

Konjunkturaussichten für die Weltwirtschaft verschlechtern sich

Industrieländer: Abschwächung des BIP-Wachstums für 2011 und 2012 erwartet

Der Ausblick für die globale Wirtschaft trübt sich ein. Der IWF erwartet nach der konjunkturellen Erholung im Jahr 2010 eine Abkühlung des Wirtschaftswachstums in den *industrialisierten Ländern* für 2011 und 2012. Im Vergleich zur IWF-Prognose vom Juni 2011 wurde das reale BIP-Wachstum in der Herbstprognose, die im September veröffentlicht wurde, für die USA für 2011 um 1,0 Prozentpunkte auf 1,5% und für 2012 um 0,9 Prozentpunkte auf 1,8% nach unten revidiert. Für den Euroraum senkte der IWF seine Wachstumsprognosen für 2011 und 2012 um 0,4 Prozentpunkte auf 1,6% bzw. um 0,6 Prozentpunkte auf 1,1%. Für die Industrieländer insgesamt rechnet der IWF 2011 und 2012 nur noch mit einem realen BIP-Wachstum von 1,6% bzw. 1,9%. Dies entspricht einer Revision nach unten gegenüber der Juni-Prognose um 0,6 bzw. 0,7 Prozentpunkte. Ein Teil des unterdurchschnittlichen Wachstums in den Industrieländern wird durch die weiterhin kräftige konjunkturelle Dynamik in den Schwellen- und Entwicklungsländern kompensiert werden, die von der aktuellen Krise bis dato weitgehend verschont geblieben sind. Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft bleibt China mit einem prognostizierten BIP-Wachstum von 9,5% im Jahr 2011 und 9,0% für 2012. Die Wachstumsverlangsamung in den Industrieländern hängt unter anderem mit dem Erdbeben in Japan zusammen, das sich negativ auf globale Versorgungsketten ausgewirkt hat. Weitere Bestimmungsfaktoren betreffen das Auslaufen der staatlichen Konjunkturprogramme, die erforderliche Ent-

schuldung der privaten und öffentlichen Haushalte, den Rückgang der real verfügbaren Einkommen als Folge der hohen Rohstoffpreise sowie die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe. Das zwar nachlassende, jedoch weiterhin kräftige Wachstum in den Schwellenländern resultiert vor allem aus antizyklischen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, der Erholung der Rohstoffpreise seit Mitte 2009, der Zunahme der Reallöhne und der Tatsache, dass die Banken in weniger entwickelten Ländern kaum von der internationalen Finanzkrise betroffen waren und ungehindert Kredite vergeben konnten. Das Wachstum der Schwellen- und Entwicklungsländer beruht auch in einem steigenden Ausmaß auf den expandierenden heimischen Märkten, sodass die Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung in den Industriestaaten zurückgeht.

Als Folge der sich eintrübenden Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum und der anhaltenden Schuldenproblematik einiger Peripherieländer des Euroraums überwiegen die Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum. Die Risiken für den Konjunkturaufschwung gehen sowohl vom Finanz- als auch vom Bankensystem aus. In Europa werden sie von der Staatsschuldenkrise und in den USA von der nach wie vor labilen Lage auf den Immobilienmärkten genährt. Die Risiken für die Schwellenländer liegen darin, dass die sich zuspitzende Schuldenkrise in Europa und in den USA die Risikoaversion der Anleger erhöht und dass diese Geld abziehen, was einen Abwärtsdruck auf die Währungen der Schwellenländer ausübt. Letztere verfügen allerdings über einen erheblich größeren Spielraum bei der Geld- und der Haushaltspolitik als die

hoch verschuldeten westlichen Industriestaaten um den Wertverlust ihrer Währungen zu bremsen bzw. eine starke Wachstumsverlangsamung zu verhindern.

Seit der Veröffentlichung der IWF-Herbstprognose haben sich die Konjunkturaussichten weltweit, vor allem aber in den Industrieländern, weiter eingetrübt. Dies wird z. B. auch in der Herbstprognose der Europäischen Kommission von Mitte November 2011 sichtbar, in der der Wachstumsausblick für die Industrieländer deutlich zurückgenommen wurde. Es ist damit zu rechnen, dass auch der IWF seine Prognose für diese Ländergruppe in naher Zukunft weiter nach unten anpassen wird.

Die Ergebnisse der jüngsten großen Datenrevision zum US-BIP zeigen, dass der kumulierte Wachstumseinbruch während der Rezession 2008/09 wesentlich höher war als in den ursprünglichen Berechnungen ausgewiesen. Zudem fiel die wirtschaftliche Erholung im ersten Halbjahr 2011 schwächer aus als bisher angenommen. Die BIP-Wachstumsraten fielen mit +0,4% (gegenüber dem Vorquartal, annualisiert) im ersten Quartal 2011 bzw. mit +1,3% im zweiten Quartal unerwartet schwach aus. Im dritten Quartal fiel die wirtschaftliche Dynamik mit einem Zuwachs von 2,0% schwächer als zunächst angenommen aus. Das Wachstum im dritten Quartal wurde vor allem von höheren privaten Konsumausgaben, gestiegenen Unternehmensinvestitionen sowie höheren Exporten getragen. Vorlaufende Konjunkturindikatoren signalisieren, dass die Wirtschaft im vierten Quartal 2011 moderat wachsen wird.

Die US-Arbeitslosenquote fiel von ihrem Höhepunkt von 10,1% (Oktober 2009) nur um etwa 1 Prozentpunkt und stieg zuletzt wieder deutlich auf

9,7% (Oktober 2011) an. Zur Belebung des Arbeitsmarktes stellte Präsident Obama am 8. September 2011 ein neues Konjunkturpaket vor, das großteils im Jahr 2012 wirksam werden soll. Kernelemente sind die Verlängerungen des Lohnsteuernachlasses und der Arbeitslosenhilfe sowie Steuernachlässe für Arbeitgeber, die neue Arbeitsplätze schaffen. Eine überparteilich besetzte Kommission soll die Gegenfinanzierung dieser Mehrausgaben und Steuerentlastungen sicherstellen. Die Zustimmung der Republikaner ist noch ungewiss. Der IWF unterstützt Obamas Plan, kurzfristig die Konjunktur zu stimulieren und erst mittelfristig den Staatshaushalt zu sanieren.

Die Lage auf dem US-Immobilienmarkt ist unverändert schwierig. Die Immobilienpreise (gemessen am S&P/Case-Shiller Home Price Index) waren im August 2011 – wie bereits in den Monaten davor – unverändert. Für die kommenden Monate bestehen weiterhin Abwärtsrisiken, vor allem als Folge der geringen Anzahl an Hausverkäufen, der immer noch hohen Anzahl der Zwangsvollstreckungen, strikter Vergabebedingungen für Hypothekarkredite sowie der sinkenden verfügbaren Einkommen.

Die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) stuft die langfristige Kreditwürdigkeit der USA am 5. August 2011 – erstmals in der Geschichte des Landes – um eine Stufe von AAA auf AA+ mit negativem Ausblick herab. Als Begründung nannte S&P das besorgniserregend hohe Haushaltsdefizit, die unzureichenden Einsparungspläne und den das Vertrauen erschütternden politischen Zwist über die Anhebung der US-Schuldenobergrenze, der Budgetkonsolidierungsschritte auch in Zukunft erschwert. In den Tagen nach der Herabstufung der US-Bonität stieg der Verkauf von US-Staatsanleihen überraschenderweise

Abflachung der US-Konjunkturerholung im ersten Halbjahr 2011, kräftigere Dynamik im dritten Quartal

Weiterhin problematische Lage auf dem Markt für Wohnimmobilien

Ratingagentur S&P stuft die langfristige Kreditwürdigkeit der USA Anfang August von AAA auf AA+ mit negativem Ausblick herab

Lage auf dem US-Arbeitsmarkt bleibt angespannt

Tabelle 1

Vergleichender Wirtschaftsausblick für Industrieländer laut IWF und WIFO

	Reales BIP				VPI				Leistungsbilanzsaldo			
	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹
	Veränderung in %				Veränderung in %				in % des BIP			
Industrieländer	-3,7	3,1	1,6	1,9	0,1	1,6	2,6	1,4	-0,2	-0,2	-0,3	0,1
USA	-3,5	3,0	1,5	1,8	-0,3	1,6	3,0	1,2	-2,7	-3,2	-3,1	-2,1
Euroraum	-4,3	1,8	1,6	1,1	0,3	1,6	2,5	1,5	0,1	0,3	0,1	0,4
Deutschland	-5,1	3,6	2,7	1,3	0,2	1,2	2,2	1,3	5,6	5,7	5,0	4,9
Frankreich	-2,6	1,4	1,7	1,4	0,1	1,7	2,1	1,4	-1,5	-1,7	-2,7	-2,5
Italien	-5,2	1,3	0,6	0,3	0,8	1,6	2,6	1,6	-2,1	-3,3	-3,5	-3,0
Spanien	-3,7	-0,1	0,8	1,1	-0,2	2,0	2,9	1,5	-5,2	-4,6	-3,8	-3,1
Österreich	-3,9	2,1	3,3	1,6	0,4	1,7	3,2	2,2	3,1	2,7	2,8	2,7
Österreich (WIFO)	-3,8	2,3	2,9	0,8	0,4	1,7	3,5	2,3	3,1	2,7	2,8	2,8
Vereinigtes Königreich	-4,9	1,4	1,1	1,6	2,1	3,3	4,5	2,4	-1,7	-3,2	-2,7	-2,3
Japan	-6,3	4,0	-0,5	2,3	-1,4	-0,7	-0,4	-0,5	2,8	3,6	2,5	2,8

Quelle: IWF (World Economic Outlook), September 2011. Österreich (WIFO): WIFO-Prognose, September 2011.

¹ Prognose.

an. Diese Entwicklung dürfte mit den zu diesem Zeitpunkt steigenden Unsicherheiten bei anderen Anleihemarktsegmenten bzw. mit der Umschichtung von Aktien in Anleihen zusammenhängen. US-Staatsanleihen gelten offenbar in unsicheren Zeiten immer noch als sicherer Hafen – auch, da die beiden anderen großen Ratingagenturen Moody's und Fitch das Land nach wie vor mit AAA bewerten.

Getrieben von höheren Energie- und Nahrungsmittelpreisen betrug die jährliche VPI-Inflationsrate im Oktober 2011 3,5%. Die Kerninflation weist seit Anfang 2011 eine steigende Tendenz auf; zuletzt belief sie sich auf 2,1%. Dennoch hat die US-Notenbank (Fed) das Zielband der Federal Funds Rate bei 0% bis 0,25% und damit seit bald drei Jahren unverändert belassen. Zur Unterstützung der Konjunktur kündigte die Fed bereits im August 2011 an, die Nullzinspolitik bis mindestens Mitte 2013 fortzusetzen. Da die US-Notenbank die konventionellen Instrumente weitgehend ausgeschöpft hat, verwendet sie diese ungewöhnliche Festlegung, um die Erwartungen zu steuern.

Im September 2011 entschloss sich die Fed zu einer weiteren unkonventionellen Maßnahme. Bis Ende Juni 2012 wird die Fed langfristige Anleihen im Wert von 400 Mrd USD kaufen und gleichzeitig kurzfristige Anleihen im gleichen Ausmaß verkaufen, sodass die Notenbankbilanz unverändert bleibt. Ziel dieser – in den 1960er-Jahren unter der Bezeichnung „Operation Twist“ erstmals erprobten – Maßnahme ist es, die langfristigen Zinsen zu senken.

Das Wachstum des realen BIP im Euroraum schwächte sich im Verlauf der ersten Jahreshälfte 2011 merklich ab. Nach einer Quartalswachstumsrate von 0,8% im ersten Quartal 2011 stieg die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal nur um 0,2%. Gegenüber dem zweiten Quartal 2010 lag das Wachstum bei 1,6%. Die Abschwächung war allgemein erwartet worden, da das erste Quartal 2011 erheblich von Aufhol- und Nachholeffekten nach einem strengen Winter gekennzeichnet war. Der private Konsum ging gegenüber dem Vorquartal zurück, worauf bereits die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze

US-Notenbank belässt Leitzinssatz unverändert, beschließt jedoch weitere unkonventionelle Maßnahmen

BIP-Wachstum im Euroraum schwächt sich nach einem kräftigen ersten Quartal im zweiten Quartal 2011 deutlich ab

**EZB senkt
im November
den Leitzinssatz**

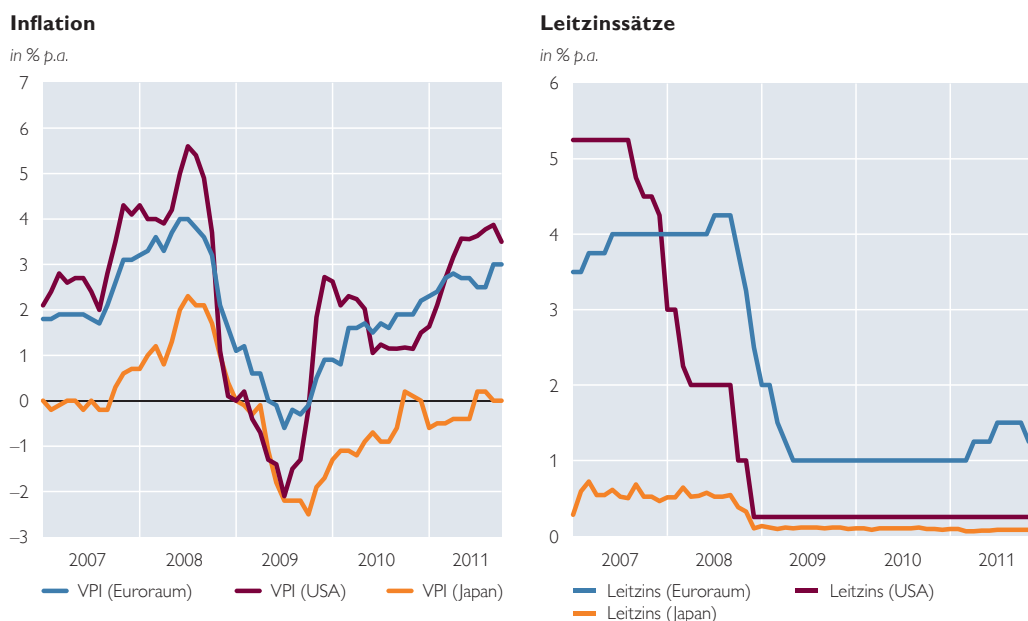
hingedeutet hatte. Einerseits geht dies auf die erforderliche Entschuldung der privaten und öffentlichen Haushalte und den Rückgang der real verfügbaren Einkommen aufgrund hoher Rohstoffpreise zurück. Andererseits dürfte aber auch die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Schuldenkrise in einigen Peripherieländern des Euroraums die Konsumneigung belastet haben. Der größte Beitrag zum Wachstum im zweiten Quartal kam vom Außenhandel. Besonders deutlich fiel der Wachstumseinbruch im zweiten Quartal 2011 in Deutschland aus, wo sich das BIP-Wachstum von 1,3% im ersten Quartal auf 0,1% abschwächte. Die Dynamik des Außenhandels nahm zwar zu – Importe und Exporte stiegen –, allerdings übertraf das Wachstum der Importe dasjenige der Exporte. Dies führte zu einem deutlich negativen Beitrag des Außenhandels, der die Dynamik der deutschen Konjunktur dämpfte. Auch in anderen großen

Euroraum-Ländern fiel das Wachstum im zweiten Quartal schwach aus. Frankreich verzeichnete ein Nullwachstum nach +0,9% im ersten Quartal 2011. Auch Italien (+0,3%) und Spanien (+0,2%) wuchsen kaum. Im dritten Quartal 2011 dürfte sich die Wachstumsschwäche fortgesetzt haben. Nach einer Schnellschätzung von Eurostat betrug das Wachstum im dritten Quartal 0,2%. Im vierten Quartal 2011 dürfte sich die Wachstumsschwäche fortgesetzt haben.

Der EZB-Rat beschloss in seiner Sitzung Anfang November 2011 eine Leitzinssenkung um 25 Basispunkte, da sich die Spannungen auf den Finanzmärkten in der zweiten Jahreshälfte 2011 und darüber hinaus dämpfend auf Wirtschaftswachstum und Inflation im Euro-Währungsgebiet auswirken dürften. Seit 3. November 2011 liegt der Leitzinssatz somit bei 1,25%. Um dem gestiegenen Liquiditätsbedarf der Banken zu begegnen, werden alle Tender

Grafik 1

Euroraum, USA und Japan: Inflation und Leitzinssätze

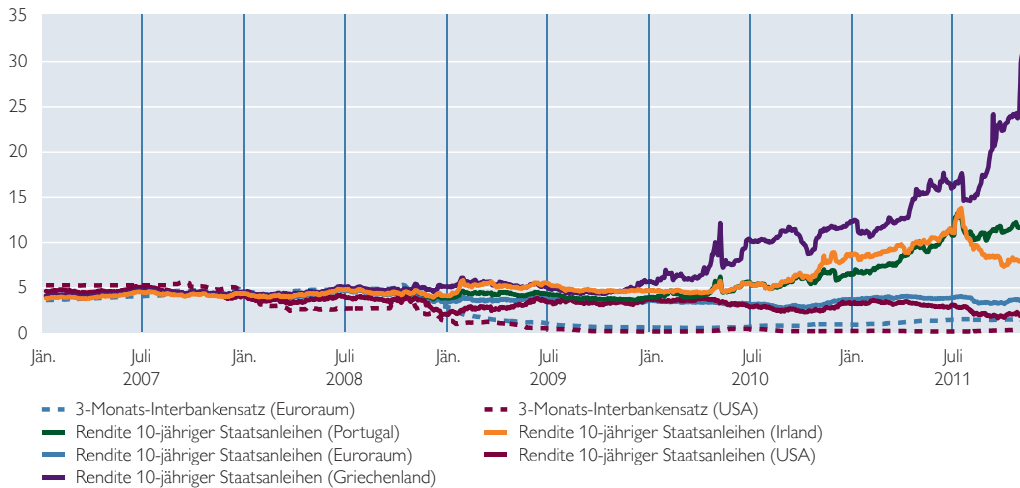


Quelle: Eurostat, EZB.

Grafik 2

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

in % p.a.



Quelle: Thomson Reuters.

bis auf weiteres mit voller Zuteilung abgewickelt. Wie schon auf dem Höhepunkt der Wirtschafts- und Finanzkrise wurde ein zunehmender Teil der auf diese Weise zugeteilten Liquidität von den Banken im Rahmen der Einlagefazilität wieder bei der EZB deponiert. Dieses Verhalten ist Zeichen für ein gestiegenes Misstrauen der Banken untereinander und für Refinanzierungsschwierigkeiten auf dem Interbankmarkt. Anfang Oktober 2011 beschloss der EZB-Rat zudem, das Covered Bond Purchase Programme, das bereits im Jahr 2008 eingesetzt wurde, wieder aufzunehmen. Im Zeitraum November 2011 bis Oktober 2012 sollten Pfandbriefe in einem Gesamtausmaß von 40 Mrd EUR gekauft werden.

Der Euro OverNight Index Average (EONIA) war aufgrund hoher Überschussliquidität lange relativ stabil bei rund 1 % gelegen. Nach der Leitzinssenkung Anfang November sank er auf 0,7%.

Auf dem Geldmarkt in den USA sind die LIBOR-Zinssätze seit Herbst 2009 relativ stabil, im Euroraum zogen die EURIBOR-Zinssätze seit Anfang 2011 leicht an. Die Risikoaufschläge auf dem US-amerikanischen Geldmarkt lagen weiterhin unter jenen im Euroraum.

Die Diskussionen um die Solvenz Griechenlands ließen die Risikoprämien griechischer Anleihen bis Mitte Juli 2011 in die Höhe schnellen. Dabei kam es auch zu Übertragungseffekten auf irische und portugiesische Anleiherenditen. Nach dem Sondergipfel des Europäischen Rates am 21. Juli 2011, bei dem ein umfassendes Stabilisierungspaket beschlossen wurde (zweites Griechenlandpaket, Flexibilisierung des EFSF und ESM¹), sind die Renditeabstände griechischer, aber auch portugiesischer und irischer Staatsanleihen zu den deutschen Bundesanleihen teilweise kräftig zurückgegangen. Im August 2011 führte dann die Diskussion über

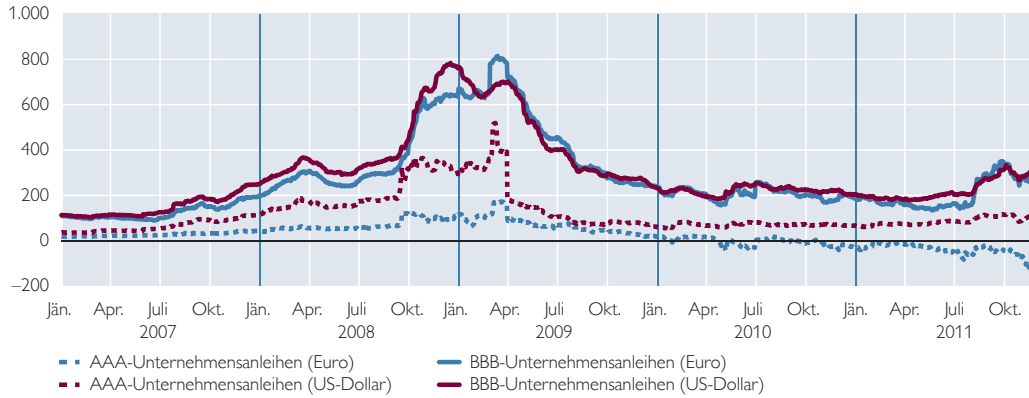
Anhaltende Turbulenzen auf den Märkten für Staatsanleihen – Euro-Gipfel am 26.10.2011: Einigung auf freiwilligen Schuldenschnitt von 50 % für Griechenland

¹ EFSF: Europäische Finanzstabilisierungsfazilität; ESM: Europäischer Stabilisierungsmechanismus.

Grafik 3

**Euroraum und USA:
Spreads von 7- bis 10-jährigen AAA- und BBB-Unternehmensanleihen**

in Basispunkten; gegenüber Staatsanleihen (USA bzw. Euroraum-Durchschnitt)



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

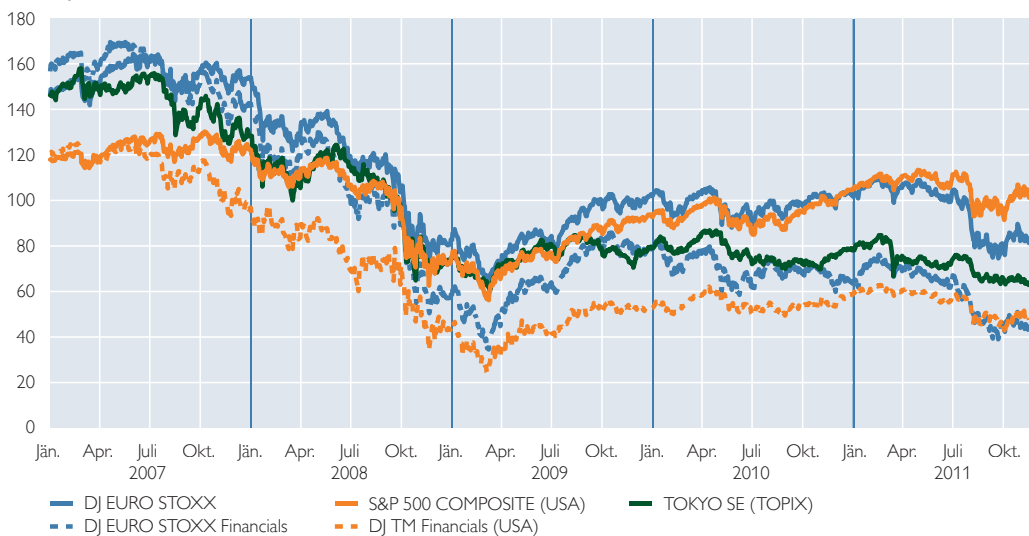
die von der finnischen Regierung geforderten Garantien für Finnlands Beteiligung am Euro-Hilfsfonds sowie die nur zögerliche Umsetzung des Pakets in den nationalen Parlamenten zu einem erneut starken Anwachsen der Risikoaufschläge.

Schließlich kam es im Wechselspiel mit laufenden Verschlechterungen der Wachstumsaussichten und einem insgesamt sehr geringen Umsatz zu neuen Rekordaufschlägen auf griechische Staatsanleihen. Bemerkenswert ist, dass es zu einer zunehmenden Entkopplung

Grafik 4

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

Index: 1. Jänner 2005 = 100



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

pelung der Entwicklung der Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen auf der einen und den Risikoaufschlägen auf portugiesische und irische Staatsanleihen auf der anderen Seite gekommen ist. Nachdem sich die öffentliche Aufmerksamkeit zunehmend auf die spanische und vor allem die italienische Haushaltsführung gerichtet hatte, wurden politische Interventionen zu einer nachhaltigen Stabilisierung notwendig. Die im Rahmen des Euro-Gipfels der Staats- und Regierungschefs vom 26. Oktober 2011 vereinbarten Maßnahmen zielen auf einen freiwilligen Schuldenschnitt für Griechenland im Ausmaß von 50%, eine Vervielfachung der Finanzmittel des EFSF (ohne Erhöhung des Garantievolumens) und Maßnahmen zur Bankenrekapitalisierung ab.

Das erneute Aufflammen der Diskussionen um die Staatsschulden im Euroraum bzw. die langwierigen Diskussionen in den USA über die Anhebung der Schuldenobergrenze wirkten sich auch negativ auf die Finanzierungskosten der Unternehmen aus, die sich

bei Redaktionsschluss auf dem Anleihemarkt teurer finanzieren als noch vor wenigen Monaten. Die Renditeaufschläge bei BBB-Unternehmensanleihen im Euroraum und in den USA verzeichneten seit August 2011 deutliche Anstiege. Bei den AAA-Anleihen fiel der Anstieg der Renditeaufschläge in den USA wesentlich schwächer aus, im Euroraum kam es sogar zu einem leichten Rückgang der Renditeaufschläge. Generell lagen die Spreads bei AAA-Unternehmensanleihen im Euroraum tiefer als jene in den USA.

Seit dem Jahreshöchststand im Februar 2011 hat der Dow Jones EURO STOXX rund 25 % seines Wertes verloren und liegt damit nur noch knapp über dem krisenbedingten Tiefststand aus dem Frühjahr 2009. Ein Großteil dieser Kursverluste wurde nach dem 21. Juli 2011 und somit nach dem EU-Sondergipfel verzeichnet. Besonders stark waren die Rückgänge bei europäischen Bankaktien, die seit dem Jahreshöchststand im Februar 2011 zirka 45 % ihres Wertes eingebüßt haben (bzw. rund 30 % seit dem EU-Sondergipfel).

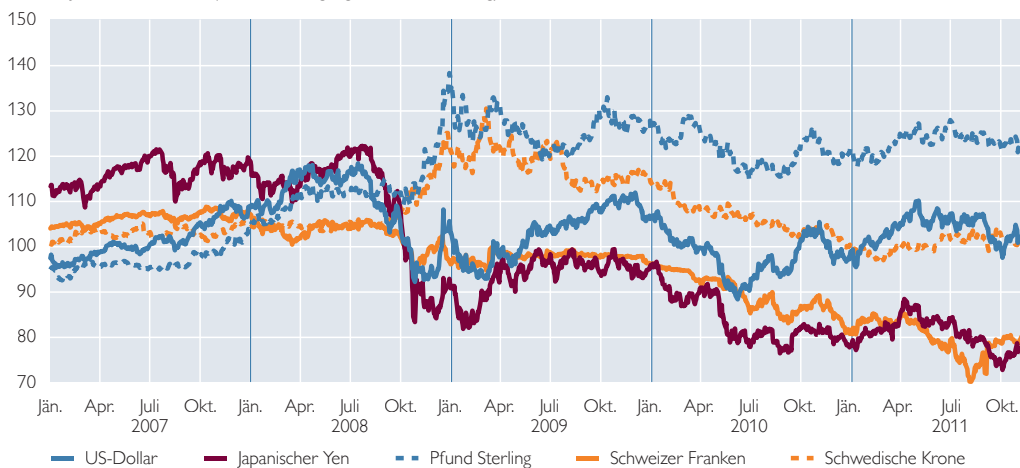
Steigende Aufschläge für Unternehmensanleihen

Weitere Kursverluste auf den Aktienmärkten – Finanzwerte verschlechterten sich besonders deutlich

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.

Hohe Volatilität
des EUR-USD-
Wechselkurses als
Folge der
Entwicklungen in
den Euro-Peripherie-
ländern

SNB setzt
Wechselkursziel

Leichte Abschwächung
des Wirtschaftswachstums in
aufholenden
Volkswirtschaften

Auf dem US-Aktienmarkt sind die gleichen Tendenzen zu beobachten: Seit Februar 2011 fielen die Kurse der großen US-Banken um rund 40%. Der Gesamtindex der großen US-Unternehmen verlor jedoch nur rund 7% seines Wertes.

Die Schwankungen des EUR-USD-Wechselkurses standen zuletzt in engem Zusammenhang mit den Entwicklungen im Rahmen der europäischen Schuldenkrise. Die Entscheidungen vom Euro-Gipfel am 26. Oktober 2011 hatten auf den Märkten zu einer Erholungsrallye geführt. Die europäischen Aktienindizes erzielten die größten Wochengewinne seit 2009 und der EUR-USD-Wechselkurs stieg erstmals seit 6. September 2011 zeitweise über 1,42 USD je Euro. Seitdem ist der EUR-USD-Wechselkurs allerdings wieder bis unter 1,35 USD je Euro gefallen.

Die Schweizer Nationalbank (SNB) setzte am 6. September 2011 ein Wechselkursziel mit einem Höchstkurs von 1,20 CHF je Euro, da die geldpolitischen Maßnahmen zur Schwächung des Schweizer Franken keine nachhaltige Wirkung gezeigt hatten. Mit der Festlegung des Wechselkurses wertete die Währung deutlich ab. Die Maßnahme wurde damit begründet, dass besonders die Exportindustrie und der Tourismus unter der starken Währung leiden würden.

CESEE im Vergleich mit anderen aufholenden Volkswirtschaften (Emerging Markets)

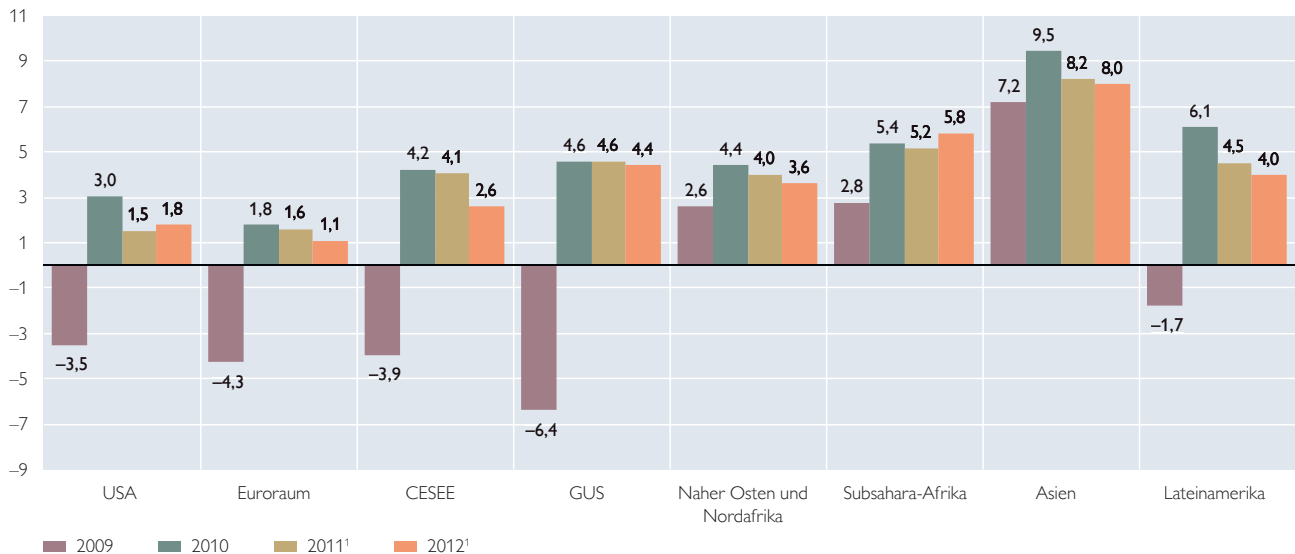
Den jüngsten Schätzungen des IWF vom September 2011 zufolge wird die Weltwirtschaft 2011 um 4% wachsen, nach 5,1% im Jahr 2010. Gegenüber April 2011 hat der IWF damit seine globale Wachstumsprognose für 2011 vor allem aufgrund einer schwächeren Konjunkturdynamik in entwickelten Ländern (z. B. USA, Japan) um 0,4 Pro-

zentpunkte zurückgenommen. Die Wachstumsaussichten für aufholende Volkswirtschaften wurden im Aggregat hingegen bei etwa +6,5% bestätigt. Die stärkste Expansionsrate unter den aufholenden Regionen wird Asien mit +8,2% – vor allem aufgrund des anhaltend guten Konjunkturgangs in China und Indien – erzielen, womit diese Region auch im Jahr 2011 der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft bleiben wird. Für Zentral-, Ost- und Südosteuropa (CESEE) erwartet der IWF zwar dank der weiterhin hohen Wachstumsdynamik in der Türkei ein Wirtschaftswachstum von 4,1%, doch liegt dies unter den prognostizierten Zuwachsraten in anderen aufholenden Wirtschaftsregionen wie Lateinamerika, Subsahara-Afrika oder der GUS. Langsamer – wenn auch nur marginal – als CESEE wird lediglich die von sozialen Unruhen und militärischen Auseinandersetzungen schwer getroffene Region des Nahen Ostens und Nordafrikas wachsen.

Für das Jahr 2012 prognostiziert der IWF neuerlich ein Weltwirtschaftswachstum von 4%. Dies ist um einen halben Prozentpunkt niedriger als noch im Frühjahr 2011 erwartet, wobei unter anderem angesichts der angespannten Lage auf den Weltfinanzmärkten und den fiskalpolitischen Unsicherheitsfaktoren in entwickelten Ländern deutlich erhöhte Abwärtsrisiken bestehen. Das Wirtschaftswachstum wird sich 2012 im Aggregat der aufholenden Volkswirtschaften aufgrund der schwächeren Exportnachfrage aus entwickelten Ländern und des zunehmend restriktiveren wirtschaftspolitischen Kurses in vielen aufholenden Volkswirtschaften geringfügig abschwächen, wobei es bis auf die Region Subsahara-Afrika in allen aufholenden Regionen zu einer mehr oder minder ausgeprägten Wachstumsverlangsamung gegenüber

Aufholende Volkswirtschaften und ausgewählte Industrieländer: BIP-Prognose

zu konstanten Preisen, Jahresveränderung in %



Quelle: IWF (World Economic Outlook), September 2011.

¹ IWF-Prognose.

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

2011 kommen wird. Dennoch bleiben die Wachstumsaussichten im Aggregat mit +6,1% weiterhin relativ günstig. Die Wachstumsgeschwindigkeiten zwischen und innerhalb der aufholenden Regionen werden jedoch auch im Jahr 2012 stark divergieren. Wachstumsspitzenreiter bleibt mit einem prognostizierten Wirtschaftswachstum von +8% Asien, gefolgt von Subsahara-Afrika mit knapp +6%. Die Regionen GUS, Naher Osten und Nordafrika werden in etwa im Einklang mit der Weltwirtschaft expandieren. Angesichts einer deutlichen Wachstumsverlangsamung in der Türkei und der Eintrübung der Konjunktur in Westeuropa wird CESEE mit einem geschätzten Wirtschaftswachstum von +2,6% sowohl im globalen als auch im Emerging Market-Vergleich nur unterdurchschnittlich wachsen.

Angesichts stark steigender Energie- und Lebensmittelpreise hat der globale

Inflationsdruck im ersten Halbjahr 2011 spürbar zugenommen. Dies gilt für aufholende Volkswirtschaften umso mehr, als diese Komponenten in den Warenkörben von Ländern mit niedrigerem Pro-Kopf-Einkommen ein höheres Gewicht haben. In einigen stark wachsenden Ländern (z. B. China, Indien) haben aber auch nachfrageseitige Faktoren zur Beschleunigung des Verbraucherpreisauftriebs beigetragen. Obwohl der Inflationshöhepunkt im Sommer weitgehend erreicht worden sein dürfte, wird die durchschnittliche Jahresinflation im Aggregat der aufholenden Volkswirtschaften auf 7,5% steigen, was 1,4 bzw. 0,6 Prozentpunkte höher ist als noch im Jahr 2010 bzw. in der Frühjahrsprognose 2011 erwartet. In den Regionen GUS, Naher Osten und Nordafrika sowie Subsahara-Afrika liegt der Verbraucherpreisauftrieb über diesem Wert, in Asien, Lateinamerika sowie in CESEE dar-

Energie- und Lebensmittelpreise treiben Inflation in die Höhe

Externe Ungleichgewichte werden wieder steigen

unter. Um dem Inflationsdruck entgegenzuwirken, haben viele aufholende Volkswirtschaften mittels Leitzinserhöhungen sowie der Anhebung der Mindestreserveanforderungen ihre Geldpolitik im ersten Halbjahr 2011 gestrafft und/oder eine Währungsaufwertung zugelassen. Die restriktiven geldpolitischen Impulse werden laut IWF zusammen mit der nachlassenden globalen Konjunkturdynamik und einer leichten Entspannung auf den Rohstoffmärkten im Jahr 2012 vor allem im Nahen Osten und Nordafrika sowie in Asien zu einer Verlangsamung des Preisauftriebs führen. Das günstigste Inflationsumfeld unter den aufholenden Wirtschaftsregionen wird mit 4,2 % in CESEE erwartet.

Ähnlich wie für das Jahr 2010 prognostiziert der IWF in den meisten aufholenden Wirtschaftsregionen auch für 2011 eine Ausweitung der externen Ungleichgewichte. Der Leistungsbilanzüberschuss in Asien wird zwar voraussichtlich auf dem Niveau von 2010 verharren, aufgrund der anhaltend hohen Rohstoffpreise ist dafür jedoch in der GUS, im Nahen Osten und in Nord-

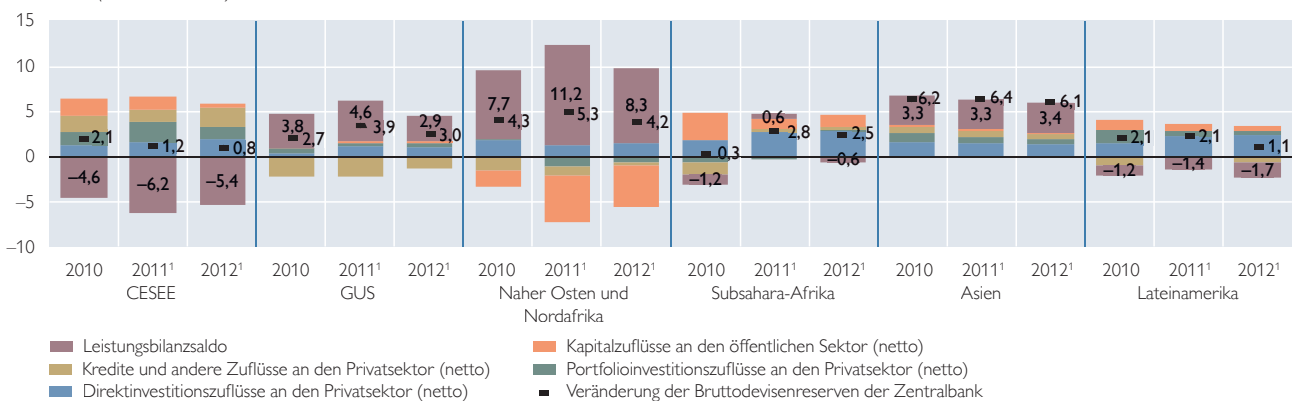
afrika (trotz partieller Produktionsausfälle in einigen Ländern) mit deutlich höheren Überschüssen zu rechnen. Aus dem gleichen Grund wird im Jahr 2011 die kumulierte Leistungsbilanz der Region Subsahara-Afrika nach einem Defizit 2010 einen Überschuss aufweisen. Zugleich steigt das Leistungsbilanzdefizit in CESEE sowie Lateinamerika mehr oder minder stark an.

Für das Jahr 2012 rechnet der IWF angesichts der Verlangsamung des globalen Wachstums und eines niedrigeren Ölpreises tendenziell mit niedrigeren Überschüssen in rohstoffexportierenden Ländern bzw. Regionen. Für CESEE sieht der IWF wegen der erwarteten Konjunkturabschwächung in der EU und der damit einhergehenden geringeren Exportnachfrage von den wichtigsten Handelspartnern (z. B. Deutschland, Italien) in nahezu allen Ländern der Region eine moderate Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Positionen. Innerhalb der CESEE-Region erwartet der IWF nur in der Türkei eine markante Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos, die mit der prognos-

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, Tschechische Republik, Slowakei und Slowenien; Asien: ohne Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur.

tizierten Wachstumsverlangsamung 2012 im Zusammenhang steht.

Der Nettokapitalzufluss an den Privatsektor in den aufholenden Volkswirtschaften dürfte laut IWF im Jahr 2011 und auch 2012 im Aggregat mit etwa 2,3 % des BIP ähnlich hoch ausfallen wie 2010. Dabei sollten im Jahr 2011 alle aufholenden Märkte einen starken positiven Nettokapitalzufluss an den Privatsektor verzeichnen, ausgenommen die Regionen GUS, Naher Osten und Nordafrika, die aufgrund anhaltend hoher Leistungsbilanzüberschüsse und geopolitischer Unsicherheiten mit Kapitalabflüssen konfrontiert waren. Zu einem besonders starken Anstieg der Kapitalzuflüsse kam es angesichts der hohen Wachstumsdynamik und steigender Rohstoffpreise vor allem in Lateinamerika. Aber auch der Privatsektor in CESEE wird heuer mehr Kapitalzuflüsse anziehen, auch wenn diese noch deutlich unter ihrem Vorkrisenniveau bleiben werden.

Die Direktinvestitionen stellen mit einem Anteil von etwa drei Viertel des gesamten privaten Kapitalzustroms an Emerging Markets die wichtigste Kapitalform dar, wobei ihr Anteil am Gesamtkapitalzufluss auf Kosten der Portfolioinvestitionen im Jahr 2011 gegenüber 2010 stark angestiegen ist. Zum einen kann diese Entwicklung als eine gewisse Normalisierung nach dem relativ starken Zufluss an Portfolioinvestitionen vor allem nach Lateinamerika, Asien und in einige CESEE-Länder in den Jahren 2009 und 2010 gesehen werden. Zum anderen ist der Rückgang an Portfolioinvestitionen angesichts der neuerlich aufkeimenden Unsicherheiten auf den Weltfinanzmärkten auch als Zeichen einer steigenden Risikoaversion zu sehen. In Lateinamerika deckten die Direktinvestitionen das aggregierte Leistungsbilanzdefizit in vollem Umfang ab, während

Direktinvestitionen in CESEE im Durchschnitt knapp ein Drittel des Leistungsbilanzdefizits finanzierten.

Der Kapitalzufluss an den öffentlichen Sektor war im Aggregat der aufholenden Volkswirtschaften mit $-0,1\%$ des BIP marginal negativ, wenngleich der Nettokapitalzufluss an den öffentlichen Sektor in nahezu allen Regionen positiv war. Diese Zuflüsse wurden jedoch durch den starken Kapitalabfluss aus dem öffentlichen Sektor im Nahen Osten und in Nordafrika aufgewogen. Schlussendlich setzt sich im Jahr 2011 laut IWF angesichts hoher und steigender Leistungsbilanzüberschüsse und trotz vermehrter Devisenmarktinterventionen zur Stützung nationaler Währungen in einigen aufholenden Volkswirtschaften im Frühherbst der Aufbau von Devisenreserven in allen aufholenden Regionen fort.

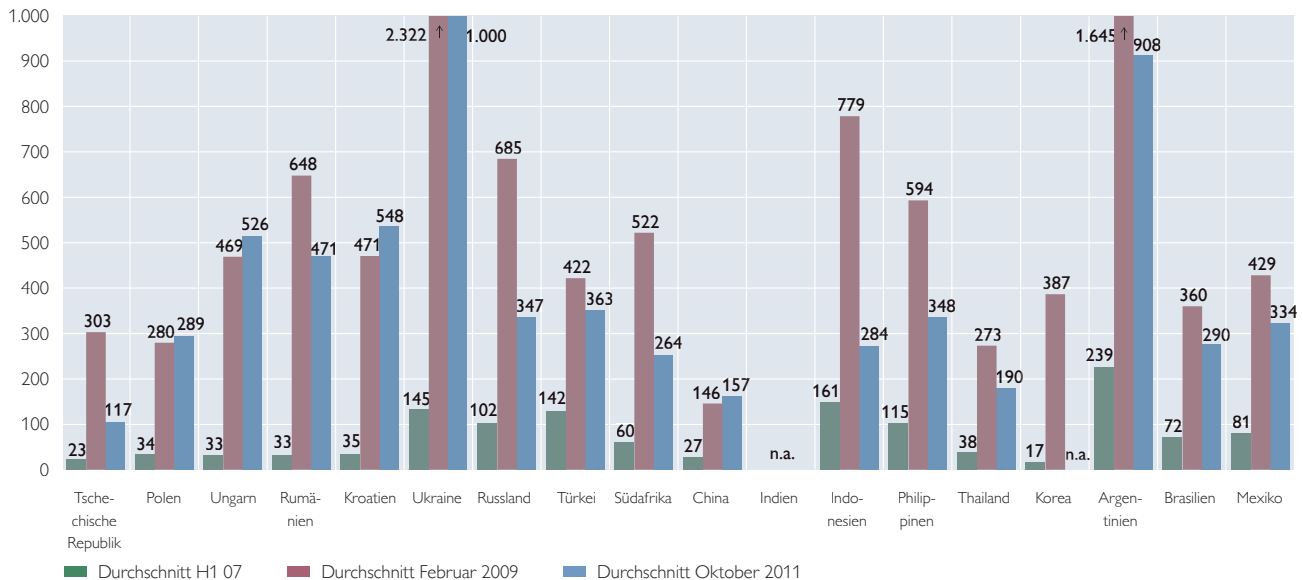
Seit Mai 2011 – verstärkt aber seit Anfang August 2011 – weisen die wichtigsten Finanzmarktindikatoren (Aktien-, Staatsanleihen- und CDS-Märkte) der aufholenden Volkswirtschaften im Einklang mit den Entwicklungen in entwickelten Ländern eine tendenziell negative Entwicklung auf. Ausschlaggebend dafür sind vor allem die steigende Nervosität auf den Weltfinanzmärkten als Folge der europäischen Schuldenkrise und die Eintrübung der globalen Wachstumsaussichten. Aber auch partielle Kapitalabzüge aus Emerging Market-Aktienfonds zur Liquiditätssicherung und die zunehmenden wirtschaftlichen Überhitzungsrisiken in einigen Schwellenländern dürften diese Entwicklung jüngst verstärkt haben. So hat der MSCI Emerging Markets-Preisindex seit Mai 2011 rund 14,3 % an Wert eingebüßt. Die Subindizes für Zentral- und Osteuropa (MSCI EM Europe) und Asien (MSCI EM Asia) haben seit Mai jeweils etwa 17 % verloren, während der MSCI

Starker Kapitalzufluss als Herausforderung für einige aufholende Volkswirtschaften

Globale Unsicherheiten lasten auch auf den Finanzmärkten in aufholenden Volkswirtschaften

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 Renditeabstände 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.

EM Latin America-Index ein moderateres Minus von rund 10% verbuchte. Unter den Aktienindizes der CESEE- sowie der GUS-Länder, die nicht im MSCI EM Europe enthalten sind, haben die meisten Indizes deutlich stärker verloren als die Benchmark.

Die Eurobond-Spreads tendierten angesichts der steigenden Unsicherheit und der damit verbundenen höheren Risikoaversion auf den Weltfinanzmärkten vor allem seit dem Spätsommer 2011 überwiegend aufwärts. Die Spreads liegen für die Mehrzahl der hier untersuchten Länder noch deutlich unter den Niveaus, die während des Höhepunkts der Finanzkrise im Frühjahr 2009 erreicht worden waren – für einige Länder wie z. B. Polen, Ungarn und Kroatien aber schon leicht über diesen bisherigen Höchstständen. Ahneliches gilt auch für andere aufholende Volkswirtschaften bzw. Regionen. Vor allem in den Regionen Naher Osten

und Nordafrika gingen soziale Unruhen mit einer Verunsicherung der Auslandsinvestoren und daher mit steigenden Risikoprämien und fallenden Aktienmarktpreisen einher.

CESEE: Wirtschaftliche Erholung flacht sich ab

Die Unsicherheiten über den weiteren Konjunkturverlauf in den CESEE-Ländern haben sich in den letzten Monaten deutlich erhöht. Nachdem sich das Wachstum im ersten Quartal 2011 noch leicht beschleunigt hatte und die Wirtschaft im regionalen Durchschnitt um 3,7% (im Jahresvergleich) gewachsen war, mehrten sich seit dem Fruhsummer Anzeichen, die auf eine Abkühlung der Konjunktur schließen lassen. So haben sich etwa mehrere Hochfrequenz-, Vorlauf- und Vertrauensindikatoren für die CESEE-Länder in letzter Zeit verschlechtert. Insbesondere trifft das für die Industrie zu: Das

Wachstum der Industrieproduktion hat sich seit Jahresbeginn 2011 von etwa 8,5 % auf zuletzt (September) etwa 5 % (im Jahresvergleich) halbiert und die Vertrauensindikatoren haben deutlich nachgegeben. Ausschlaggebend dafür war vor allem die Abschwächung der internationalen Nachfragedynamik.

Diese Entwicklung schlug sich auch bereits in den Zahlen zum zweiten Quartal 2011 nieder. Das Wirtschaftswachstum hat sich in den meisten Ländern abgeschwächt. Ungarn, Slowenien, Rumänien, die Tschechische Republik und Russland verzeichneten saison- und arbeitstägig bereinigte Wachstumsraten von lediglich 0,0 % bis 0,2 % im Quartalsvergleich. Aufgrund der deutlichen Abschwächung des nicht saisonbereinigten Wachstums im Jahresvergleich ist zu erwarten, dass auch die Ukraine in den Kreis dieser Länder gehört (für die Ukraine sind keine bereinigten BIP-Daten verfügbar). Positiv auf die Gesamtregion wirkte sich allerdings die weiterhin robuste Entwicklung in Polen aus (+1,1 % gegenüber dem Vorquartal).

Obwohl sich die nachlassende internationale Nachfrage im zweiten Quartal 2011 bereits in niedrigeren Exportwachstumsraten niederschlug, stellte die Außenwirtschaft in den meisten EU-Mitgliedstaaten der Ländergruppe sowie in Kroatien weiter eine wichtige Stütze für das Wachstum dar. Ein deutlich negativer Wachstumsbeitrag der Nettoexporte wirkte sich hingegen dämpfend auf die wirtschaftliche Dynamik in Russland und der Ukraine aus. In einigen Ländern ließ sich ein Trend hin zu einer stärkeren Binnennachfrage beobachten. Dies trifft vor allem für Polen, die Ukraine und Russland zu, wo sowohl der private Konsum als auch die Investitionen deutlich zum Wachstum beitrugen. Ein gewisses Anziehen der Investitionstätigkeit konnte zuletzt

auch in der Tschechischen Republik und der Slowakei beobachtet werden. Der Grund dürfte vor allem in dem sich aufgestauten Investitionsbedarf nach mehreren Quartalen fallender Investitionsausgaben während der Krise zu suchen sein. Durchwegs negative Wachstumsbeiträge der inländischen Nachfrage wurden aber weiterhin aus den am schwächsten wachsenden Ländern der Region – Ungarn, Rumänien und Bulgarien – berichtet. Hier wird die Entwicklung nach wie vor von einem erhöhten Konsolidierungsbedarf der öffentlichen Hand, der voranschreitenden Entschuldung der privaten Haushalte sowie einer schwächelnden Bauwirtschaft zurückgehalten.

Die internationalen Rahmenbedingungen verschlechterten sich ab August 2011 weiter (weiteres Absinken der Vertrauenswerte, erhöhte Volatilität und Risikoaversion auf den internationalen Finanzmärkten, anhaltende Staatsschuldenkrise in einigen Euro-Raum-Ländern und – vor diesem Hintergrund – Zweifel an der Stabilität des europäischen Bankensystems). Angesichts der hohen realwirtschaftlichen und finanziellen Verflechtung der CESEE-Länder mit westeuropäischen Volkswirtschaften ist zu erwarten, dass sich das BIP-Wachstum der hier behandelten Region im Jahr 2012 deutlich auf etwa 2 % bis 2,5 % abschwächt, was aber nach wie vor einen nicht unerheblichen Wachstumsvorsprung gegenüber Westeuropa bedeutet.

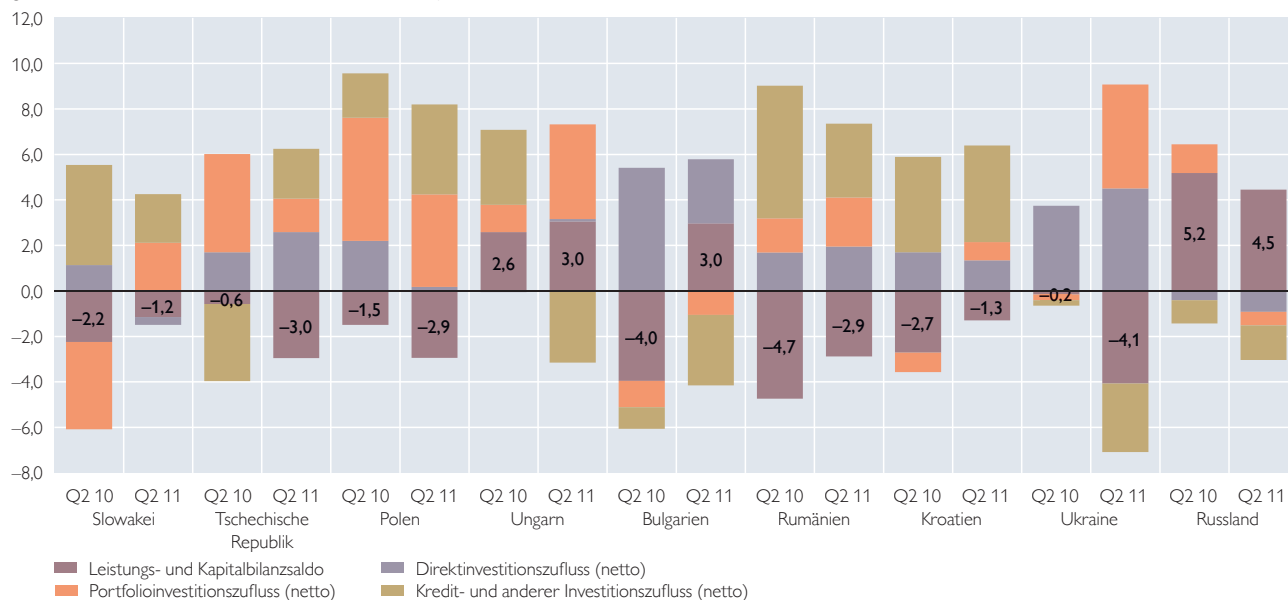
Die internationale Finanzkrise führte zu einer markanten Reduzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in CESEE. Dieser Trend hielt in vielen Ländern der Region auch im ersten Halbjahr 2011 weiter an (z. B. in der Slowakei, Bulgarien, Rumänien und Kroatien). In Polen, der Ukraine und der Tschechischen Republik war aber bereits wieder eine leichte Aus-

Schwächeres
Wachstum im
zweiten Quartal

Weitere Verbesserung der Leistungs-
bilanzpositionen in
vielen Ländern

Leistungs- und Kapitalbilanzsaldo und seine Finanzierung

gleitende Summe von vier Quartalen in % des BIP dieser Gleitperiode



Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB.

weitung der Leistungsbilanzdefizite zu beobachten. Während diese Entwicklung in den ersten beiden Ländern vor allem durch die starke Binnennachfrage und das damit zusammenhängende steigende Defizit in der Handelsbilanz erklärt werden kann, kam es in der Tschechischen Republik zu steigenden Abflüssen aus Erwerbs- und Vermögenseinkommen. In ausländischem Eigentum befindliche Unternehmen schrieben hier wieder Gewinne, die diese zum Teil an ihre Muttergesellschaften ausschütteten.²

Die Finanzierungsbilanz war in der Summe der vier Quartale bis Mitte 2011 in fast allen hier betrachteten Ländern positiv, nur in Russland und Bulgarien lag sie geringfügig im Minus (beide Länder weisen aber einen Überschuss in der Leistungsbilanz aus). In Bulgarien und der Tschechischen Republik bildeten die Direktinvestitionszu-

flüsse (netto) die größte positive Komponente der Finanzierungsbilanz, während dies in der Slowakei, Ungarn, Polen und der Ukraine die Portfolioinvestitionen (netto) und in Rumänien und Kroatien die sonstigen Investitionen (netto) (also vor allem Kredite) waren. In Russland wurden während der Berichtsperiode Kapitalabflüsse aus allen drei Kategorien berichtet. Nur in Kroatien und in der Ukraine deckten die Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen das gesamte Defizit der kombinierten Leistungs- und Kapitalbilanz ab.

IWF/EU- bzw. IWF-Stabilisierungsprogramme sind in Rumänien und in der Ukraine weiterhin in Kraft. Im März 2011 wurde in Rumänien ein vorsorgliches Nachfolgeprogramm (Precautionary Stand-By Arrangement) zum auslaufenden IWF-Programm abgeschlossen. Dieses umfasst Mittel in der Höhe von umgerechnet 3,6 Mrd

² Ein Großteil davon wurde aber reinvestiert und hat damit die Finanzierungsbilanz gestärkt.

EUR. EU und Weltbank schlossen sich mit 1,4 Mrd EUR bzw. 0,4 Mrd EUR diesem Paket an. Rumänien nahm bis jetzt noch keine der drei verfügbaren IWF-Tranchen (in der Gesamthöhe von 1 Mrd EUR) in Anspruch und bestätigte, das auch in Zukunft nicht tun zu wollen. Mit der Ukraine besteht seit Sommer 2010 ein IWF-Stabilisierungsprogramm (mit einem Gesamtvolumen von insgesamt 11,6 Mrd EUR), über das bereits zwei Tranchen in der Höhe von zusammen 2,6 Mrd EUR gezahlt wurden. Das Programm ist allerdings seit Frühjahr 2011 sistiert, da die ukrainischen Behörden bei der Umsetzung vereinbarter Maßnahmen säumig sind. Zwar wurden in der Zwischenzeit einige Fortschritte erzielt (so wurde etwa ein neues Pensionsrecht beschlossen), eine Schlüsselbedingung des IWF – nämlich die Anhebung der Gaspreise für Haushalte – bleibt aber bis dato unerfüllt. Vor dem Hintergrund zunehmender Refinanzierungsprobleme wandte sich Ungarn Mitte November 2011 an den IWF und die Europäische Kommission, um in Verhandlungen über eine vorsorgliche Kreditlinie einzutreten.

Nach den rezessionsbedingt besonders hohen Budgetdefiziten im Jahr 2009 sind die Haushaltslücken im Jahr 2010 bereits in mehreren Ländern wieder leicht gesunken. Trotzdem lagen sie in den meisten Ländern deutlich über der Marke von 3 % des BIP und in allen EU-Mitgliedstaaten der hier behandelten Ländergruppe läuft zurzeit ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits. Laut den aktuellen Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen sollten die geplanten Zieldaten zur Rückführung der Budgetdefizite in allen Ländern eingehalten werden (2011 für Ungarn und Bulgarien, 2012 für Polen und Rumänien, 2013 für die Tschechische Republik und die Slowakei). Die Europäische Kommission kommt nach einer Begut-

achtung dieser Programme allerdings zu einer etwas skeptischeren Einschätzung. Polen muss möglicherweise zusätzlich zu den im Haushaltsentwurf für das Jahr 2012 vorgelegten Maßnahmen weitere Maßnahmen umsetzen. Für Ungarn kann nicht ausgeschlossen werden, dass nach einem Budgetüberschuss aufgrund temporärer Faktoren im Jahr 2011 bereits 2012 das Defizitziel wieder überschritten wird, sofern nicht weitere Maßnahmen ergriffen werden.

Der Preisdruck war in den meisten der betrachteten Länder im ersten Halbjahr 2011 vergleichsweise hoch. Nur in Slowenien, der Tschechischen Republik und Kroatien verblieb die Inflation auf relativ moderatem Niveau. Verantwortlich für den erhöhten Preisdruck waren vor allem Preisschübe bei Lebensmitteln im Zusammenhang mit schlechten Ernten im Jahr 2010. Darüber hinaus wirkten aber auch hohe Energie- und Rohstoffpreise sowie nicht zuletzt auch Erhöhungen indirekter Steuern in einigen Ländern inflationstreibend. Besonders deutlich fiel der letztgenannte Effekt in Polen und der Slowakei aus. In beiden Ländern wurde die Mehrwertsteuer Anfang 2011 angehoben. Der Höhepunkt des Inflationsschubs wurde im Sommer 2011 aber erreicht. In den letzten Monaten waren in der Region wieder fallende Teuerungsraten zu beobachten. Zu dieser Entwicklung haben einerseits Basiseffekte (etwa nach der Mehrwertsteuererhöhung im Juli 2010 in Rumänien) beigetragen. Andererseits ließ im Zuge der diesjährigen Ernten der Preisdruck bei Lebensmitteln nach. Im September lagen die Inflationsraten damit in einer Bandbreite von 2,1 % in der Tschechischen Republik und Kroatien bis 6,7 % in Russland.

In den hier betrachteten Ländern, die noch nicht den Euro eingeführt

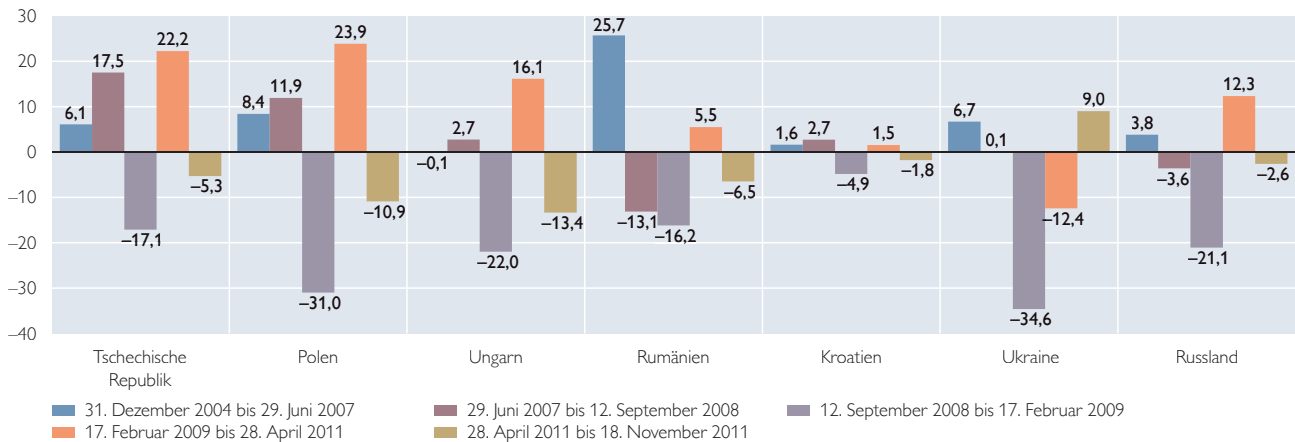
Höhepunkt des Inflationsschubs wurde im Sommer erreicht

Weiterhin hohe Budgetdefizite trotz leichtem Rückgang im Jahr 2010

Abwertungsdruck veranlasst mehrere Notenbanken zu Interventionen

Nationale Währungen und der Euro

Euro pro Einheit nationaler Währung, Veränderung in %



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

haben und keine fixe bzw. quasi-fixe Wechselkursanbindung verfolgen, kam es im Beobachtungszeitraum – und vor allem gegen Ende des Beobachtungszeitraums – bei allen Währungen außer der ukrainischen Hrywnia zu teils deutlichen Abwertungen gegenüber der Referenzwährung. Diese konzentrierten sich vor allem auf die Periode ab Mitte Juni 2011. Mehrere Notenbanken, vor allem die rumänische, die polnische, die kroatische und die russische Zentralbank, intervenierten daraufhin auf den Devisenmärkten, um ihre Währungen zu stützen. In Kroatien wurde darüber hinaus der Mindestreservesatz von 13 % auf 14 % angehoben und in Russland das Wechselkursband des Rubels gegenüber seinem US-Dollar/Euro-Währungskorb von 32,15–37,15 auf 32,60–37,60 angepasst.

Die gestiegene Unsicherheit aufgrund der abflauenden Weltkonjunktur und den Folgen der Schuldenkrise wirkte sich negativ auf die Finanzmärkte aus. Auf den Aktienmärkten kam es seit Mitte des Jahres 2011 in allen der hier behandelten Länder zu Kursverlusten, die im Schnitt aller-

dings nicht ganz so hoch ausfielen wie in Westeuropa. Am höchsten waren die Rückgänge an der ukrainischen, tschechischen und ungarischen Börse, während in der Slowakei lediglich moderate Verluste verzeichnet wurden.

Der Anstieg der globalen Risikoaversion hat auch auf die CESEE-Länder durchgeschlagen und erhöht deren Finanzierungskosten. Die Risikoaufschläge gemessen an den CDS-Spreads sind über den Länderkreis betrachtet seit Mitte des Jahres 2011 angestiegen. Besonders stark war dieser Anstieg in der Ukraine und in Ungarn. Auch die Eurobond-Spreads haben sich in allen Ländern erhöht, wobei der Anstieg in der Ukraine, Ungarn und Kroatien am markantesten war. Ein unterschiedliches Bild zeichnete sich bei den kurzfristigen Interbankenzinsen ab. Die Spreads gegenüber dem Euroraum verringerten sich moderat seit Mitte 2011 in der Tschechischen Republik und Bulgarien. Während die kurzfristigen Interbankenzinsen in beiden Ländern leicht zurückgingen, blieben diese im Euroraum weitgehend konstant. In Polen und Rumänien hingegen stiegen

Gestiegene
Risikoaversion
erfasst
Finanzmärkte

die Spreads leicht an, in Kroatien sogar deutlich. Der spürbare Anstieg der kurzfristigen Zinsen in Kroatien ist durch Straffung der Liquidität auf dem heimischen Geldmarkt (zum Teil durch Begebung von Anleihen und die Ankündigung der Anhebung der Mindestreserven im Oktober 2011) erklärt.

Das ausstehende Kreditvolumen gegenüber den privaten Haushalten (relativ zum BIP) war Mitte 2011 in den meisten Ländern Zentraleuropas höher als noch Ende 2010. Im Gegensatz dazu, war der Kreditbestand in Rumänien und Kroatien leicht, in Bulgarien, der Ukraine und Ungarn jedoch markant rückläufig. Das ausstehende Kreditvolumen (relativ zum BIP) gegenüber den nichtfinanziellen Unternehmen entwickelte sich großteils parallel zu dem gegenüber den privaten Haushalten. Nur in Russland, Kroatien und Rumänien verlief die sektorale Kreditentwicklung gegenläufig: Während in

den beiden letztgenannten Ländern der Kreditbestand gegenüber nichtfinanziellen Unternehmen anstieg, war dieser in Russland rückläufig. Mit Ausnahme Ungarns kam es somit in allen Ländern Zentraleuropas auf den heimischen Kreditmärkten sowohl gegenüber den Haushalten als auch gegenüber den nichtfinanziellen Unternehmen zu einem moderaten Wachstum der Kredite (wechsellkursbereinigt). Die ausländischen Direktkredite an Unternehmen gingen hingegen in allen Ländern zurück.

Der Anteil der Fremdwährungskredite an den Krediten an private Haushalte lag Mitte 2011 in Ungarn, Rumänien, Ukraine und Kroatien mit 65% bis 76% weiterhin auf sehr hohem Niveau. Im Vergleich zum Jahresende 2010 war er allerdings in Ungarn, der Ukraine und Russland (auf niedrigerem Niveau) deutlich geringer, während er in Kroatien und in Bulgarien (auf nied-

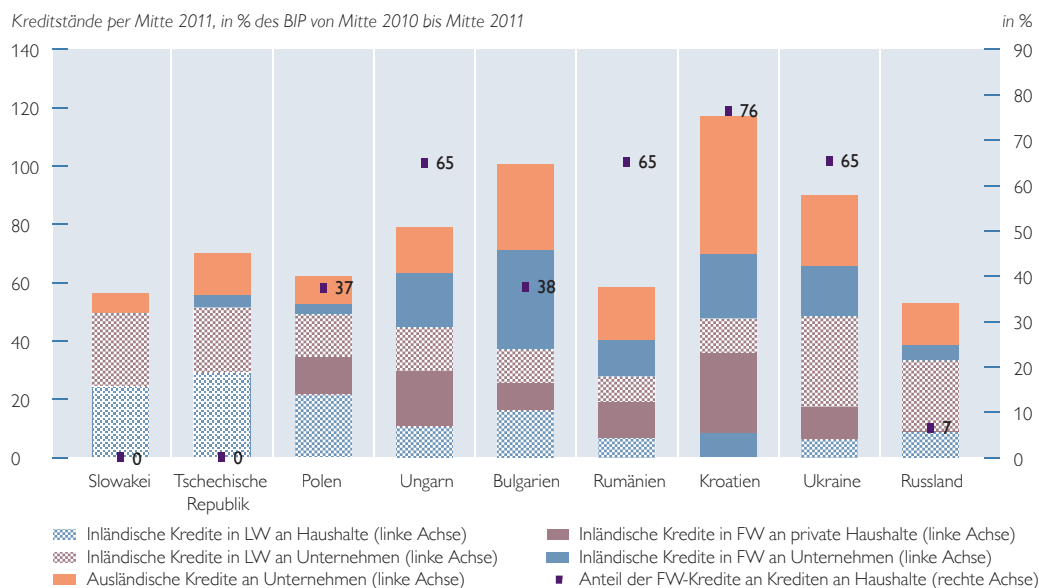
Moderates
Anziehen der
Kredite in
Zentraleuropa

Teilweise fallende
Anteile der Fremd-
währungskredite an
private Haushalte

Grafik 11

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

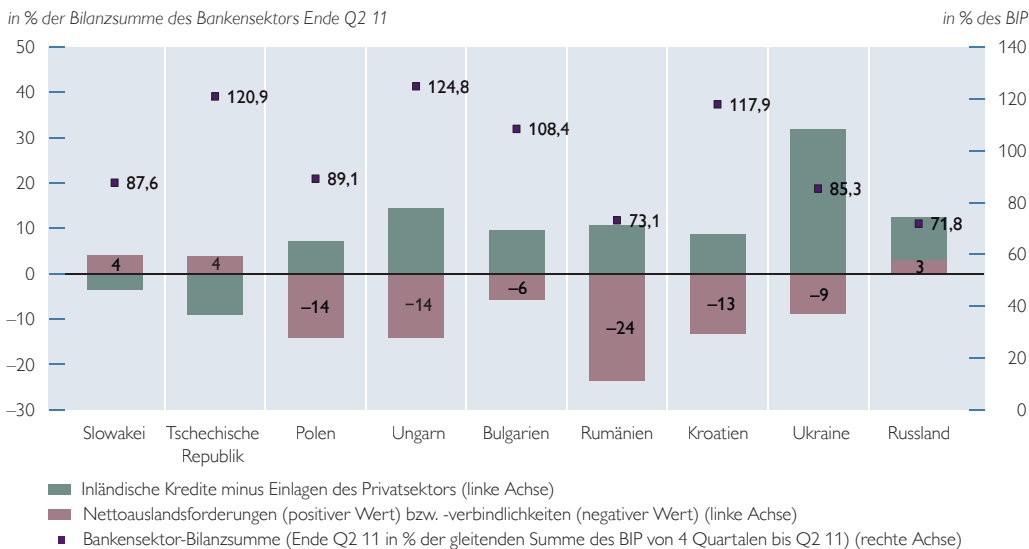
Kreditstände per Mitte 2011, in % des BIP von Mitte 2010 bis Mitte 2011



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: Anteil der Fremdwährungskredite an private Haushalte an sämtlichen Krediten an private Haushalte in % (rechte Achse).

Bankensektor: Lücke zwischen Krediten und Einlagen und Nettoauslandsverbindlichkeiten



rigerem Niveau) anstieg. In Kroatien und Bulgarien stieg das Volumen der Fremdwährungskredite (wechsellkursbereinigt) an private Haushalte, wobei das Volumen der Haushaltskredite in inländischer Währung sank.

Mitte 2011 überstieg das ausstehende inländische Kreditvolumen jenes der inländischen Einlagen (gemessen an den gesamten Aktiva) im Großteil der hier behandelten Länder. Die Loan-to-Deposit-Ratios weisen jedoch in den meisten Ländern eine fallende Tendenz auf. Einzig in der Slowakei und der Tschechischen Republik überstiegen die inländischen Einlagen nach wie vor das inländische Kreditvolumen. In beiden Ländern wurden außerdem positive Nettoauslandsforderungen verzeichnet. In besonders hohem Ausmaß klaffte die Lücke zwischen inländischen Krediten und Einlagen im ukrainischen Bankensektor auseinander (31,9%), während sie in den anderen Ländern zwischen 7,1% und 14,5% der gesamten Aktiva betrug. Im Vergleich zum

Vorjahr kam es in Ungarn, Bulgarien und der Ukraine zu einer deutlichen Verringerung der Lücke. In geringerem Maße reduzierte sich diese auch in Rumänien. Rumänien ist auch das Land, in dem die Nettoauslandsverbindlichkeiten des Bankensystems – die zum Teil aus Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Mutterbanken bestehen – relativ zum BIP am höchsten innerhalb der hier erfassten Ländergruppe sind.

Der Anteil der notleidenden Kredite im Bankensektor war mit Ende des zweiten Quartals 2011 weiterhin erhöht. Nachdem im zweiten Halbjahr 2010 ein spürbarer Abbau der faulen Kredite eingesetzt hatte, stieg der Anteil der notleidenden Kredite in den meisten Ländern im ersten Halbjahr 2011 wieder deutlich an. Der Anteil der notleidenden Kredite stieg im Vergleich zum Vorjahr am deutlichsten in Rumänien (6,4 Prozentpunkte) – von bereits erhöhten Ausgangsniveaus – Bulgarien (3,4 Prozentpunkte) und Ungarn

Teilweise Verringerung der Kreditlücke

Unverändert hohes Kreditrisiko im Bankensektor

(2,8 Prozentpunkte). Ein leichter Anstieg wurde in Kroatien (1,7 Prozentpunkte) und der Tschechischen Republik (0,4 Prozentpunkte) verzeichnet. In Russland, Polen und der Slowakei kam es zu einer moderaten Abnahme im Vergleich zum Vorjahr. Betrachtet man die Quartalsdynamik, so sind in den Ländern, die Anstiege der faulen Kredite im Jahresabstand verzeichneten, die Anteile vor allem im ersten Quartal 2011 stark gestiegen. Der Anstieg im Vergleich zum Vorquartal fiel im zweiten Quartal 2011 hier relativ gering aus.

Die Profitabilität im Bankensektor hat sich im ersten Halbjahr 2011 in den meisten Ländern stabilisiert oder leicht verbessert. Besonders stark stiegen die Gewinne in der Slowakei und Russland. Einzig in der Tschechischen Republik (von hohem Niveau aus) und Bulgarien (von niedrigerem Niveau aus) reduzierten sich die Gewinne im Vergleich zur Vorjahresperiode. In Rumä-

nien wurden nach den Verlusten der Vorperiode im ersten Halbjahr 2011 wieder leichte Gewinne erzielt. Aufgrund des weiterhin hohen Wertberichtigungsbedarfs infolge erhöhter notleidender Kredite wurden im ukrainischen Bankensektor nach wie vor Verluste verzeichnet. Diese konnten allerdings im Vergleich zum Vorjahr stark verringert werden.

Die Eigenkapitalausstattung (Kapitaladäquanz) war in den meisten Ländern Zentraleuropas Mitte 2011 höher als Ende 2010. Polen bildet mit einem leichten Rückgang hier die Ausnahme. In der Tschechischen Republik stieg die Kapitaladäquanz um 0,8 Prozentpunkte und liegt nun mit 16% deutlich über dem Niveau der anderen Länder Zentraleuropas. Während in Russland (-1,3 Prozentpunkte) und der Ukraine (-1,6 Prozentpunkte) die Eigenkapitalausstattung im Bankensektor Mitte 2011 zwar niedriger war als Ende 2010, blieb diese jedoch

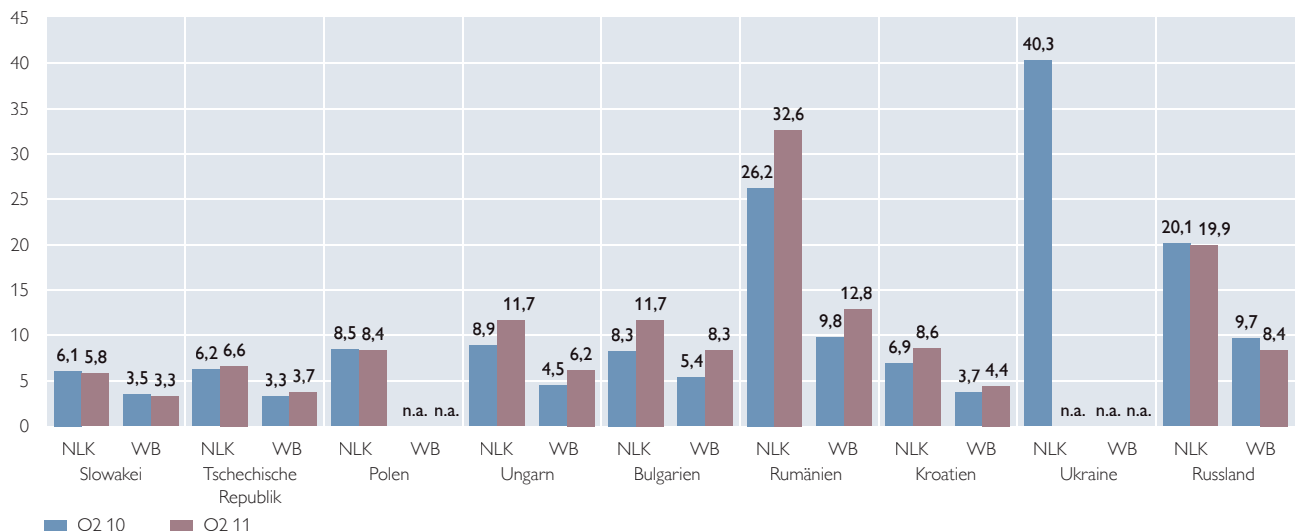
Eigenkapitalausstattung der Banken in Zentraleuropa gestiegen

Moderates Anziehen der Profitabilität im Bankensektor

Grafik 13

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.

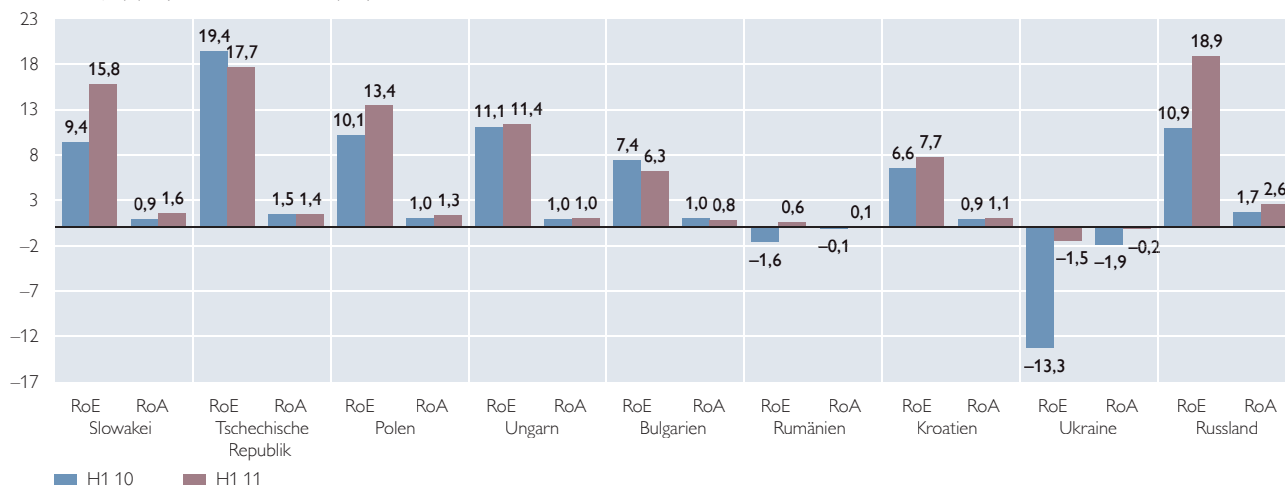
weiterhin auf hohem Niveau. Somit lag Mitte 2011 die Kapitaladäquanzquote in der Slowakei, Polen, Ungarn und Rumänien zwischen 12,7% und

14,2%, in der Tschechischen Republik, Russland und Bulgarien zwischen 16% und 17,7%. In der Ukraine betrug die Eigenkapitalausstattung 21,7%.

Grafik 14

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).