3,2	0,5	0,5	1,0	3,5	2,1	2,0
<b>Vereinigtes Königreich</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>
<b>Japan</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>

Quelle: IWF (World Economic Outlook), April 2009 und Oktober 2009.

<sup>1</sup> Prognose

BIP stieg im dritten Quartal 2009 um 0,4% gegenüber dem Vorquartal, lag allerdings noch um 4,1% niedriger als im entsprechenden Vorjahresquartal. Neben dem Außenbeitrag kamen auch vom privaten und vom öffentlichen Konsum positive Wachstumsimpulse. Nach Ländern betrachtet ist das Quartalswachstum vor allem in Österreich, Deutschland, Portugal und Italien weit überdurchschnittlich positiv ausgefallen. Die jährliche HVPI-Inflationsrate war von Juni bis September 2009 negativ, wesentlich aufgrund des im Jahresvergleich deutlich niedrigeren Rohölpreises. Der EZB-Rat hat den Leitzinssatz seit Mitte Mai 2009 bei 1% belassen. Im Rahmen der erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe sind Käufe von gedeckten Schuldverschreibungen sowie längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einjähriger Laufzeit durchgeführt worden.

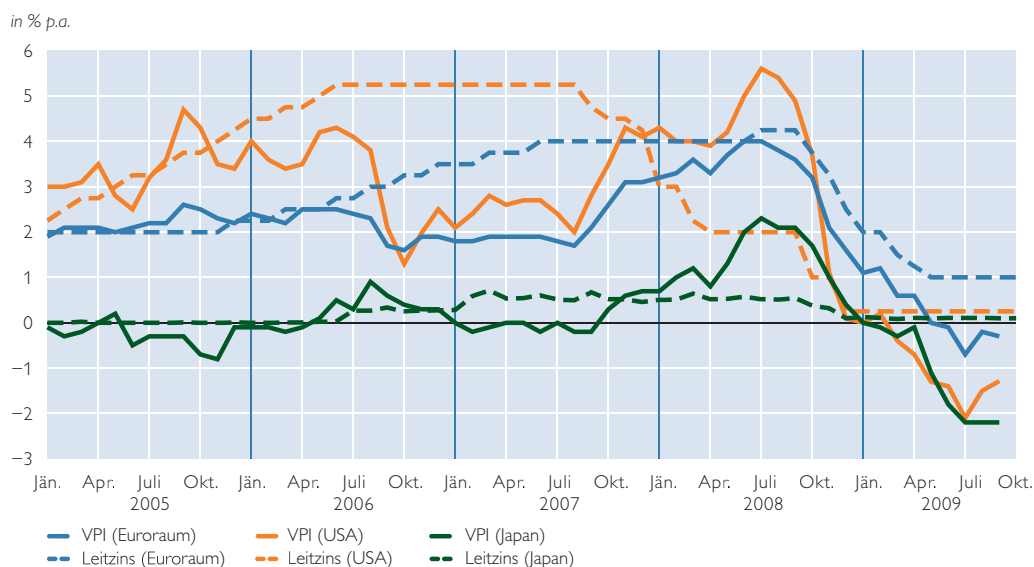
Die japanische Wirtschaft wuchs bereits im zweiten Quartal 2009 wieder (+0,7% gegenüber dem Vorquartal), lag jedoch noch um 7% unter dem

Wert des entsprechenden Vorjahresquartals. Das Wachstum war dabei primär von den Exporten, vor allem nach Asien, und den staatlichen Investitionsprogrammen getragen. Die privaten Investitionen waren weiter stark rückläufig. Im September 2009 lag die jährliche Inflationsrate bei -2,2%. Die Bank of Japan wird vorerst an ihrer Nullzinspolitik und der großzügigen Liquiditätsversorgung festhalten. Die wichtigsten im Zuge der Krise eingeführten Programme wurden bis Jahresende 2009 verlängert.

Auf den Geldmärkten in den USA und im Euroraum sind die LIBOR- und EURIBOR-Zinssätze weiter gefallen. Dabei haben sich die Risikoaufschläge auf dem US-amerikanischen Geldmarkt in stärkerem Maße verringert als im Euroraum. Auf den Staatsanleihemärkten stiegen die langfristigen Zinsen bis Juni 2009 im Zuge der Kursrallye auf den Aktienmärkten an. Seither sind die langfristigen Zinsen wieder gefallen. Die Unterschiede bei Staatsanleiherenditen im 10-jährigen Laufzeitseg-

Grafik 1

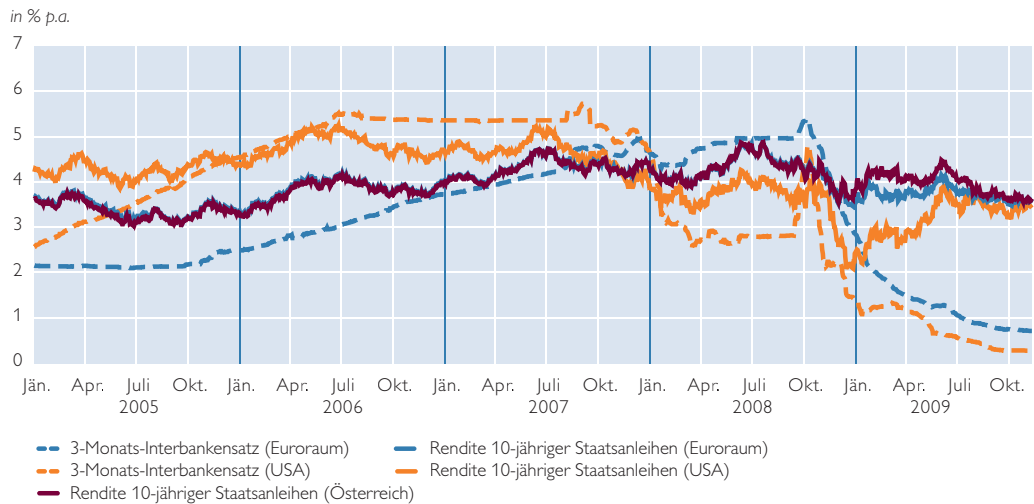
### Euroraum, USA, Japan: Inflation und Leitzinssätze



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

Grafik 2

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



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

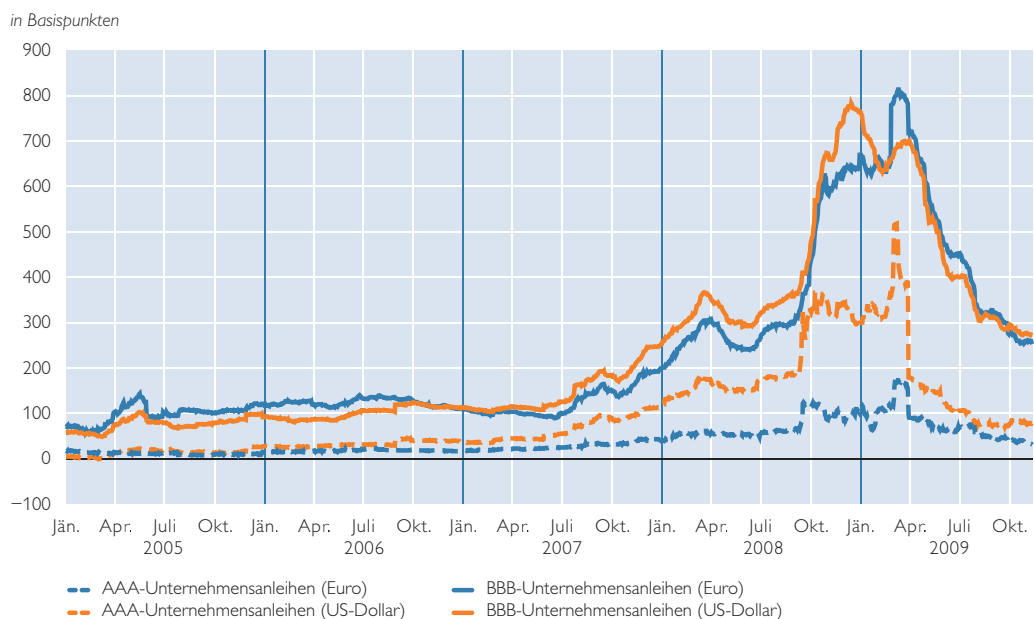
ment zwischen Deutschland und anderen Ländern des Euroraums sind weiter zurückgegangen.

Die weltweite Erholung auf den *Aktienmärkten* seit März 2009 hat insge-

samt weiter angehalten. Bei Finanzunternehmen waren die Kursgewinne besonders hoch. Die Kursrallye spiegelt vor allem eine Rückkehr einer gewissen Risikobereitschaft sowie eine Auf-

Grafik 3

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

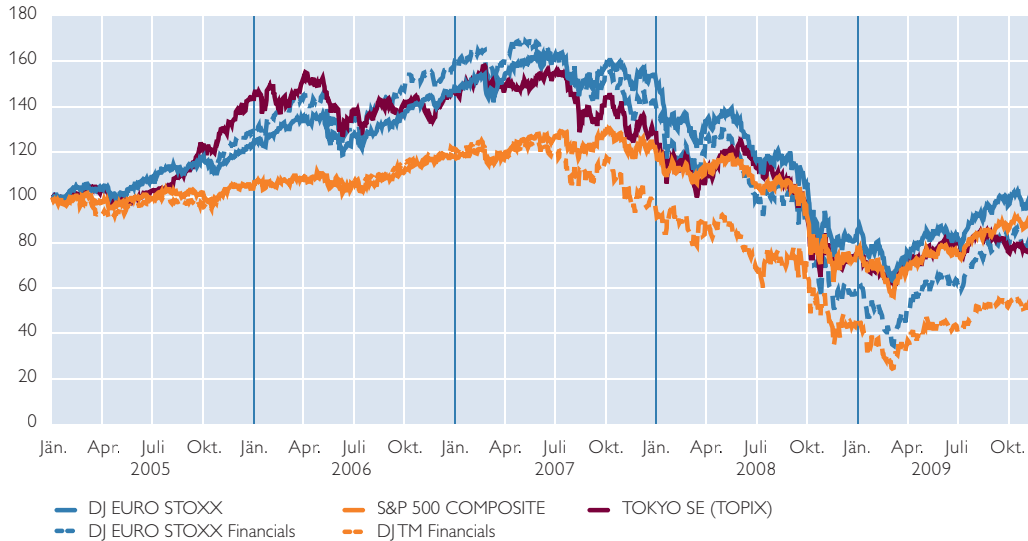


Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Grafik 4

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

1. Jänner 2005 = 100



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

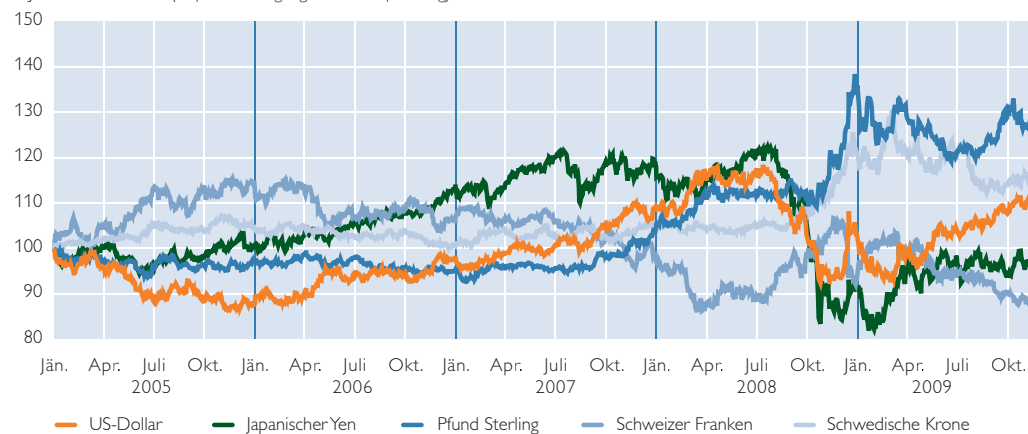
hellung der allgemeinen Stimmung wider. Die Renditeaufschläge bei *Unternehmensanleihen* in den USA und im Euroraum haben sich aufgrund niedrigerer Liquiditäts- und Risikoprämien sowohl für AAA- als auch für BBB-Anleihen weiter zurückgebildet.

Auf den *Devisenmärkten* hat der Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen aufgewertet. Diese Entwicklung ist als Reaktion auf gegenläufige Trends rund um den Höhepunkt der Finanzkrise zu sehen, als der Euro wegen der

Grafik 5

### Industrialisierte Länder: Wechselkurse gegenüber dem Euro

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



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Anmerkung: Nationale Währung je Einheit Euro.

Krisenbetroffenheit des Euroraums an Wert verlor.

### CESEE im Vergleich mit anderen aufholenden Volkswirtschaften (Emerging Markets)

Für das Jahr 2010 setzte der IWF im Herbst 2009 seine *Prognosen* für sämtliche Weltregionen der aufholenden Volkswirtschaften (mit Ausnahme Afrikas) parallel zu jener für die industrialisierten Länder gegenüber dem Frühjahr 2009 um etwa 1 Prozentpunkt hinauf. Für das Jahr 2009 hingegen revidierte er für die drei Regionen Zentral-, Ost- und Südosteuropa (CESEE, hier ohne GUS), GUS und Lateinamerika seine Prognosen um etwa 1 bis 1½ Prozentpunkte weiter nach unten, während er sie für die USA und den Euroraum kaum veränderte bzw. für Japan und die asiatischen Entwicklungsländer um etwa dieses Ausmaß hinaufrevidierte. Zugleich be-

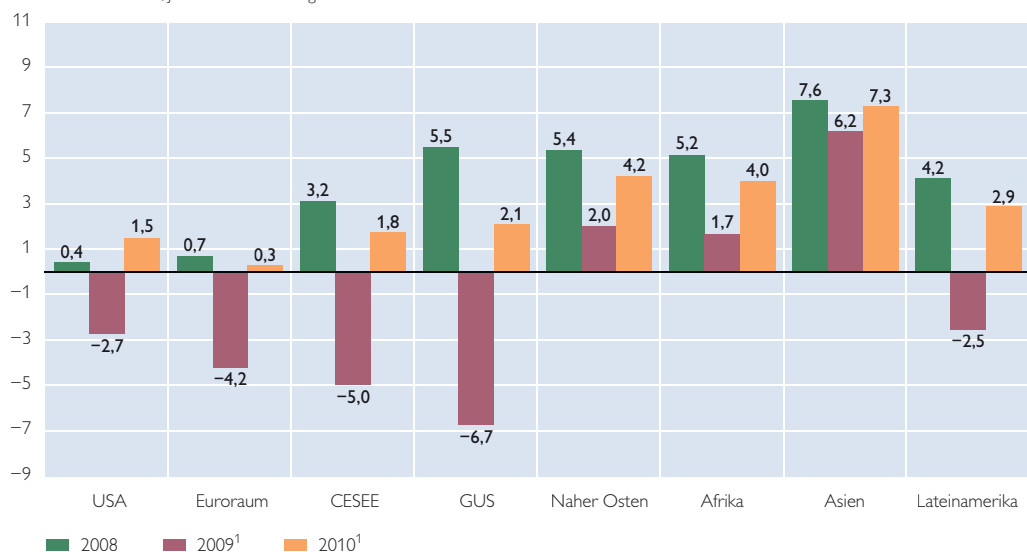
stehen selbstverständlich innerhalb der einzelnen Wirtschaftsräume, wie zum Beispiel in CESEE, zum Teil große Unterschiede.

Der *Einbruch der Importnachfrage der industrialisierten Länder* vertiefte sich im Jahr 2009 mit zweistelligen Jahresraten, nachdem er in den USA bereits seit dem vierten Quartal 2007 und im Euroraum seit dem zweiten Quartal 2008 in Gang war. Dieser drastische Rückgang der ausländischen Nachfrage stellte sämtliche exportorientierte aufholende Volkswirtschaften vor große Herausforderungen. Das stark exportorientierte *China*, das vor der Krise trotz hoher außenwirtschaftlicher Überschüsse eine deutliche effektive Aufwertung seiner Währung vermieden hatte, geriet jedoch nicht unter Abwertungsdruck und konnte durch eine (bereits im November 2008 beschlossene und rasch umgesetzte) massive Stimulierung der Binnennachfrage in Höhe

Grafik 6

### Aufholende Volkswirtschaften und ausgewählte Industrieländer: BIP-Prognose

zu konstanten Preisen, jährliche Veränderung in %



Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2009.

<sup>1</sup> Prognose.

Anmerkung: CESEE exklusive der europäischen GUS-Länder. Asien exklusive der (neu) industrialisierten Länder Asiens. Lateinamerika inklusive der karibischen Länder.

von 15 % des BIP (auf Basis zuvor akkumulierter Überschüsse) die Abschwächung des Wachstums in Grenzen halten: Das jährliche BIP-Wachstum beschleunigte sich im dritten Quartal 2009 auf fast 9 %, nachdem es zuvor bis ins erste Quartal 2009 auf 6 % gefallen war – von 10 % im zweiten Quartal 2008 und 14 % im zweiten Quartal 2007. Dies prägte die Entwicklung der Gesamtheit der asiatischen Entwicklungsländer.

Im Gegensatz dazu verzeichneten insbesondere jene Volkswirtschaften der CESEE-Region und der GUS-Region überdurchschnittliche BIP-Rückgänge, die aufgrund ihrer (durch Überhitzung der Inlandsnachfrage überhöhten) Leistungsbilanzdefizite, ihrer externen Verschuldungsstände oder ihrer inländischen Fremdwährungskreditvergabe einen hohen Finanzierungsbedarf in Fremdwährung aufwiesen. Aber auch Russland, das auf Basis hoher Rohstoffpreise Überschüsse akkumuliert hatte,

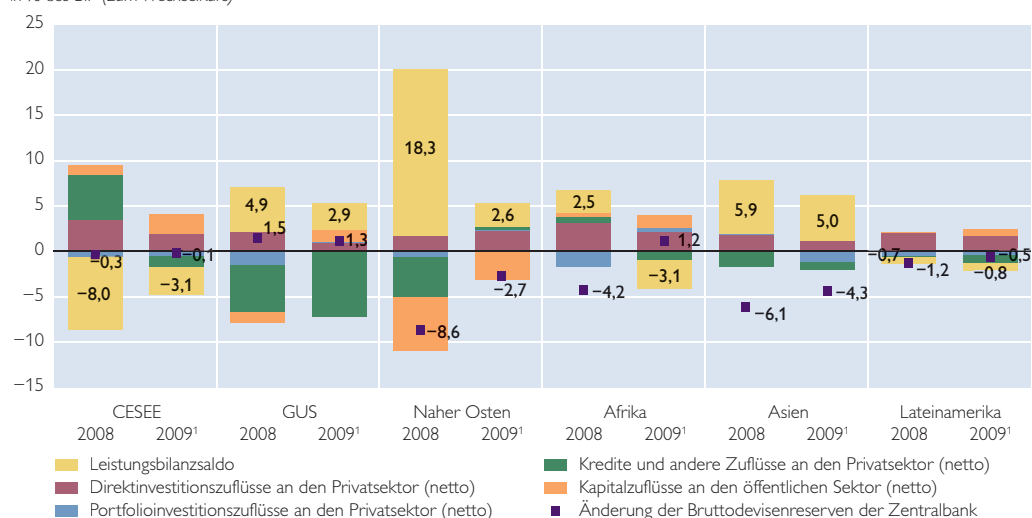
gelang es nicht, den Wirtschaftseinbruch zu vermeiden. Allerdings war er nicht zuletzt aufgrund der umfangreicheren fiskalpolitischen Gegensteuerung geringer als in der Ukraine, die neben der Verschlechterung des Verhältnisses zwischen Export- und Importpreisen und dem Kapitalabzug (sowohl von westlichen als auch von russischen Investoren) zudem auch Probleme der politischen Instabilität aufweist.

Parallel zum Abbau der globalen Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern, verringerten sich im Jahr 2009 auch die externen Ungleichgewichte der aufholenden Volkswirtschaften. Während der Verfall der Rohstoffpreise Überschussregionen traf, kam es in den Defizitregionen ausgehend von Exportrückgängen, negativen Exportaussichten und Einschränkungen der Handelsfinanzierungen zu Währungsabwertungen und zum Einbrechen der Inlandsnachfrage und in Summe daher zu sehr starken Importrückgängen.

Grafik 7

### Aufholende Volkswirtschaften: Leistungsbilanzsalden und Nettokapitalzuflüsse

in % des BIP (zum Wechselkurs)



Quelle: IWF, OeNB.

<sup>1</sup> Prognose

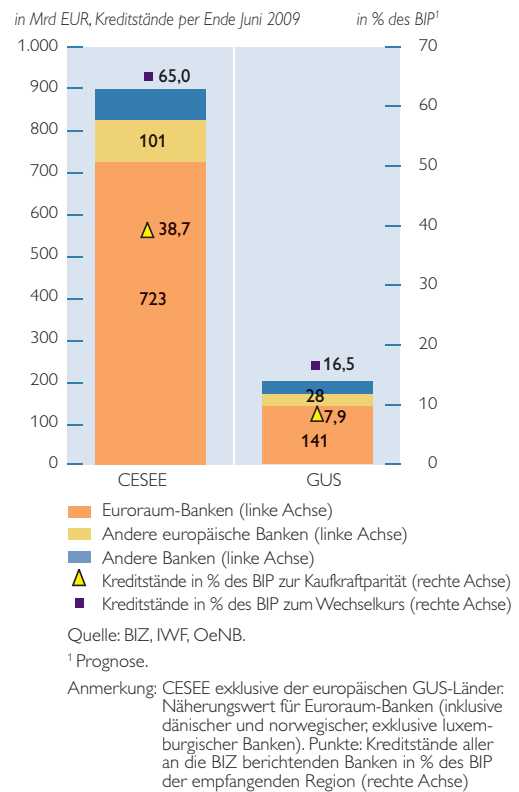
Anmerkung: Negative Nettokapitalzuflüsse (an den öffentlichen Sektor) bedeuten Nettokapitalabflüsse aus dem öffentlichen Sektor in die Industrieländer. Änderung der offiziellen Bruttoreerven: negative Zahl = Anstieg. CESEE exklusive der europäischen GUS-Länder, der Tschechischen Republik, der Slowakei und Sloweniens; Asien exklusive Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur.

Nachdem das Jahr 2009 etlichen CESEE-Ländern sowie der GUS Verluste im *Konvergenzprozess* der durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen zum Euroraum gebracht hatte, dürfte es im Jahr 2010 in den meisten Fällen zum Wiedereinsetzen des Aufholprozesses kommen.

Die *grenzüberschreitenden Kreditforderungen* an aufholende Volkswirtschaften der an die BIZ berichtenden Banken, die überwiegend aus den Industrieländern stammen, zeigten im zweiten Quartal 2009 nach zwei Quartalen mit Rückgängen (insbesondere gegenüber asiatischen und lateinamerikanischen Volkswirtschaften) eine Stabilisierung. Die *gesamten Kredite* der an die BIZ berichtenden Banken sind, nach Regionen gegliedert, gegenüber CESEE (ohne GUS) besonders hoch, sowohl gemessen in Absolutbeträgen als auch relativ zum BIP der empfangenden Region. Den Hauptgrund für diese prominente Stellung der CESEE-Region bildet der Umstand, dass die Bankensektoren der meisten dieser Länder fast zur Gänze im Eigentum von an die BIZ berichtenden Banken (vor allem aus dem Euroraum) stehen. Einen substanziellen Teil der gesamten Kredite der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber der CESEE-Region bilden daher auch jene innerhalb dieser Länder vergebenen Kredite, die durch Einlagen aus diesen Ländern finanziert sind. Aufgegliedert nach einzelnen CESEE-Ländern und nach Herkunftsländern der an die BIZ berichtenden Banken lässt sich erkennen, dass österreichische, italienische, deutsche und französische Banken in den meisten Ländern der Region beachtliche Forderungsanteile haben und auch belgische und niederländische (sowie im Baltikum auch schwedische) Banken in einzelnen Länder stärker vertreten sind.

Grafik 8

### CESEE und GUS: Volumen inländischer und grenzüberschreitender Kredite von an die BIZ berichtenden Banken an die CESEE- und GUS-Regionen



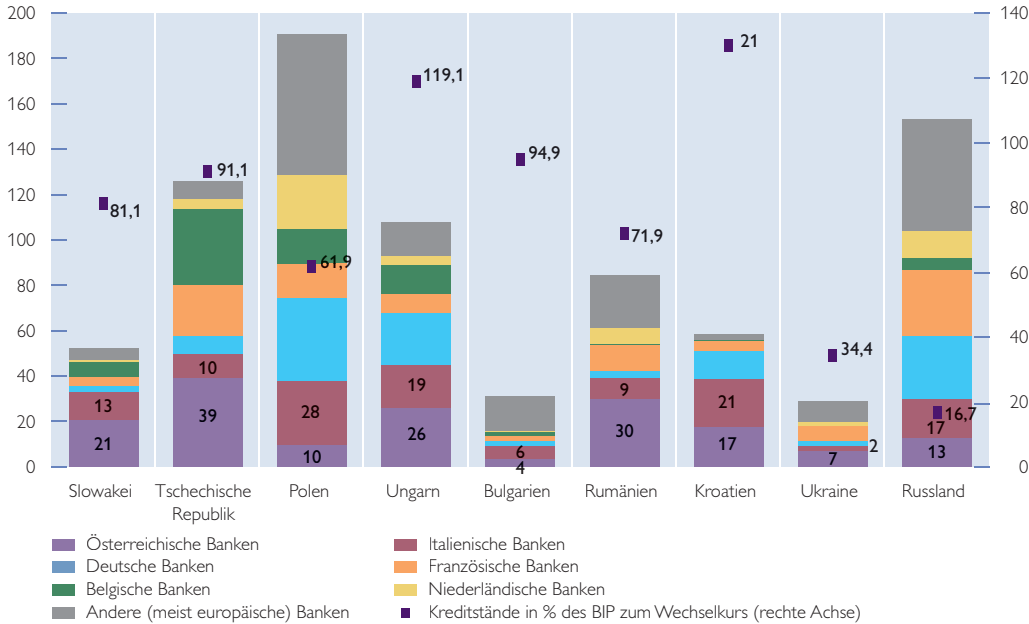
Auf den *Finanzmärkten (Aktienmarkt, Eurobondmarkt)* für aufholende Volkswirtschaften reflektierten die Kursanstiege bzw. Spreadrückgänge seit Februar 2009 neben dem Umschwung auf den entsprechenden Märkten der Industrieländer vor allem (Antizipationen auf) die Beschlüsse der G-20 Anfang April 2009 (neue IWF-Mittel und -Fazilitäten), die Erhöhung der EU-Zahlungsbilanzhilfsmittel und die konkrete Vereinbarung von IWF/EU-Kreditabkommen mit einzelnen Ländern dieser Region samt ergänzenden Stabilisierungsmaßnahmen. Während in den asiatischen und lateinamerikanischen Volkswirtschaften bis November 2009 die Verluste bzw. Spreadanstiege seit Herbst 2008

Grafik 9

### CESEE und GUS: Volumen inländischer und grenzüberschreitender Kredite von an die BIZ berichtenden Banken an CESEE- und GUS-Länder

in Mrd EUR, Kreditstände per Ende Juni 2009

in % des für 2009 prognostizierten BIP



Quelle: BIZ, IWF, OeNB.

Anmerkung: Österreichische Banken exkl. UniCredit Bank Austria (wird zu Italien gerechnet) und Hypo Alpe Adria-Gruppe (wird zu Deutschland gerechnet). Punkte: Kreditstände aller an die BIZ berichtenden Banken in % des BIP (zum Wechselkurs) des empfangenden Landes (rechte Achse).

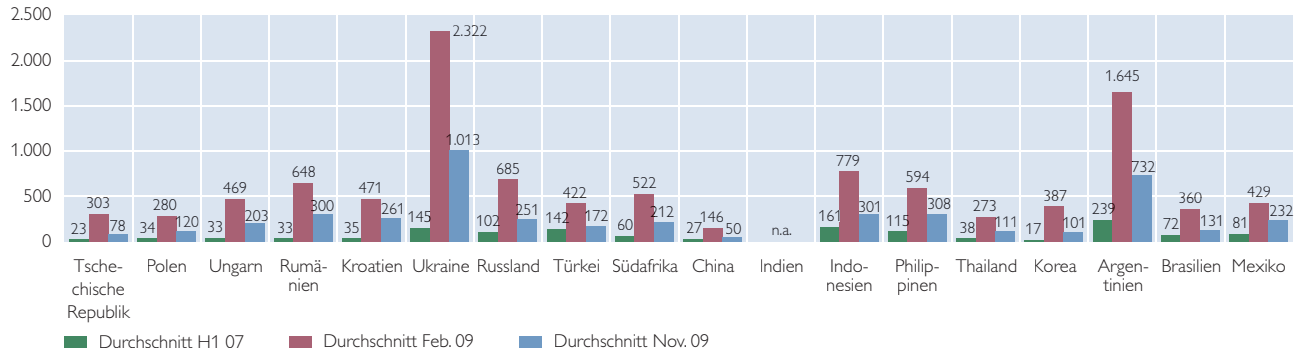
überwiegend bereits mehr als wettgemacht wurden, wurde in den CESEE- und GUS-Ländern meist ein

Großteil der Verluste wieder ausgeglichen – analog zum Aktienmarkt im Euroraum und in den USA.

Grafik 10

### Aufholende Volkswirtschaften: Spreads staatlicher Eurobonds in Fremdwährung

JP Morgan's euro emerging market bond index Euro EMBI spread, Niveau in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, OeNB.

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



### CESEE: Erste Anzeichen der Stabilisierung<sup>1</sup>

Im Jahr 2009 war die Entwicklung auf den Finanzmärkten (Währungsmärkten, Staatsanleihemärkten in nationaler Währung, Kreditmärkten) in den CESEE-Ländern (hier einschließlich des europäischen Teils der GUS) primär durch den Verlauf der globalen Krise und die internationalen Stabilisierungsmaßnahmen geprägt.<sup>2</sup> Hinzu traten bedeutsame länderspezifische Besonderheiten, die sich meist bereits in den Jahren vor der Krise herausgebildet hatten. Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise und die wirtschaftspolitischen Reaktionen wirkten auf die Finanzmärkte der Länder dieser Region sowohl direkt auf der Finanzierungsseite als auch über die realwirtschaftliche Entwicklung.

Im Einklang mit der globalen Wirtschaftsentwicklung und insbesondere jener im Euroraum (vor allem in Deutschland) machten sich im zweiten und dritten Quartal 2009 *erste Anzeichen einer realwirtschaftlichen Stabilisierung* bemerkbar. Gemessen an den saisonbereinigten Wachstumsraten des realen BIP im Quartalsabstand verlangsamte sich die Geschwindigkeit des Abschwungs in Ungarn und Rumänien. In Slowenien, der Slowakei und der Tschechischen Republik konnten bereits im zweiten Quartal 2009 positive Wachstumsraten erzielt werden; das Wachstum beschleunigte sich im dritten Quartal. Polen, das einzige Land der Region sowie der gesamten EU, das nicht in eine Rezession gerutscht war,

erfuhr eine Beschleunigung des vierteljährlichen Wachstums im Lauf des ersten Halbjahres 2009. In Russland legte das BIP nach drei negativen Quartalen im dritten Quartal 2009 um 0,6% gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt zu.

Im Vergleich zum Vorjahr lag das reale BIP im zweiten bzw. dritten Quartal 2009 jedoch in fast allen Ländern noch auf einem um 4% bis 6% (Slowakei, Tschechische Republik, Bulgarien), 8% bis 10% (Slowenien, Ungarn, Rumänien, Russland) bzw. 18% (Ukraine) niedrigeren Niveau – als Folge des Ende 2008 begonnenen markanten Wirtschaftseinbruchs. Polen stellte mit einem BIP-Anstieg von 1,1% die einzige Ausnahme dar. Das geringere Gewicht der Exporte relativ zur gesamten Nachfrage, die starke Währungsabwertung, die Fiskalpolitik und (zum Teil EU-finanzierte) Infrastrukturinvestitionen tragen hier zur Erklärung bei. In der gesamten Region resultierte die Wirtschaftskrise primär aus der schrumpfenden Auslandsnachfrage, die zu Einbrüchen bei der Exportnachfrage und daher auch bei den Anlageinvestitionen, zum Lagerabbau und (meist zuletzt) auch zu Rückgängen beim privaten Konsum geführt hatte. In den meisten Ländern der Region fielen die Importe stärker als die Exporte, und so dämpfte ein positiver Beitrag der Nettoexporte den BIP-Einbruch bzw. trug zur Stabilisierung der BIP-Entwicklung bei. Dies ging meist mit einer Verringerung des Defizits in der kombinier-

<sup>1</sup> Für eine detaillierte Darstellung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dieser Länder siehe den Beitrag „Recent Economic Developments“ in der OeNB-Publikation Focus on European Economic Integration Q4/09.

<sup>2</sup> Auf die bereits zuvor kurz behandelten Eurobond- und Aktienmärkte wird hier nicht näher eingegangen; allerdings trifft ein Großteil der folgenden Ausführungen auch auf diese Märkte zu.

ten Leistungs- und Kapitalbilanz<sup>3</sup> einher.

Nachdem vor allem die Länder Südosteuropas bis zum Jahr 2008 hohe und zum Teil steigende Defizite in der kombinierten *Leistungs- und Kapitalbilanz* ausgewiesen hatten, die primär auf die Güter- und Dienstleistungsbilanz zurückzuführen waren, kam es im Jahr 2009 zu einer Korrektur. Aber auch in den Ländern Zentraleuropas erfolgte im Jahresvergleich eine starke Verringerung der (hier überwiegend aus den Gewinn- und Zinsüberweisungen an das Ausland resultierenden) Leistungsbilanzdefizite, sodass sich im ersten Halbjahr 2009 in Slowenien, der Tschechischen Republik, Polen und Ungarn sogar Leistungsbilanzüberschüsse von 0,5 % bis 1,5 % des BIP ergaben. In Südosteuropa und der Ukraine war die

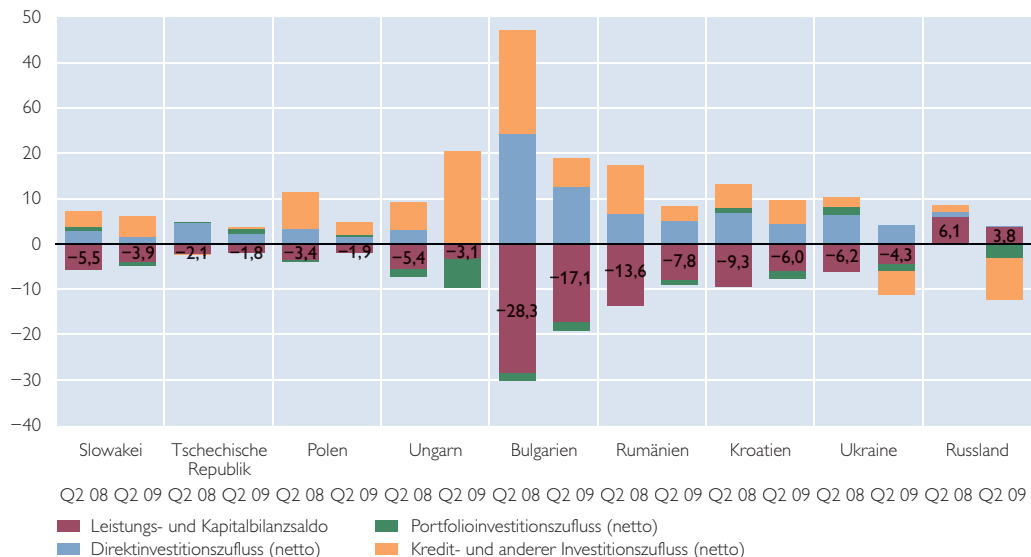
Korrektur im Jahresvergleich noch stärker ausgeprägt: In Bulgarien, Rumänien und der Ukraine verringerten sich die hohen Defizite von rund 28 %, 15 % bzw. 8 % des BIP im ersten Halbjahr 2008 auf rund 12 %, 5 % und 1 % des BIP im ersten Halbjahr 2009. Neben der Schrumpfung der Binnennachfrage trug in einigen Ländern auch die Währungsabwertung zur Defizitverringerung bei. Durch die starke Verringerung bzw. die Eliminierung von Leistungsbilanzdefiziten trugen die Länder dieser Region einen großen Teil der durch die Krise entstandenen Last der Anpassung an die geänderten Rahmenbedingungen.

Die Probleme auf den internationalen Finanzmärkten und die gestiegene Risikoaversion der Investoren zeigten sich im ersten Halbjahr 2009 auch in

Grafik 11

### Leistungs- und Kapitalbilanzsaldo und seine Komponenten

gleitende Summe von vier Quartalen in % des BIP dieser Gleitperiode



Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB.

<sup>3</sup> Gemäß den geltenden Zahlungsbilanzdefinitionen des IWF umfasst die Kapitalbilanz nur wenige Transaktionen. Zu diesen gehören vor allem solche, die zuvor in der Leistungsbilanz miteingefasst wurden (als Teil der Transferbilanz). Jene (meist viel umfangreichere) Transaktionen, die bisher unter dem Begriff „Kapitalbilanz“ erfasst wurden (wie z. B. Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, Kredite), gehören nunmehr zur sogenannten Finanzierungsbilanz („financial account“).

einem drastischen Rückgang des Überschusses der *Finanzierungsbilanz* im Jahresvergleich in allen Ländern der Region – in der Ukraine und Russland entstand sogar ein Defizit, also insgesamt ein Nettokapitalabfluss. In der Slowakei, der Tschechischen Republik, Ungarn, Bulgarien und Rumänien blieb zwar die gesamte Finanzierungsbilanz positiv, einzelne Komponenten wurden jedoch negativ. Dabei kam es in der Slowakei und in Ungarn (sowie auch in Russland) auch zu einem moderaten Abfluss bei den direkten Auslandsinvestitionen.

Im Rahmen der *internationalen Stabilisierungsbemühungen* hatten unter den hier betrachteten Ländern *Ungarn* und die *Ukraine* bereits im vierten Quartal 2008 und *Rumänien* Anfang des zweiten Quartals 2009 Kreditabkommen mit dem IWF und (im Fall der EU-Mitgliedstaaten) mit der EU geschlossen. Ende September 2009 wurde das Abkommen mit Ungarn nach dem dritten Prüfbericht bis Oktober 2010 verlängert und die Auszahlung einer weiteren Tranche genehmigt. Auch für Rumänien und die Ukraine wurden weitere Tranchen (über 1,8 Mrd EUR bzw. 3,3 Mrd EUR) freigegeben, nachdem Einigungen unter anderem über eine Lockerung der fiskalpolitischen Bedingungen angesichts der Tiefe des Wirtschaftseinbruchs erreicht werden konnten. Zu Rumänien erklärten EU und IWF in einer gemeinsamen Stellungnahme Anfang November 2009 angesichts der Regierungskrise, dass die jüngste Entwicklung der Wirtschaft ermutigend und der Reformfortschritt im Rahmen der Abkommen zufriedenstellend seien, die aktuelle politische Situation jedoch eine Beschlussfassung über das Budget 2010 (in Übereinstimmung mit den getroffenen Vereinbarungen) verhindere. Sobald die politische Situation geklärt sei, könne wie-

der an einem erfolgreichen Abschluss des nächsten Prüfberichts gearbeitet werden. Der IWF verschob die Auszahlung der für November 2009 vorgesehenen Tranche an die Ukraine, da vor dem Hintergrund der für Jänner 2010 angesetzten Präsidentschaftswahlen getroffene Vereinbarungen nicht eingehalten wurden, indem der Präsident kein Veto gegen ein Gesetz zur Anhebung der Mindestlöhne und Pensionen einlegte und die Regierung keine Erhöhungen des Erdgaspreises für private Haushalte durchsetzte.

In Verbindung mit den IWF/EU-Abkommen mit Ungarn und Rumänien übernahmen auch die größten in diesen Ländern operierenden Banken im Zuge der sogenannten *Wiener Initiative* die Verpflichtung, die von ihnen grenzüberschreitend oder innerhalb der Länder gehaltenen Volumina an Krediten gegenüber Kreditnehmern in diesen Ländern aufrechtzuerhalten. Zusammen mit den Kreditauszahlungen durch den IWF bzw. die EU dienten diese Maßnahmen, die auch positive externe Wirkungen auf weitere Länder der Region hatten, der Stabilisierung der Finanzierungsbilanz und somit der Begrenzung der von diesen Ländern zu tragenden Anpassungslasten.

Die Rezession führte in allen Ländern der Region zu einer angespannten Lage im *Fiskalsektor*. In den meisten Fällen ist der Defizitanstieg ausschließlich durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren (insbesondere des Einbruchs der Staatseinnahmen) verursacht, obwohl dieses zum Teil sogar durch prozyklische Maßnahmen begrenzt wurde. Parallel wird auch die Staatsverschuldung generell ansteigen, sie ist jedoch im europäischen Vergleich meist immer noch relativ niedrig – lediglich in Polen und vor allem in Ungarn ist sie auf einem bereits relativ hohen Ausgangsniveau. Die (Re-)Fi-

finanzierung auf den Kapitalmärkten hat sich allerdings generell – und somit auch für Länder mit niedrigerem Verschuldungsniveau – tendenziell erschwert.

Die Herausbildung einer stark negativen Produktionslücke (zwischen tatsächlichem und potenziellem Output) und die Korrektur der internationalen Energie- und Lebensmittelpreise führte im Großteil der Länder im Jahr 2009 zu einem *Inflationsrückgang*. In einem Teil der Länder wurden diese Effekte jedoch zum Teil durch die Auswirkung der Währungsabwertung ausgeglichen. So verzeichneten die Ukraine und Russland trotz eines beachtlichen Inflationsrückgangs noch zweistellige Inflationsraten.

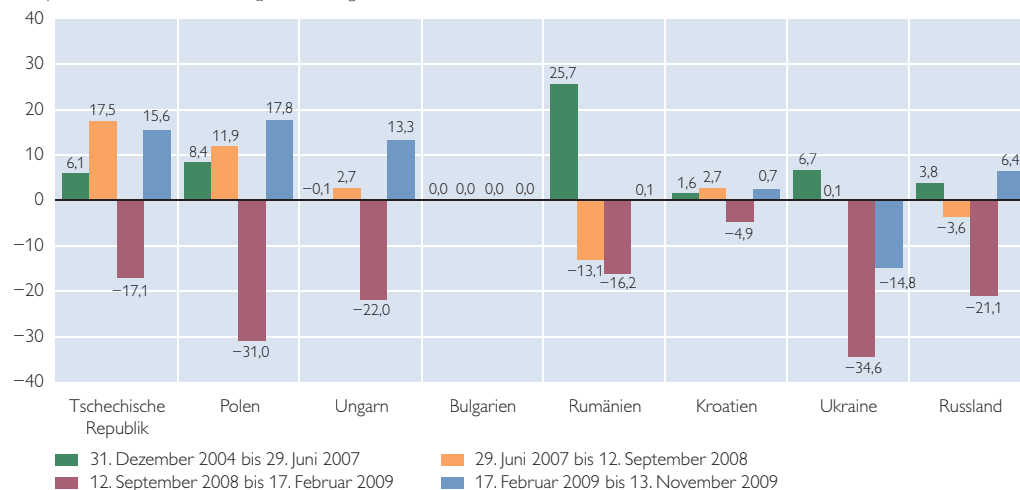
Die Entwicklung der *Währungen* der hier betrachteten Länder im Jahr 2009 war durch zwei Gruppen von Faktoren geprägt: erstens die internationalen und zweitens die länderspezifischen. Die internationalen Stabilisierungsmaßnahmen, die Erholung auf den internationalen Finanzmärkten und die im Zuge der Rezession starke

Verringerung der Leistungsbilanzdefizite trugen bei allen Währungen der hier betrachteten Länder, die keine feste Wechselkursanbindung verfolgen, zur Wechselkursstabilisierung (gegenüber ihrer Ankerwährung) oder zur Aufwertung bei. Zuvor hatten die Probleme auf den internationalen Finanzmärkten (z. B. auf dem Interbankmarkt für Swapgeschäfte), der sprunghafte Anstieg der Risikoaversion und die drastische Verschlechterung der Export- und Wachstumsaussichten von September 2008 bis Mitte Februar/Anfang März 2009 zu markanten Wertverlusten geführt. Die in mehrfacher Weise bestehenden Unterschiede zwischen den Ländern der Region waren dafür entscheidend, wie hoch die Wertverluste jeweils ausfielen und ob bzw. in welchem Ausmaß es danach zu einer Wiederaufwertung kam. Neben dem Währungsregime sind hier als wichtige Faktoren unter anderem zu nennen: das Ausmaß der (Verringerung der) Leistungsbilanzdefizite; die Höhe der Aufwertung vor der Krise und das (teils damit zusammenhängende) Ausmaß an

Grafik 12

### Nationale Währungen und der Euro

Euro pro Einheit nationaler Währung, Veränderung in %



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Verlusten aus Devisenoptionsgeschäften von Exportunternehmen; die Höhe des Refinanzierungsbedarfs an Fremdwährung aufgrund des ausstehenden Volumens an Fremdwährungskrediten; die Höhe der trotz Rückgangs verbliebenen Inflation; die Höhe der Zinsdifferenzen; und nicht zuletzt die politische Situation im jeweiligen Land.

Auch die ukrainische Griwna, die bis Ende Februar 2009 die stärkste Abwertung hinnehmen musste, wertete bis Juli 2009 gegenüber ihrer Ankerwährung, dem US-Dollar, auf und erreichte trotz der nachfolgenden Abwertung bis November 2009 noch nicht die Tiefststände vom Februar 2009. Hintergrund für diese Stabilisierung waren erstens die Unterstützungen im Rahmen des IWF-Stand-by-Arrangements, zweitens die Verringerung des Leistungs- und Kapitalbilanzdefizits und drittens die Maßnahmen der ukrainischen Währungs- und Aufsichtsbehörden (Interventionen, regulative Beschränkungen). Der rumänische Leu zeigte einen ähnlichen Verlauf: Nach einer geringfügigen Wiederaufwertung bis in den Sommer kam er bis November 2009 wieder in die Nähe der Tiefststände vom Februar 2009.

Im Gegensatz dazu machten die tschechische Krone, der polnische Zloty, der ungarische Forint, die kroatische Kuna sowie der russische Rubel (gegenüber seinem Referenz-Währungskorb aus US-Dollar und Euro) bis November 2009 wieder einen substantiellen Teil der vorherigen meist (mit Ausnahme der kroatischen Kuna) starken Abwertung wett. Insbesondere der Zloty, der Forint und der Rubel liegen jedoch weiterhin noch deutlich unter dem Niveau des dritten Quartals 2008, was den Wachstumsbeitrag der Netto-

exporte stützen könnte. Dem steht jedoch insoweit ein dämpfender Effekt auf die Inlandsnachfrage in Ländern mit einem hohen Anteil von Fremdwährungsschulden der privaten Haushalte gegenüber, als diese Kredite nicht überwiegend an Haushalte mit relativ hohem Einkommen vergeben wurden.

Auf den *Anleihemärkten* war die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen in nationaler Währung im dritten Quartal 2009 im Großteil der hier betrachteten Länder gegenüber dem ersten Quartal 2009 unverändert oder niedriger, nachdem sie zuvor deutlich angestiegen war. Die Renditerückgänge waren in Ungarn und in Russland besonders ausgeprägt. Auch auf diesen Märkten spiegelte sich somit die allgemeine Stabilisierung auf den Finanzmärkten, die seit März 2009 einsetzte, wider. Nur Rumänien bildete hier eine Ausnahme, indem die Rendite im zweiten Quartal 2009 nochmals deutlich anstieg und dann nur geringfügig zurückging. Mit Ausnahme von Kroatien sanken in allen Ländern die *kurzfristigen Interbankenzinssätze* im Einklang mit der meist stark rückläufigen Inflation bzw. entsprechenden Inflationserwartungen. Diese Entwicklung ging in den meisten Ländern mit Senkungen des Leitzinses einher. In der Slowakei, der Tschechischen Republik, Polen, Bulgarien und Rumänien lag somit Ende des dritten Quartals 2009 eine (zum Teil noch steiler) ansteigende Zinsstrukturkurve vor, während sie in Ungarn flach war und in Russland weiterhin abfallend, wenn auch in einem geringeren Ausmaß als zuvor.

Auf den *Kreditmärkten* sind die ausstehenden Volumina an grenzüberschreitenden Finanzkrediten<sup>4</sup> und an

<sup>4</sup> Kredite ohne Handelskredite, die zwischen Unternehmen gewährt werden, und ohne zwischenbetriebliche Kredite, die innerhalb von Konzernen als Teil der Direktinvestitionen gewährt werden.

inländischen Krediten an private Nichtbanken in sämtlichen hier betrachteten Ländern im Jahresabstand bis Mitte 2009 (wechselkursbereinigt) gestiegen. Dass die ausstehenden Kreditvolumina nicht stark eingebrochen sind, kann auch als Ergebnis der internationalen Stabilisierungsbemühungen interpretiert werden. Zugleich war jedoch der Anstieg markant geringer als in den zwölf Monaten davor. Besonders stark rückläufig war das Kreditwachstum in Bulgarien, Rumänien, der Ukraine und Russland. Während in der Slowakei, der Tschechischen Republik, in Polen, Ungarn und Bulgarien der Anstieg der Inlandskredite an den *Haushaltssektor* eher moderat zurückging, war der Anstieg der Inlandskredite an den *Unternehmenssektor* stark rückläufig. Im Gegensatz dazu stagnierte in Russland die Inlandskreditvergabe an die Haushalte bzw. brach in der Ukraine ein, während die Inlandskreditvergabe an die Unternehmen mit einer starken

Abschwächung des Anstiegs davonkam. In Rumänien stagnierte die Kreditvergabe an beide Sektoren. Im Lauf des ersten Halbjahres 2009 stagnierten grosso modo die Kreditaggregate in allen hier betrachteten Ländern trotz des realen BIP-Rückgangs.

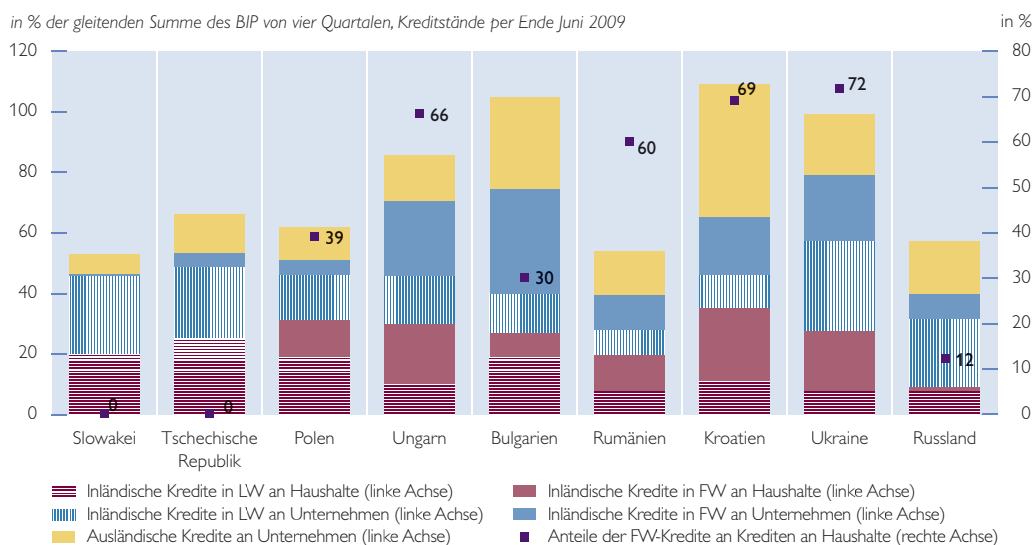
Der Anteil der *Fremdwährungskredite* an den *Kredit an private Haushalte* war im dritten Quartal 2009 insbesondere in Ungarn, Rumänien, Kroatien und der Ukraine weiterhin hoch, im Jahresvergleich ist er (wechselkursbereinigt) allerdings stabil geblieben, mit Ausnahme eines leichten Anstiegs in Kroatien (und in Bulgarien). Im Gegensatz dazu ist der Anteil der Fremdwährungskredite an private Haushalte in der Tschechischen Republik und in der Slowakei äußerst gering.

Ende des zweiten Quartals 2009 überstieg das ausstehende *Kreditvolumen* jenes der *Einlagen* (gemessen an den gesamten Aktiva) in besonders starkem Ausmaß in der Ukraine, Russ-

Grafik 13

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

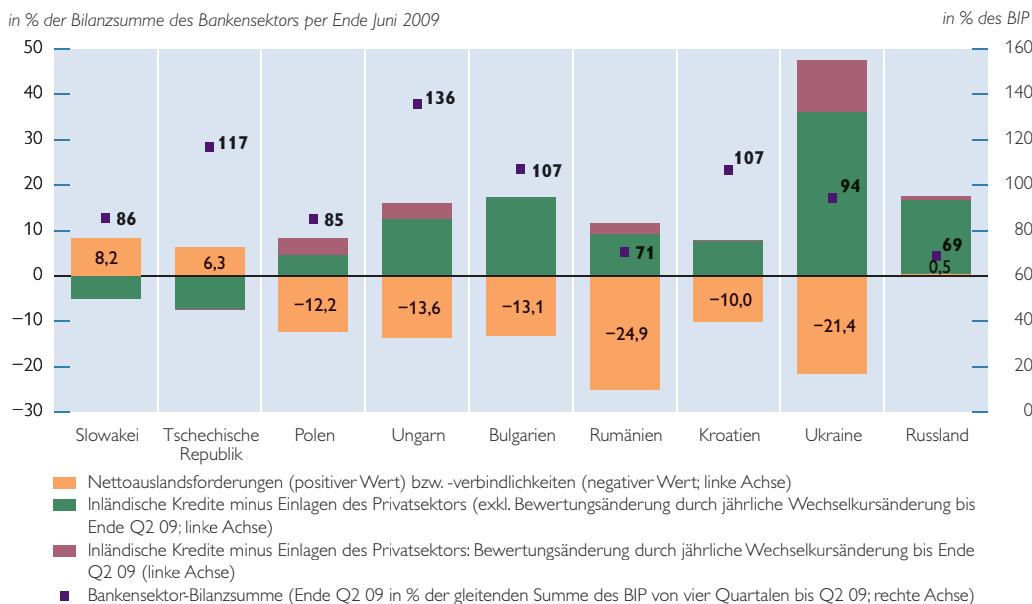
in % der gleitenden Summe des BIP von vier Quartalen, Kreditstände per Ende Juni 2009



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).

### Bankensektor: Lücke zwischen Krediten und Einlagen sowie Nettoauslandsverbindlichkeiten



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

land, Bulgarien, Ungarn und Rumänien. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten in diesen Ländern (mit Ausnahme Russlands) dienen (auch) zur Finanzierung dieses inländischen Kreditüberhangs. Ein Teil dieser Nettoauslandsverbindlichkeiten besteht gegenüber ausländischen Mutterbanken. Für diese Länder stellt sich das Mobilisieren inländischer Einlagen als vordringliche Aufgabe. Auf der anderen Seite überstiegen in der Slowakei und in der Tschechischen Republik die Einlagen die Kredite – die Bankensektoren hielten Nettoauslandsforderungen.

Die Rezession Ende 2008 und im ersten Halbjahr 2009 führte zu einer Erhöhung des *Kreditrisikos*. Im ersten Halbjahr 2009 war der Anteil der notleidenden Kredite in allen Ländern höher als im gleichen Zeitraum 2008, mit besonders starkem Anstieg in Rumänien und der Ukraine. Zugleich war die *Profitabilität der Bankensektoren* im Jahresvergleich im ersten Halbjahr 2009 in

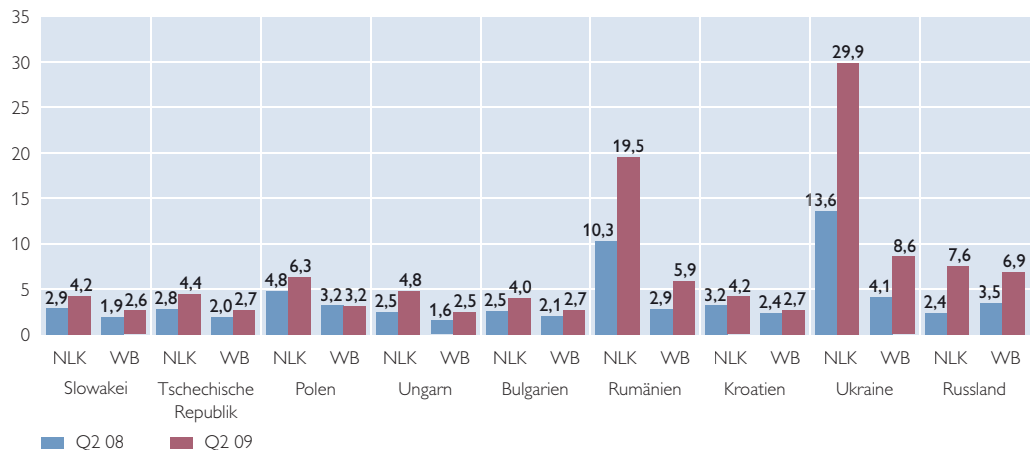
allen Ländern rückläufig. Während im russischen und im rumänischen Bankensektor nahezu keinerlei Profite verzeichnet wurden, kam es in der Ukraine sogar zu erheblichen Verlusten. Der starke Anstieg der notleidenden Kredite bzw. der zu bildenden Wertberichtigungen aufgrund von Rezession und markanter Währungsabwertung (bei einem hohen Anteil an in Fremdwährung denominierten Krediten an private Haushalte) zeichnet hierfür verantwortlich. Allerdings lag die *Eigenkapitalausstattung* (Kapitaladäquanz) in der gesamten Region Mitte 2009 höher als Mitte 2008 – mit einem besonders starken Anstieg in Bulgarien und (aufgrund staatlicher Rekapitalisierungsmaßnahmen) in Russland. Im ersten Halbjahr 2009 lag die Kapitaladäquanzquote zwischen rund 12% (Slowakei, Tschechische Republik, Polen und Ungarn) und 18% (Russland und Bulgarien).

Die weitere Entwicklung auf den Finanzmärkten in den CESEE-Ländern

Grafik 15

### Bankensektor: Kreditqualität

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



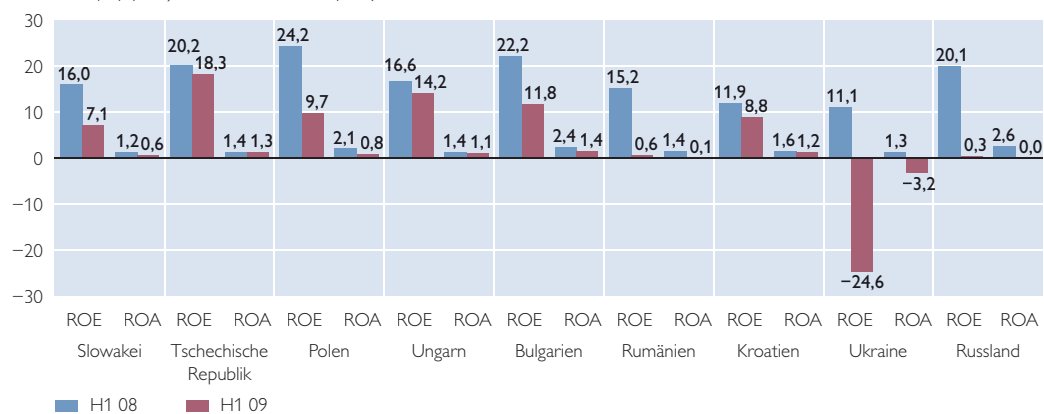
Quelle: IWF, nationale Zentralbanken, OeNB.

Anmerkung: Daten sind zwischen den Ländern nicht vergleichbar. Notleidende Kredite „non-performing loans“ umfassen „substandard“, „doubtful“ und „loss loans“. Polen: inklusive sogenannter irregulärer Kredite. Ukraine: Wertberichtigungen per Ende Q1 09 statt Q2 09.

Grafik 16

### 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 sind linear annualisierte Werte auf Basis der Halbjahresgewinne nach Steuern, mit Ausnahme Russlands (auf Basis der Vor-Steuer-Gewinne).

bleibt mit einer Reihe von Risiken behaftet. Zu diesen zählen insbesondere: erstens mögliche Turbulenzen auf den globalen Finanzmärkten; zweitens ein eventueller Mangel an Nachhaltigkeit der realwirtschaftlichen Erholung in den Industrieländern (z.B. im Fall einer vorzeitigen Rücknahme stimulierender Maßnahmen); drittens eine all-

fällige vorzeitige Abschwächung internationaler Stabilisierungsmaßnahmen für diese Region und viertens länderspezifische Risiken (nicht zuletzt im Zusammenhang mit den politischen Entscheidungsprozessen in einzelnen Ländern).