

Die Rückkehr zum Wachstum

Industrieländer: Wachstumsprognosen für USA und Japan positiv, für die Euro- Länder gemischt

In den *industrialisierten Ländern*, speziell in den USA und in Japan, wird die Wirtschaft laut IWF-Frühjahrsprognose im Jahr 2010 nach den starken Einbrüchen im Jahr 2009 wieder wachsen. Das Wachstum stützt sich unter anderem auf die kräftige Konjunktur in Asien und die Erholung des Welthandels (Prognose 2010: +7%). Im Vergleich zur IWF-Herbstprognose wurde das BIP-Wachstum 2010 für die USA um 1,6 Prozentpunkte und für den Euroraum um 0,6 Prozentpunkte nach oben revidiert.

In den *USA* stieg das reale BIP im ersten Quartal 2010 um 0,8% gegenüber dem Vorquartal (3,2% annualisiert) und lag um 2,5% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Die größten positiven Beiträge zum Quartalswachstum kamen vom privaten Konsum und dem Einsetzen eines Lageraufbaus. Positive Meldungen gab es zuletzt auch vom Markt für Wohnim-

mobilien: Der Case-Shiller-Preisindex für Einfamilienhäuser sank zwar im März 2010 im Vormonatsvergleich zum ersten Mal wieder nach acht Anstiegen in Folge, legte aber im Vorjahresvergleich erstmals seit Dezember 2006 wieder zu. Insgesamt bleibt der Immobilienmarkt jedoch mit Risiken behaftet (unter anderem Wertverluste bei Gewerbeimmobilien, Anstieg der Verschuldung der öffentlich-rechtlichen Hypothekeninstitute). Die Finanzmarktkrise hat zu einer fundamentalen Änderung des US-Arbeitsmarktes geführt. Obwohl die Arbeitslosigkeit im April 2010 mit 9,7% unter dem Höchststand von Oktober letzten Jahres (10,1%) lag, kämpft die USA, historisch einmalig, mit steigender Langzeitarbeitslosigkeit. Mittlerweile sind 44% der 15 Millionen US-Arbeitslosen länger als 27 Wochen beschäftigungslos. Zudem wird bis Ende 2011 mit keiner signifikanten Verbesserung am Arbeitsmarkt gerechnet. Der Anstieg des Verbraucherpreisindex im Vorjahresvergleich erreichte im Dezember 2009 2,7%, schwächte sich bis März 2010

Tabelle 1

Vergleichender Wirtschaftsausblick für Industrieländer laut IWF

	BIP (reale jährliche Änderung)						VPI (Änderung des Jahresdurchschnitts)						Leistungsbilanz			
	Apr. 10		Okt. 09		Apr. 10		Apr. 10		Okt. 09		Apr. 10		Apr. 10			
	2008	2009 ¹	2010 ¹	2009	2010 ¹	2011 ¹	2008	2009 ¹	2010 ¹	2009	2010 ¹	2011 ¹	2008	2009	2010 ¹	2011 ¹
	in %						in %						in % des BIP			
Industrieländer	0,5	-3,4	1,3	-3,2	2,3	2,4	3,4	0,1	1,1	0,1	1,5	1,4	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5
USA	0,4	-2,7	1,5	-2,4	3,1	2,6	3,8	-0,4	1,7	-0,3	2,1	1,7	-4,9	-2,9	-3,3	-3,4
Euroraum	0,6	-4,2	0,3	-4,1	1,0	1,5	3,3	0,3	0,8	0,3	1,1	1,3	-0,8	-0,4	0,0	0,1
Deutschland	1,2	-5,3	0,3	-5,0	1,2	1,7	2,8	0,1	0,2	0,1	0,9	1,0	6,7	4,8	5,5	5,6
Frankreich	0,3	-2,4	0,9	-2,2	1,5	1,8	3,2	0,3	1,1	0,1	1,2	1,5	-2,3	-1,5	-1,9	-1,8
Italien	-1,3	-5,1	0,2	-5,0	0,8	1,2	3,5	0,8	0,9	0,8	1,4	1,7	-3,4	-3,4	-2,8	-2,7
Österreich	2,0	-3,8	0,3	-3,6	1,3	1,7	3,2	0,5	1,0	0,4	1,3	1,5	3,5	1,4	1,8	1,7
UK	0,5	-4,4	0,9	-4,9	1,3	2,5	3,6	1,9	1,5	2,2	2,7	1,6	-1,5	-1,3	-1,7	-1,6
Japan	-1,2	-5,4	1,7	-5,2	1,9	2,0	1,4	-1,1	-0,8	-1,4	-1,4	-0,5	3,2	2,8	2,8	2,4

Quelle: IWF (World Economic Outlook), Oktober 2009 und April 2010.

¹ Prognose.

aber auf 2,3% ab. Die Kerninflationsrate lag im März 2010 bei 1,1% im Jahresabstand. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank (FOMC) ließ die Zielspanne für die Federal Funds Rate bei der Sitzung am 27./28. April 2010 unverändert bei nahe 0%. Zudem wurde die Formulierung beibehalten, dass das FOMC weiterhin erwartet, dass die Wirtschaftslage wahrscheinlich auf längere Zeit außergewöhnlich niedrige Niveaus des Leitzinssatzes rechtfertigt.

Im *Euroraum* wuchs das reale BIP im ersten Quartal 2010 um 0,2% gegenüber dem Vorquartal und lag um 0,6% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Die größten positiven Beiträge zum Quartalswachstum kamen von den Exporten und der Lageränderung. Im vierten Quartal 2009 war das reale BIP um 0,1% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Die jährliche HVPI-Inflationsrate stieg von 0,9% im Dezember 2009 auf 1,4% im März 2010. Ein wesentlicher Grund für den Anstieg sind die im Jahresvergleich deutlich teureren Energiepreise. Die Kerninflation (ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) entwickelte sich dementsprechend von 1,0% auf 0,9%. Der EZB-Rat beließ den Leitzinssatz Anfang April 2010 bei 1%. Bei dieser Sitzung wurden von der EZB auch die Regelungen betreffend die Sicherheiten für geliehenes Zentralbankgeld verlängert. Für Sicherheiten in Form griechischer Staatsschuldtitel wurde Anfang Mai das Mindest-Rating ausgesetzt.

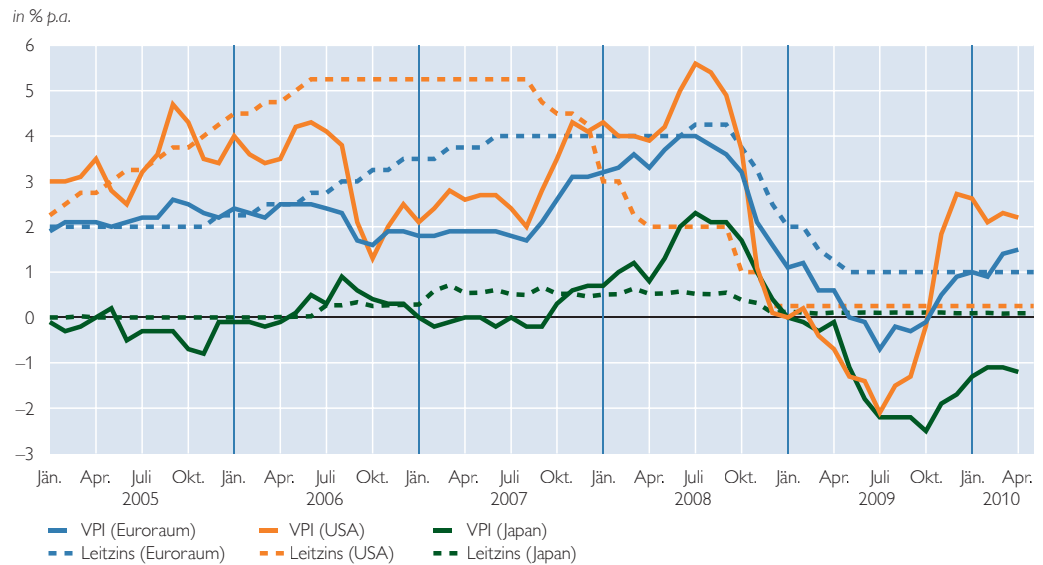
Die *japanische* Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 2010 wieder um 1,2% gegenüber dem Vorquartal (+4,2% gegenüber dem Vorjahresquartal). Das Wachstum war dabei zu etwa gleichen Teilen von den Nettoexporten, vor allem nach Asien, und der Inlandsnachfrage getragen. Im März 2010 lag die jährliche Inflationsrate bei -1,1%. Es wird erwartet, dass die Inflationsrate

erst im Jahr 2011 wieder in den positiven Bereich zurückkehrt. Die Bank of Japan änderte Ende April 2010 nichts an ihrer Nullzinspolitik. Damit hat Japan weiterhin das niedrigste Zinsniveau aller G-7-Staaten.

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 blieben die langfristigen Zinsen bis März 2010 im Vergleich zum Jahresbeginn relativ stabil. Allerdings sind die Unterschiede bei Staatsanleiherenditen im 10-jährigen Laufzeitsegment zwischen Deutschland und anderen Ländern des Euroraums wieder zum Teil stark gestiegen. Insbesondere die Risikoaufschläge für griechische Staatsanleihen erreichten Ende April 2010 mit über 700 Basispunkten Rekordwerte und zwangen Griechenlands Premier Papandreou, bei EU und IWF offiziell um Hilfe anzusuchen. Am 2. Mai 2010 wurde das Hilfsprogramm für Griechenland fixiert, es umfasst insgesamt 110 Mrd EUR und teilt sich in bilaterale Kredite durch die Staaten des Euroraums (80 Mrd EUR) und den IWF (30 Mrd EUR). Voraussetzung für die Hilfe ist ein hartes Sparprogramm des öffentlichen Haushalts in Griechenland. Auf den Finanzmärkten hielten jedoch Unsicherheiten über die Umsetzung der Sparziele trotz Rezession sowie über die mögliche Zuspitzung der Fiskalprobleme auch in anderen Ländern des Euroraums und damit gepaarte spekulative Transaktionen weiter an. Erst die am 9. Mai 2010 verlautbarten EU/IWF-Maßnahmen (Bereitstellung einer sofort verfügbaren Fazilität zur externen Stabilisierung über 60 Mrd EUR und Errichtung eines Kreditrahmens über 660 Mrd EUR, kofinanziert durch die EU

Grafik 1

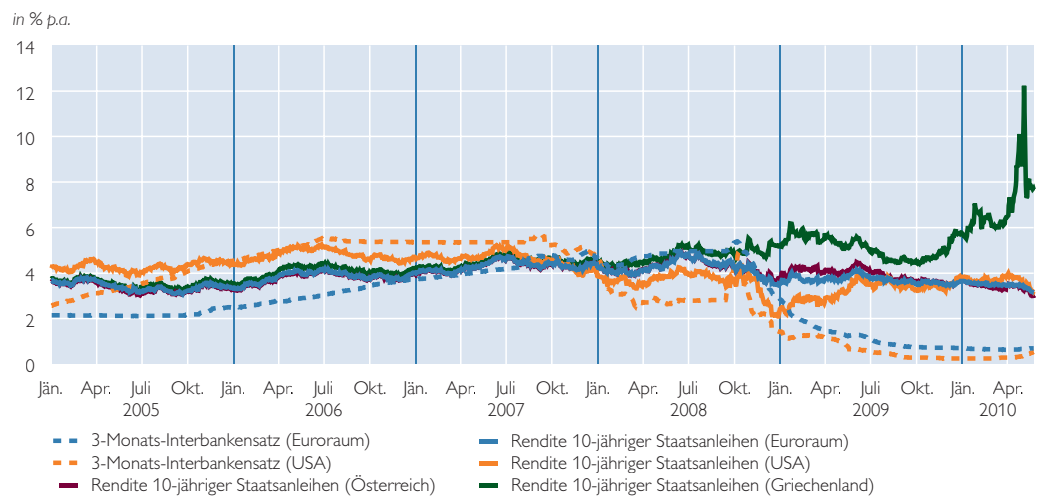
Euroraum, USA, Japan: Inflation und Leitzinssätze



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

Grafik 2

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



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

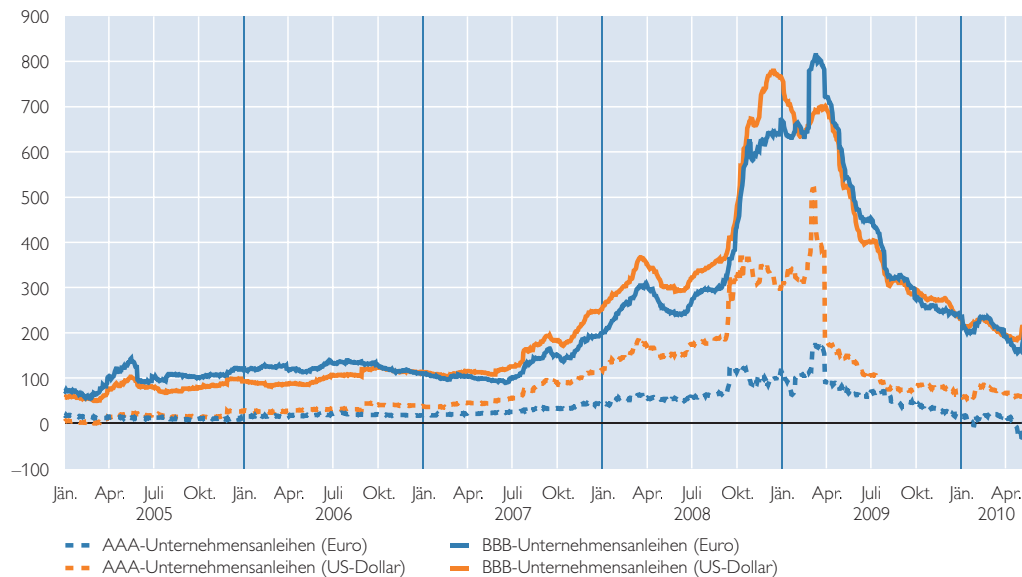
mit 440 Mrd EUR und dem IWF mit 220 Mrd EUR) und die ab 10. Mai 2010 folgenden Staatsanleihekäufe der Euroraum-Notenbanken stabilisierten die Staatsschuldtitelmärkte des Euroraums. Hinzu kam die Wiedererrichtung der EUR-USD-Swap-Linie zur Sicherung der USD-Liquidität des Bankensektors.

Die Renditeaufschläge bei *Unternehmensanleihen* in den USA und im Euroraum haben sich sowohl für AAA- als auch für BBB-Anleihen weiter normalisiert. Die weltweite Erholung auf den *Aktienmärkten* seit März 2009 hat sich nach einer Unterbrechung zu Beginn des Jahres 2010 weiter bis Ende April

Grafik 3

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

in Basispunkten

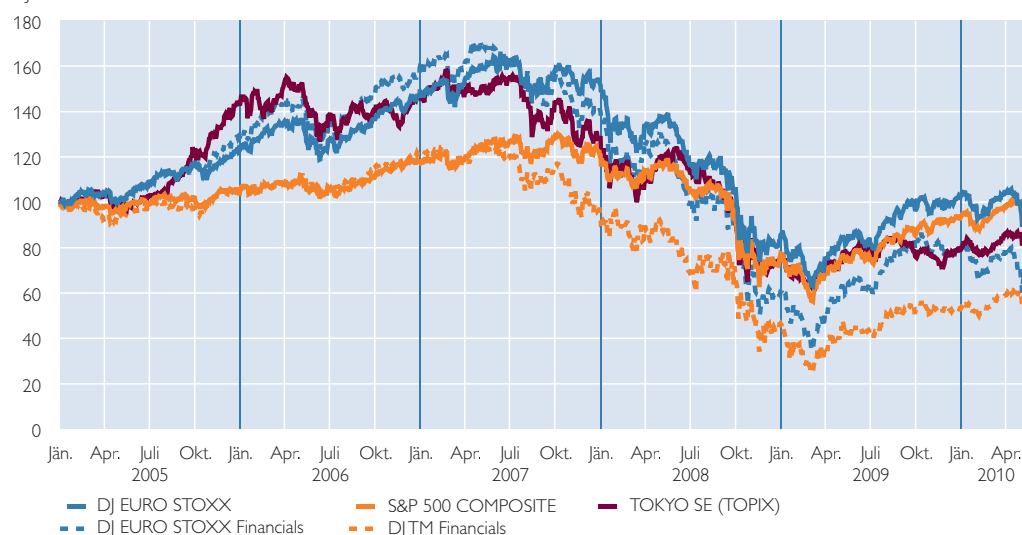


Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Grafik 4

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

1. Jänner 2005 = 100



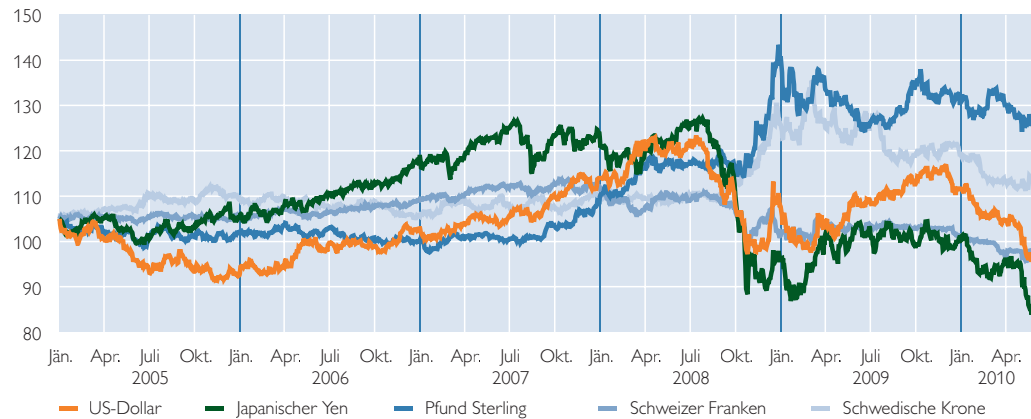
Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

fortgesetzt. Der Dow Jones schloss Anfang April 2010 erstmals seit dem Fall von Lehman Brothers wieder mit über 11.000 Punkten. Auch die Aktien-

märkte reagierten auf die Euroraum-Stabilisierungsmaßnahmen mit Kursanstiegen.

Industrialisierte Länder: Wechselkurse gegenüber dem Euro

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



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Anmerkung: Nationale Währung je Einheit Euro.

Auf den *Devisenmärkten* hat der Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen in den vergangenen Monaten trotz Zinsdifferenzials an Wert verloren – als Reaktion auf die höheren Wachstumsprognosen für die USA und Japan und die Staatsschuldenprobleme in einzelnen Ländern des Euroraums.

CESEE im Vergleich mit anderen aufholenden Volkswirtschaften (Emerging Markets)

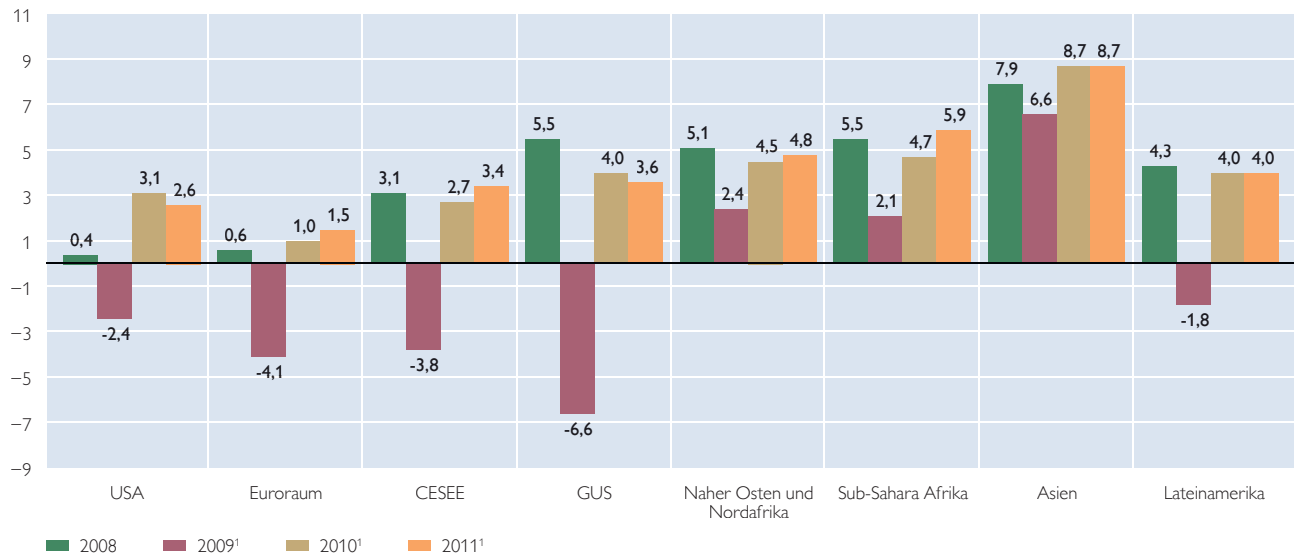
Nachdem die *Weltwirtschaft* von 2004 bis 2007 jährlich rund 5 % gewachsen war, wuchs sie 2008 nur noch um 3 % und schrumpfte im Jahr 2009 um etwa 0,5 %. Für die Jahre 2010 und 2011 erwartet der IWF in seiner Frühjahrsprognose ein Wachstum von jeweils knapp über 4 %. Wie schon seit Jahren werden die aufholenden Volkswirtschaften Asiens von allen Weltregionen (einschließlich der Industrieländer) den größten Beitrag zum globalen BIP-Wachstum erbringen. Im Jahr 2009 hatten sie trotz der BIP-Schrumpfung in Japan um 5,2 % nur eine relativ moderate Abschwächung des BIP-Wachstums hinzunehmen. Im Gegensatz dazu

schrumpfte das BIP in den drei Regionen Zentral-, Ost- und Südosteuropa (CESEE, hier ohne GUS), GUS und Lateinamerika. Diese Schrumpfung reflektierte aufgrund der sehr engen real- und finanzwirtschaftlichen Verflechtungen in besonderem Maße die Rezession im Euroraum bzw. in den USA sowie – in der GUS und Lateinamerika – auch den (rezessionsbedingten) Verfall der Rohstoffpreise. Parallel dazu gab es selbstverständlich innerhalb der einzelnen Wirtschaftsräume teils große Unterschiede. So verzeichnete zum Beispiel Polen, das ein Gewicht von mehr als 20 % im CESEE-Aggregat hat, ein positives Wachstum. In den Jahren 2010 und 2011 wird laut IWF die Wirtschaft in den Regionen CESEE und GUS wieder deutlich stärker als im Euroraum expandieren und der Konvergenzprozess der durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen wieder zunehmend in Gang kommen. Zugleich wird jedoch das Wachstum hinter jenem anderer Regionen in aufholenden Volkswirtschaften (insbesondere in Asien) zurückbleiben, die noch immer ein viel niedrigeres Ausgangsniveau des BIP pro

Grafik 6

Aufholende Volkswirtschaften und ausgewählte Industrieländer: BIP-Prognose

zu konstanten Preisen, jährliche Veränderung in %



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

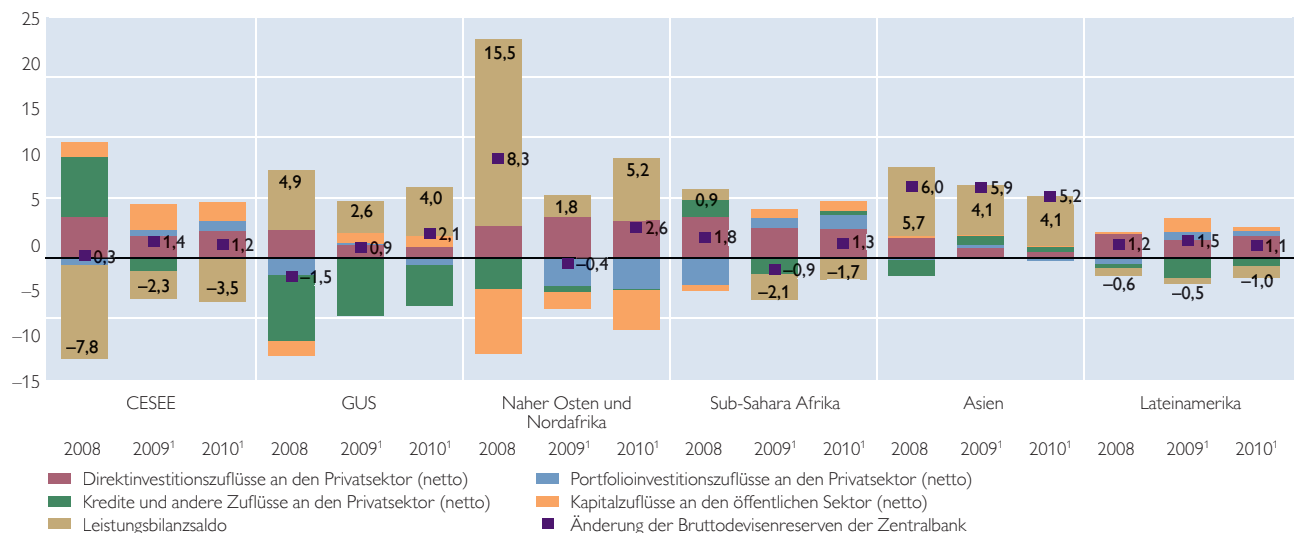
¹ Prognose.

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

Grafik 7

Aufholende Volkswirtschaften: Leistungsbilanzsalden und Nettokapitalzuflüsse

in % des BIP (zum Wechselkurs)



Quelle: IWF, OeNB.

¹ Prognose

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

Kopf aufweisen. Gegenüber der Herbstprognose 2009 setzte der IWF seine Prognose für das Jahr 2010 für alle aufholenden Volkswirtschaften um 1,3 Prozentpunkte hinauf, für CESEE um 1 und die GUS um 1,8 Prozentpunkte.

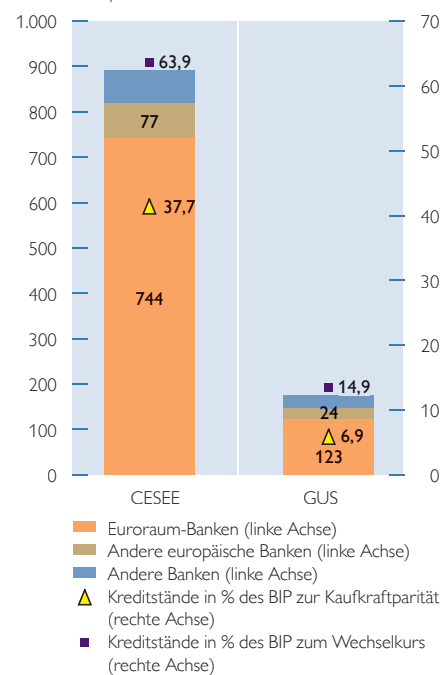
Im Jahr 2009 verringerten sich weltweit die *externen Ungleichgewichte*. Regionen aufholender Volkswirtschaften, die zuvor Leistungsbilanzüberschüsse gehabt hatten, konnten zwar weiterhin Überschüsse aufweisen (mit Ausnahme der Sub-Sahara-Region Afrikas), jedoch nur in einem zum Teil drastisch verringerten Ausmaß. Dahinter steht vor allem der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits der USA und – insbesondere für die GUS sowie den Nahen Osten und Nordafrika – der (rezessionsbedingte) Verfall der Rohstoffpreise. Auch für das Jahr 2010 wird für die aufholenden Volkswirtschaften Asiens ein niedrigerer Leistungsbilanzüberschuss als im Jahr 2008 erwartet, während das BIP-Wachstum stärker ausfallen dürfte – dies zeigt eine leichte Verschiebung zu einem stärker von der Binnennachfrage getragenen Wachstum. In CESEE verringerte sich 2009 das Leistungsbilanzdefizit weit stärker als der Nettozufluss an Direktinvestitionen, sodass Letzterer zum ersten Mal seit Jahren das Defizit fast zur Gänze abdeckte. Auch in der Sub-Sahara-Region Afrikas, die 2009 zum ersten Mal seit 2005 ein Leistungsbilanzdefizit aufwies, sowie in Lateinamerika, das nach etlichen Jahren des Überschusses 2008 und 2009 Defizite verzeichnete, deckten die Nettozuflüsse an Direktinvestitionen die Defizite. Nur aus der GUS dürften 2010 wie bereits in beiden Vorjahren Nettokapitalabflüsse des privaten Sektors erfolgen, allerdings nun wieder wie im Jahr 2008 in einem geringeren Ausmaß als der erwartete Leistungsbilanzüberschuss.

Die *grenzüberschreitenden Kreditforderungen an aufholende Volkswirtschaften der an die BIZ berichtenden Banken*, die überwiegend aus den Industrieländern stammen, waren von Ende September 2008 bis Ende 2009 gegenüber Banken in CESEE schwächer rückläufig als gegenüber Banken in Lateinamerika und Asien – trotz der (stärkeren) Rezession in CESEE und obwohl sie zuvor gegenüber CESEE stärker gestiegen waren. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Bankensektoren der meisten CESEE-Länder fast zur Gänze im Eigentum von an die BIZ berichtenden Banken (vor allem aus dem Euroraum) stehen und überdies die Kreditlinien

Grafik 8

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

in Mrd EUR,
Kreditstände per Ende Dezember 2009 in % des BIP 2009



Quelle: BIZ, IWF, OeNB.

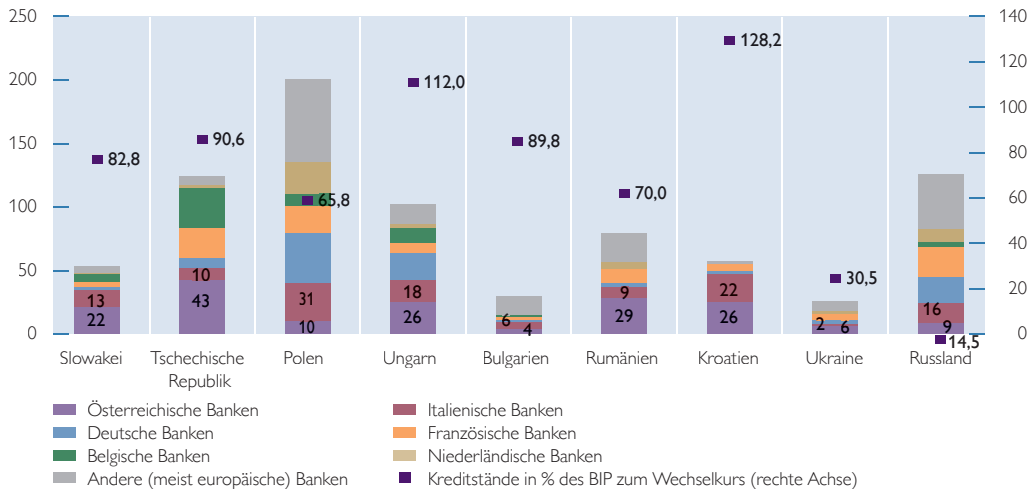
Anmerkung: CESEE exklusive der europäischen GUS-Länder. Näherungswert für Euroraum-Banken (inklusive dänischer und norwegischer, exklusive luxemburgischer Banken). Punkte: Kreditstände aller an die BIZ berichtenden Banken in % des BIP der empfangenden Region (rechte Achse).

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 Dezember 2009

in % des BIP 2009



Quelle: BIZ, IWF, OeNB.

Anmerkung: Österreichische Banken inkludieren nicht die UniCredit Bank Austria (wird zu Italien gerechnet); Punkte: Kreditstände aller an die BIZ berichtenden Banken in % des BIP (zum Wechselkurs) des empfangenden Landes (rechte Achse).

gegenüber den eigenen Tochterbanken in CESEE nahezu stabil gehalten wurden. Sowohl die Eigentumsstruktur des Bankensektors als auch die Geschäftspolitik der Konzernzentralen gegenüber den eigenen Tochterbanken unterscheiden sich damit von der Situation in Lateinamerika und Asien. Hingegen verringerten sich die Kreditforderungen gegenüber Banken in der GUS, die zuvor besonders markant gestiegen waren, stärker als gegenüber Banken in Lateinamerika und Asien. Letzteres dürfte auch die besonders tiefe Rezession und die speziellen Probleme einzelner gewichtiger Länder (Ukraine, Kasachstan) widerspiegeln. Erst im Laufe des vierten Quartals 2009 stiegen die Kreditforderungen gegenüber Banken in CESEE und – in noch stärkerem Ausmaß – gegenüber Banken in Lateinamerika und Asien wieder an. Gegenüber Banken in der GUS war weiterhin ein Rückgang zu verzeichnen.

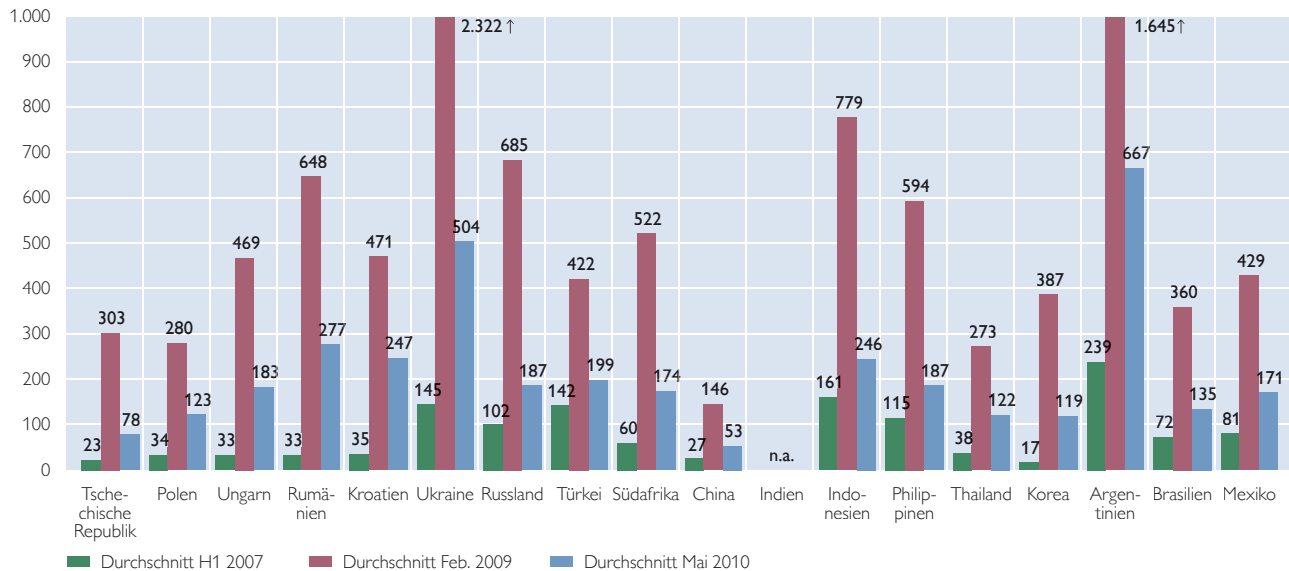
Aufgegliedert nach einzelnen CESEE-Ländern und Herkunftsländern der an

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 und in Südosteuropa griechische) Banken in einzelnen Ländern stärker vertreten sind.

Auf den *Finanzmärkten (Aktienmarkt, Auslandsanleihemarkt) für aufholende Volkswirtschaften* zeigten sich im ersten Quartal 2010 die globalen Rahmenbedingungen (niedriges Zinsniveau in den Industrieländern und Aussichten auf Wachstum sowie Währungsaufwertungen in den aufholenden Volkswirtschaften) und der Rückgang der Risikoaversion internationaler Investoren in einem starken Nettozufluss. Die seit 2001 kumulierten Nettozuflüsse haben inzwischen wieder das Vorkrisenniveau erreicht (Schuldtitel) oder deutlich überstiegen (Aktien). Bei Auslandsanleihen kam es trotz eines – wie schon im vierten Quartal 2009 – hohen Volumens an

Aufholende Volkswirtschaften: Spreads staatlicher Auslandsanleihen 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 Renditeabstande 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-Premie als Näherung.

Emissionen (von Staatsanleihen sowie vor allem in Lateinamerika auch von Unternehmensanleihen) im ersten Quartal zu höheren Veranlagungsertragen als bei Aktien von Unternehmen in Industrieländern und aufholenden Volkswirtschaften, da die Spreads weiter deutlich zurückgingen. Zunehmend dürfte auch in Schuldtitel aufholender Volkswirtschaften in nationaler Währung veranlagt werden, was den Druck zur Wiederaufwertung der Währungen verstärkt. Die Unsicherheiten auf dem internationalen Finanzmarkt aufgrund der Fiskalprobleme einzelner Länder des Euroraums haben sich nur temporär und in relativ geringem Ausmaß in der Entwicklung der Vermögenswerte aufholender Volkswirtschaften niedergeschlagen. Angesichts deutlicher Anzeichen erneuter mangelnder Differenzierung nach Risiko steigen allerdings die mittel-

fristigen Risiken von Blasenbildungen, uberhitzungen und Ungleichgewichten.

CESEE: Fortsetzung der Stabilisierung¹

Die Entwicklungen auf den Finanzmärkten in den CESEE-Ländern (hier einschließlich des europäischen Teils der GUS) waren großteils von einer einsetzenden Stabilisierung gekennzeichnet. Auch im Bankensektor war der Anstieg des Anteils notleidender Kredite im vierten Quartal 2009 in den meisten Ländern etwas geringer als in den Vorquartalen. Die Währungsmärkte, Staatsanleihemarkte in nationaler Währung und Kreditmärkte in CESEE waren auch im zweiten Halbjahr 2009 und im ersten Quartal 2010 primär noch vom graduellen Abklingen der finanz- und realwirtschaftlichen Auswirkungen der globalen Krise ge-

¹ Für eine detaillierte Darstellung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dieser Länder siehe den Beitrag „Recent Economic Developments“ in der OeNB-Publikation Focus on European Economic Integration Q2/10.

prägt. Die Refinanzierungsprobleme des griechischen Staates, die die Risikobereitschaft internationaler Investoren zumindest vorübergehend allgemein etwas gedämpft hatten, zeigten vergleichsweise geringe Auswirkungen auf die CESEE-Märkte.

Die bereits im zweiten Quartal 2009 im Großteil der Länder begonnene *realwirtschaftliche Stabilisierung* setzte sich auch im vierten Quartal 2009 und im ersten Quartal 2010 weiter fort. Gemessen an den saisonbereinigten realen Wachstumsraten des BIP im Quartalsabstand kam es in der Tschechischen Republik, der Slowakei und Polen im vierten Quartal 2009 jeweils zu einer weiteren Beschleunigung des Wachstums. Auch für Russland, das bereits im dritten Quartal 2009 ein kräftiges Wachstum im Quartalsabstand aufwies, impliziert die veröffentlichte Wachstumsrate für das Gesamtjahr eine Wachstumsbeschleunigung im vierten Quartal 2009. Eine ähnliche Dynamik wies Ungarn auf, wo sich der Wirtschaftsabschwung kontinuierlich verlangsamte und im vierten Quartal 2009 in ein Wachstum drehte. In Slowenien und Rumänien hatte es zwar im dritten Quartal 2009 ein positives Wirtschaftswachstum gegeben, danach schrumpfte das BIP jedoch in beiden Ländern wieder.

Auch wenn in einigen Ländern bereits ein Wachstum im Quartalsabstand eingesetzt hatte, lag das reale BIP im Vergleich zum Vorjahr im vierten Quartal in fast allen Ländern noch auf einem niedrigeren Niveau: um 2 % bis 4,5 % unter dem Vorjahresniveau in der Slowakei, der Tschechischen Republik, Ungarn, Kroatien und Russland, und

um 5 % bis 7,5 % tiefer in Bulgarien, Slowenien, Rumänien und der Ukraine. Polen stellte mit einem BIP-Anstieg von 3,6 % die einzige Ausnahme dar. Dazu trugen unter anderem das geringere Gewicht der Exporte relativ zur gesamten Nachfrage, die starke Währungsabwertung und die Fiskalpolitik bei. Polen wies im vierten Quartal 2009 erstmals seit Beginn der Krise wieder ein jährliches Wachstum der Anlageinvestitionen auf. Während der Krise verringerten sich die Lagerbestände in der Region, bedingt durch die schrumpfende Auslandsnachfrage sowie den Rückgang der Anlageinvestitionen und des privaten Konsums. Im vierten Quartal 2009 führte der Aufbau von Lagerbeständen im Vergleich zum Vorjahresquartal in Bulgarien und Kroatien sowie der verlangsamte Lagerabbau in der Ukraine erstmals wieder zu einem positiven Wachstumsbeitrag und bremste somit den jährlichen BIP-Rückgang. Über den hier behandelten Länderkreis hinweg betrachtet trugen die Nettoexporte im vierten Quartal 2009 wieder verstärkt positiv zur jährlichen BIP-Veränderung bei. Nur teilweise war diese Entwicklung durch einen stärkeren Rückgang der Importe im Vergleich zu den Exporten bedingt: In Polen, der Tschechischen Republik, Ungarn, Bulgarien, Rumänien und Russland sind die Exporte im vierten Quartal 2009 erstmals wieder im Jahresabstand gewachsen, bei fortwährend schrumpfenden Importen. Dies ging meist mit einer Verringerung des Defizits in der kombinierten Leistungs- und Kapitalbilanz² einher.

Die schon im ersten Halbjahr 2009 einsetzende Korrektur der teilweise ho-

² Gemäß den geltenden Zahlungsbilanz-Definitionen des IWF umfasst die „Kapitalbilanz“ nur wenige Transaktionen und zu diesen gehören vor allem solche, die zuvor in der Leistungsbilanz miteingefasst wurden (als Teil der Transferbilanz). Jene Transaktionen, die bisher unter dem Begriff „Kapitalbilanz“ erfasst wurden (wie z.B. Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, Kredite), gehören nunmehr zur sogenannten „Finanzierungsbilanz“ („financial account“).

hen Defizite in der kombinierten *Leistungs- und Kapitalbilanz in den Ländern Südosteuropas* zeigte sich auch in einem deutlich reduzierten Saldo im Gesamtjahr. So beliefen sich die Defizite 2009 in Bulgarien auf 6,3%, Rumänien 2,9% und Kroatien 4,1% des BIP. Im Fall Bulgariens entspricht dies einer Korrektur von über 15 Prozentpunkten des BIP im Vergleich zum Jahr 2008. Auch in den Ländern Zentraleuropas erfolgte eine Verringerung der (hier überwiegend aus den Gewinn- und Zinsüberweisungen an das Ausland resultierenden) Leistungsbilanzdefizite. In Ungarn, Polen und der Tschechischen Republik ergaben sich sogar moderate Leistungsbilanzüberschüsse. Besonders markant war die Entwicklung in Ungarn, wo es im Jahr 2009 zu einem Drehen des Saldos von einem Defizit von 6,1% des BIP zu einem Überschuss von 1,2% kam (bedingt durch die positive Entwicklung des Exportsektors in den letzten drei Quartalen im Quartalsabstand). Neben der ge-

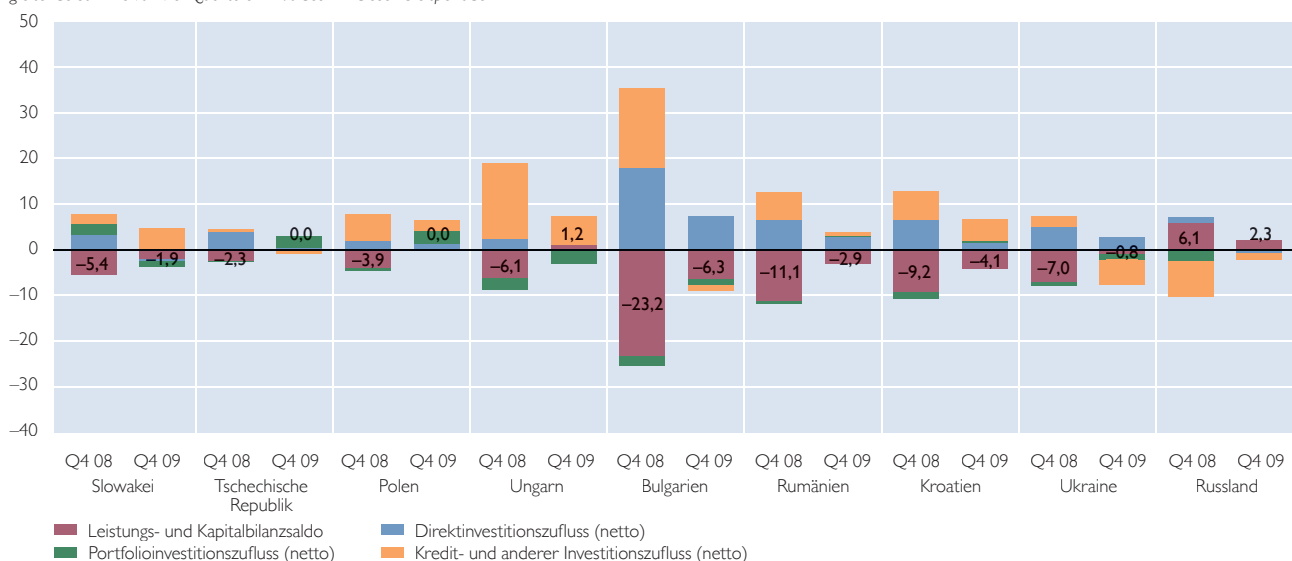
sunkenen Binnennachfrage trugen vor allem auch Währungsabwertungen im Fall jener Länder, die keine fixe Wechselkursanbindung verfolgen, zur Verringerung der Defizite bei, und zwar vor allem über die Importseite. Russland erzielte zwar immer noch einen Überschuss, allerdings ist dieser von 6,1% des BIP im Gesamtjahr 2008 auf 2,3% im Gesamtjahr 2009 geschrumpft. Ausschlaggebend hierfür war vor allem das Sinken des Erdölpreises. Dies reflektiert die immer noch deutliche Abhängigkeit der russischen Wirtschaft von der Entwicklung der Rohstoffpreise. In der Ukraine schrumpfte das Defizit von 7% des BIP im Gesamtjahr 2008 auf 0,8% im Gesamtjahr 2009, was neben der Währungsabwertung und dem Einbruch der Binnennachfrage auch mit der Erholung der Stahlpreise im Jahresverlauf erklärbar ist.

Die Überschüsse der *Finanzierungsbilanz* gingen im Gesamtjahr 2009 im Jahresvergleich in allen Ländern der Region zurück. Eine Ausnahme bildet

Grafik 11

Leistungs- und Kapitalbilanzsaldo und seine Finanzierung

gleitende Summe von vier Quartalen in % des BIP dieser Gleitperiode



Quelle: Eurostat, nationale Zentralbanken, OeNB.

hier Russland, wo sich das Defizit der Finanzierungsbilanz verringerte. Die starke Reduzierung der Kredit- und Investitionsabflüsse in Prozent des BIP waren hier ausschlaggebend. Im Gegensatz dazu reduzierten sich die Nettozuflüsse an Krediten und anderen Investitionen in den anderen Ländern stark. Im Gesamtjahr 2009 kam es in Bulgarien und der Tschechischen Republik sogar zu moderaten – und im Fall der Ukraine zu starken – Nettoabflüssen. Überdies sanken auch die Nettozuflüsse an direkten Auslandsinvestitionen in Prozent des BIP für alle Länder im Jahresabstand. Im Jahresverlauf betrachtet kam es mehrheitlich zu weiteren Verringerungen der Nettozuflüsse im dritten und vierten Quartal 2009. In der Slowakei, Ungarn und Russland führte dies sogar zu (moderaten) Nettoabflüssen im Gesamtjahr 2009.

Die Folgen der Rezession bzw. Wachstumsschwäche wirkten sich auf den *Fiskalsaldo* sowohl einnahmenseitig als auch ausgabenseitig negativ aus (Wirken der automatischen Stabilisatoren). In allen Ländern erhöhte sich das Niveau der öffentlichen Verschuldung im Jahr 2009. Zu einem besonders starken Anstieg gegenüber Ende 2008 kam es in der Ukraine, Rumänien und Slowenien, jedoch von einem relativ niedrigen Niveau ausgehend. Derzeit sind gegen 20 EU-Mitgliedstaaten Verfahren wegen übermäßigen Defizits in Kraft. Auch in den EU-Mitgliedstaaten in CESEE lagen die Haushaltsdefizite 2009 zwischen 3,9% und 8,3% des BIP und somit über der 3-Prozent-Grenze, obwohl die CESEE-Länder auf den Wirtschaftseinbruch nur sehr moderat mit Fiskalstimuli antworteten; einige Länder konsolidierten in der Krise sogar prozyklisch, um das Vertrauen der internationalen Anleger zu stabilisie-

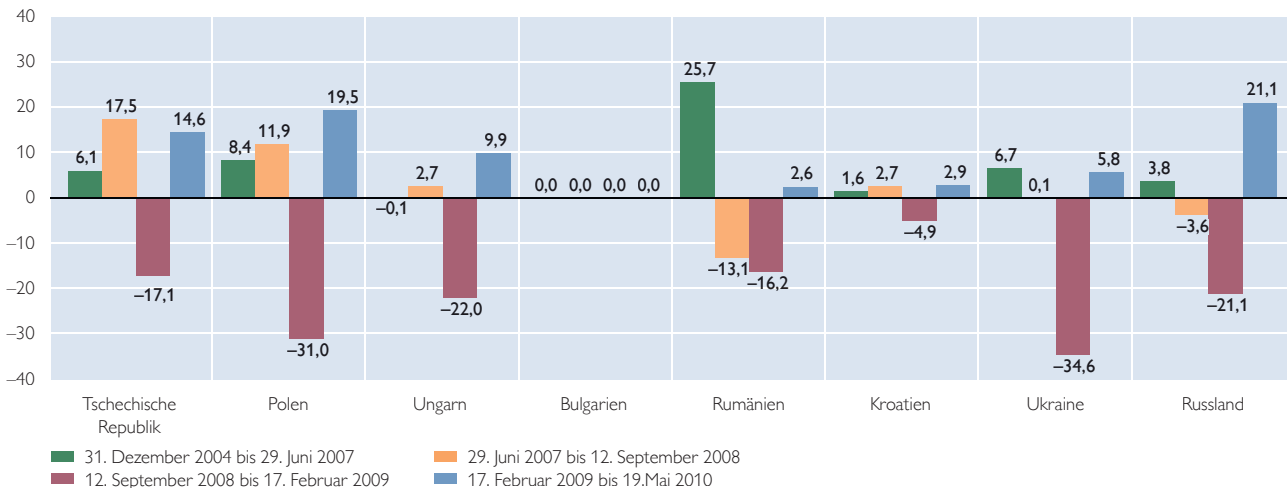
ren. Unter den Ländern Zentraleuropas lag das Haushaltsdefizit nur in Ungarn mit 4% des BIP relativ nahe am Maastricht-Grenzwert, wobei das Defizit durch das EU/IWF-Stabilisierungsprogramm zugleich ermöglicht und begrenzt wurde. Auch in Bulgarien und Russland, wo 2008 noch Überschüsse erwirtschaftet wurden, ergab sich 2009 ein Budgetdefizit von 3,9% bzw. 6,2% des BIP. In Russland wirkte sich neben anderen Faktoren vor allem die Erdölpreisentwicklung (im Vergleich zu 2008) negativ auf den Staatshaushalt aus.

In einigen Ländern ist die Budgetentwicklung für die weitere Auszahlung von Tranchen der EU/IWF-Hilfskredite ausschlaggebend. In der Ukraine konnte in diesem Zusammenhang Ende März 2010 ein wichtiger Schritt gesetzt werden und das Budget für den Staatshaushalt 2010 im Parlament beschlossen werden. Mit einem konsolidierten³ Haushaltsdefizit von 5,3% des BIP ist dieses mit der vom IWF vorgegebenen Obergrenze von 6% des BIP konform. Das Ende 2008 begonnene und inzwischen auf Eis gelegte Stabilisierungsprogramm sieht insgesamt die Zahlung von 12,8 Mrd EUR vor, wovon noch rund 4,5 Mrd EUR ausbezahlt werden können, wenn das Programm wieder aufgenommen wird. Gespräche darüber laufen derzeit zwischen dem Fonds und den ukrainischen Behörden. Auch in Rumänien wurde Ende März eine wichtige Grundlage für weitere Auszahlungen im Rahmen des EU/IWF-Stabilisierungsprogramms geschaffen. So wurde in Abstimmung mit dem IWF die rumänische Gesetzgebung betreffend die Erstellung und Vollziehung des öffentlichen Haushaltsbudgets novelliert (unter anderem dreijähriger Budgetrahmen, rechtliche

³ Der konsolidierte Haushalt schließt den staatlichen Gaskonzern Naftogaz mit ein.

Nationale Währungen und der Euro

Euro pro Einheit nationaler Währung, Veränderung in %



Quelle: Thomson Reuters, OeNB.

Erschwerung von Budgetrevisionen, Schaffung eines unabhängigen Überwachungsgremiums etc.). Im Zuge des noch bis März 2011 laufenden IWF Programms wurden bereits 9,4 Mrd EUR von insgesamt 13 Mrd EUR ausbezahlt. Die letzte EU-Tranche wird für das zweite Quartal 2011 erwartet, bisher wurden 2,5 Mrd EUR von insgesamt 5 Mrd EUR ausbezahlt.

Im ersten Quartal 2010 kam es im Großteil der hier betrachteten Länder wieder zu einem moderaten Anstieg der *Inflation* im Jahresabstand. In Ungarn, der Tschechischen Republik, Bulgarien, Rumänien und Slowenien trug vor allem die Energiekomponente des harmonisierten Verbraucherpreisindex zur ansteigenden Preisentwicklung bei. In Russland, der Ukraine und in Polen hielt die Disinflation weiter an, allerdings ausgehend von deutlich unterschiedlichen Ausgangsniveaus. In der Slowakei stagnierte das Preisniveau im zweiten Halbjahr 2009. Nachdem die Preise im Jänner und Februar 2010 in der Slowakei noch als einzigem hier betrachteten CESEE-Land sanken, stie-

gen diese im März 2010 im Vorjahresvergleich erstmals wieder leicht an.

Bei den *Währungen* der hier betrachteten Länder setzte sich die im März 2009 begonnene Stabilisierungsphase im Berichtszeitraum (bis Mai 2010) fort. Gegenüber den Tiefstständen von Februar 2009 werteten bis Mai 2010 vor allem der polnische Zloty (+19,5%), die tschechische Krone (+14,6%), der ungarische Forint (+9,9%) und der russische Rubel (+21,1%) gegenüber dem Euro stark auf. Um dem Aufwertungsdruck des polnischen Zloty entgegenzuwirken, intervenierte die polnische Notenbank im März 2010 zum ersten Mal seit 12 Jahren auf den Devisenmärkten. In Russland (Währungskorb 55% US-Dollar und 45% Euro) und der Ukraine (primäre Orientierung am US-Dollar) bewirkten Wertverluste des Euro gegenüber dem US-Dollar ceteris paribus Aufwertungen der nationalen Währung gegenüber dem Euro. Auch die russische Notenbank setzte dem Aufwertungsdruck des Rubels kürzlich wiederholt substantielle Fremdwährungskäufe entgegen

und senkte überdies die Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 8 %. Zu jeweils nur moderaten Aufwertungen kam es hingegen in Rumänien (+2,9 %) und Kroatien (+2,9 %). Trotz dieser Aufwertungen kam bisher nur die tschechische Krone wieder in die Nähe des Wechselkurses vor der Krise, dessen Niveau allerdings in manchen Ländern vermutlich eine überhöhte Bewertung der nationalen Währung bedeutet hatte.

Die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe in nationaler Währung war im ersten Quartal 2010 gegenüber dem vierten Quartal 2009 für den Großteil der Länder unverändert oder leicht niedriger, trotz der bereits seit Jahresbeginn bestehenden Turbulenzen um den griechischen Staatshaushalt und der entsprechenden deutlichen Ausweitung der Spreads auf griechische Staatsschulden. Im Gegensatz zu den restlichen Ländern der hier betrachteten Region stieg die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen in lokaler Währung in Rumänien und Bulgarien im ersten Quartal 2010 an – im Fall von Rumänien trotz schrittweisen Leitzinssatzsenkungen von 8 % Ende 2009 auf 7 % im März 2010. Die kurzfristigen Interbankenzinssätze waren im ersten Quartal 2010 gegenüber dem vierten Quartal 2009 für einen Großteil der Länder nahezu unverändert oder leicht niedriger. Diese Entwicklung ging in den meisten Ländern mit weiteren Rückgängen des Leitzinses einher. In Rumänien und Kroatien kam es sogar zu stärkeren Senkungen der Interbankenzinssätze in der Größenordnung von 3 bzw. 4 Prozentpunkten. Ende des ersten Quartals 2010 lag somit in der Slowakei, der Tschechischen Republik, Polen, Ungarn, Bulgarien und Rumänien eine ansteigende Zinskurve vor. In Rumänien kam es diesbezüglich zu einer Normalisierung, nachdem die kurzfristigen Zinsen im vierten Quartal 2009 noch über der

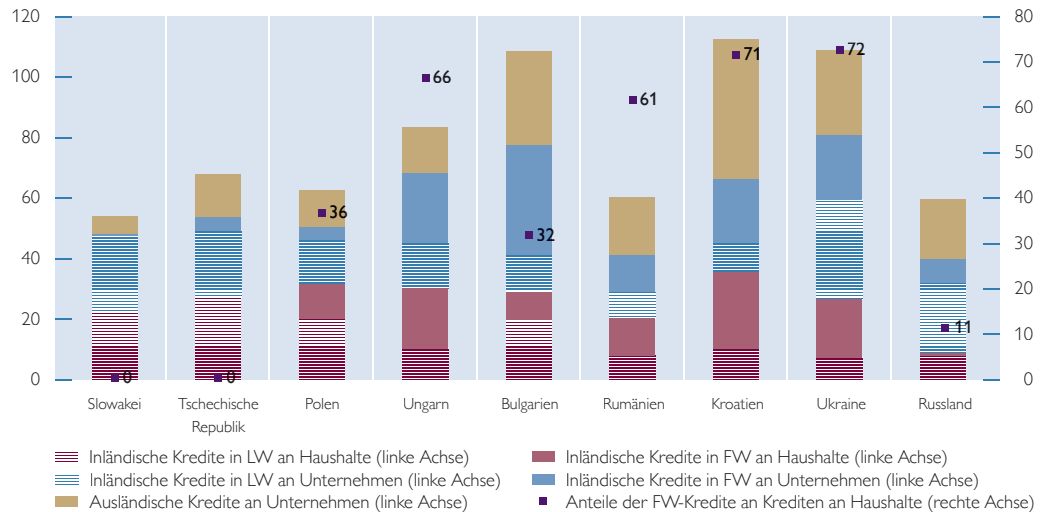
Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe gelegen waren.

Auf den *Kreditmärkten* war in fast allen hier betrachteten Ländern das wechsellkursbereinigte Wachstum der Kredite an die privaten Haushalte und Unternehmen im Jahresabstand Ende 2009 niedriger als zur Jahresmitte 2009. In der Slowakei, Ungarn, Rumänien, Ukraine und Russland war das ausstehende Kreditvolumen Ende 2009 sogar niedriger als Ende 2008 (negative wechsellkursbereinigte Jahresänderung). In der Slowakei, der Tschechischen Republik und Ungarn waren die ausstehenden Kredite an Unternehmen, in Kroatien, der Ukraine und Russland hingegen die Kredite an private Haushalte und in Rumänien die Kredite an beide Sektoren Ende 2009 niedriger als Ende 2008. Nur in Polen und in Bulgarien gab es in beiden Sektoren keinen Rückgang. Im Jänner 2010 kam es im Monatsabstand in den meisten Ländern (mit Ausnahme Bulgariens und der Ukraine) zu einem moderaten Kreditwachstum.

Der Anteil der *Fremdwährungskredite* an den *Kredit an private Haushalte* war in Ungarn, Rumänien, Kroatien und der Ukraine Ende 2009 mit 61 % bis 72 % weiterhin sehr hoch, in Rumänien und Kroatien sowie auch in Bulgarien (allerdings bei niedrigerem Niveau von 32 %) stieg er im Berichtszeitraum weiter an. Hingegen ist der Anteil der Fremdwährungskredite an private Haushalte in der Tschechischen Republik und in der Slowakei, aber auch in Russland äußerst gering. Das Verhältnis zwischen inländischen Krediten (in Fremd- und Lokalwährung) an private Haushalte und an Unternehmen (inklusive ausländischer Kredite) ist in den Ländern Zentraleuropas relativ ausgewogen. In den Ländern Südosteuropas hingegen war das Volumen der ausstehenden Kredite an Unternehmen unge-

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

Kreditstände per Ende 2009, in % des BIP von 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).

fähr doppelt so hoch wie das an private Haushalte. In Russland waren Ende 2009 sogar mehr als fünfmal so viele Kredite an den Unternehmenssektor wie an private Haushalte vergeben.

Ende 2009 überstieg das ausstehende inländische Kreditvolumen jenes der inländischen Einlagen (gemessen an den gesamten Aktiva) in besonders starkem Ausmaß in der Ukraine, gefolgt von Bulgarien, Ungarn und dann Rumänien sowie Russland. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten des Bankensektors in diesen Ländern (mit Ausnahme Russlands) dienen primär zur Finanzierung dieses inländischen Kreditüberhangs. Ein Teil dieser Nettoauslandsverbindlichkeiten besteht gegenüber ausländischen Mutterbanken. Für diese Länder stellt sich das Mobilisieren inländischer Einlagen weiterhin als vordringliche Aufgabe. Auf der anderen Seite überstiegen in der Slowakei und in der Tschechischen Republik die inländischen Einlagen die Kredite – und die Banken-

sektoren hielten Nettoauslandsforderungen.

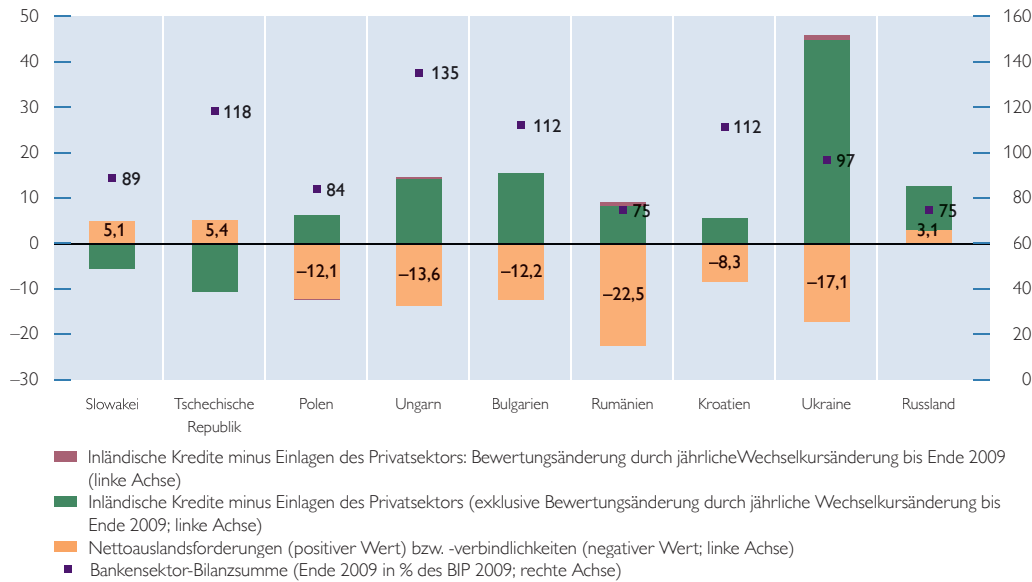
Die Auswirkungen der Rezession und die noch andauernde Wachstumsschwäche erhöhten weiterhin das Kreditrisiko im Bankensektor. Für den Großteil der hier behandelten Länder verlangsamte sich im vierten Quartal 2009 allerdings das Wachstum des Anteils der notleidenden Kredite im Quartalsabstand. Ausnahme ist hier Kroatien, wo sich dieses Wachstum beschleunigte. Trotz der einsetzenden Stabilisierung war der Anteil der notleidenden Kredite Ende 2009 in allen Ländern höher als Ende 2008. In Rumänien stiegen die notleidenden Kredite mit rund 10 Prozentpunkten besonders stark an. Auch in der Ukraine erhöhte sich die Anzahl notleidender Kredite im ersten Halbjahr 2009 massiv (aktuellere Daten liegen nicht vor).

Zugleich war die Profitabilität der Bankensektoren 2009 im Jahresvergleich – mit Ausnahme der Tschechischen Re-

Grafik 14

Bankensektor: Lücke zwischen Krediten und Einlagen und Nettoauslandsverbindlichkeiten

in % der Bilanzsumme des Bankensektors Ende 2009



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

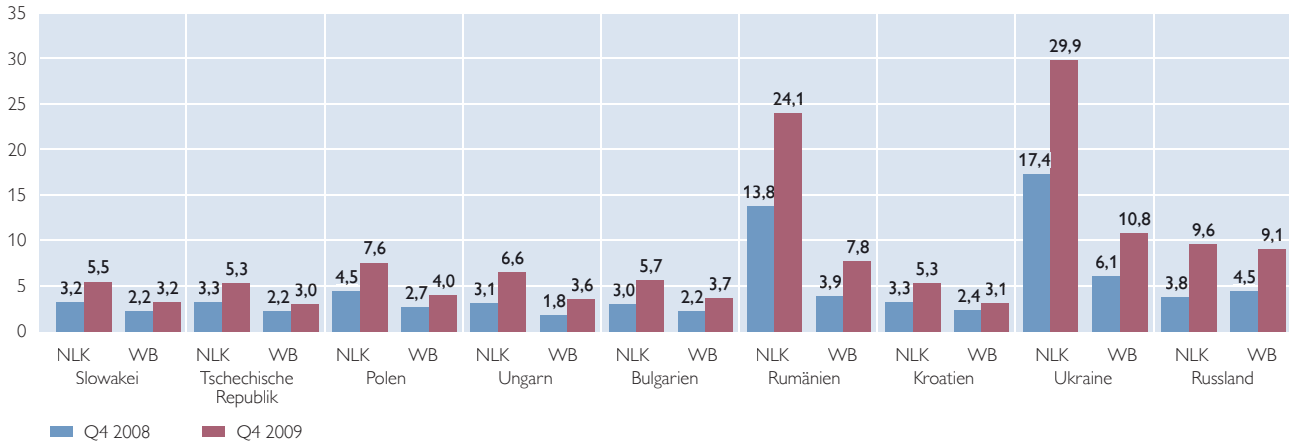
publik – in allen Ländern rückläufig. Während die Gewinne in allen Ländern mehr oder weniger stark zurückgingen, kam es in der Ukraine sogar zu beachtlichen Verlusten. Die stark gestiegenen Wertberichtigungen infolge der erhöhten notleidenden Kredite zeichnen hierfür verantwortlich. Allerdings war die *Eigenkapitalausstattung* (Kapitaladäquanz) in beinahe der gesamten Region Ende 2009 höher als Ende 2008. Besonders stark war der Anstieg in Russland, der Ukraine und Bulgarien. Dies war eine Folge sowohl der Rekapitalisierungsmaßnahmen durch den Staat bzw. die Mutterbanken als auch des schwachen bzw. negativen Kreditwachstums. Somit lag Ende 2009 die Kapitaladäquanzquote zwischen rund 13% (Slowakei, Tschechische Republik, Polen und Ungarn) und 20% (Russland und Ukraine).

Die weitere Entwicklung auf den Finanzmärkten in den CESEE-Ländern bleibt mit einer Reihe von *Risiken* behaftet. Zum einen dämpft die rezente Entwicklung rund um die Fiskalsituation in einigen entwickelten Volkswirtschaften die internationale Risikobereitschaft. Zum anderen ist die wirtschaftliche Erholung der behandelten Länder eng an eine nachhaltige Erholung des Euroraums geknüpft, der den bedeutendsten Absatzmarkt darstellt. Die fiskalische Situation ist – wie in den meisten Ländern der EU – für viele CESEE-Länder angespannt und wird in naher bis mittlerer Zukunft zu (anhaltendem) Konsolidierungsbedarf führen. Länderspezifische Risiken im Zusammenhang mit den politischen Entscheidungsprozessen und bevorstehenden Wahlen stellen ein weiteres Risikopotenzial dar.

Grafik 15

Bankensektor: Kreditqualität

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



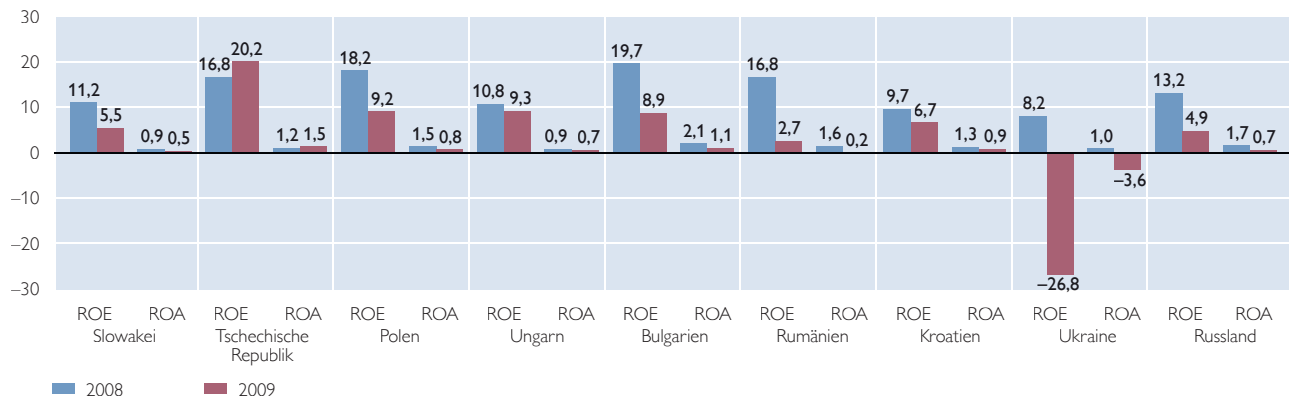
Quelle: IWF, nationale Zentralbanken, OeNB.

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: Q2 2009 statt Q4 2009.

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 auf Basis der Jahresgewinne nach Steuern, mit Ausnahme Russlands (auf Basis Vor-Steuer-Gewinne).