

# Verbesserte Konjunkturerwartungen im Euroraum

## Anhaltender Inflationsdruck durch Energiepreise

Andreas Breitenfellner,  
Gerhard Fenz,  
Thomas Reiningger

Die kontinuierlich wachsende Weltwirtschaft zeigt erste Anzeichen einer möglichen Verschiebung der Auftriebskräfte. Während sich die Konjunktur in den USA und China in einem reifen Stadium befindet, gewinnt sie in Europa und Japan allmählich an Dynamik.

Das Wirtschaftswachstum der US-amerikanischen Wirtschaft wurde durch die Wirbelstürme im vergangenen Herbst zumindest vorübergehend gedämpft. Die Verbraucherpreisinflation beschleunigte sich energiepreisbedingt, während die Kerninflation abflachte. Die US-Notenbank setzte ihren Kurs geldpolitischer Straffung fort; erste Anzeichen einer Abkühlung sind bereits auf dem Immobilienmarkt ersichtlich. Die japanische Wirtschaft ist weiterhin auf Wachstumskurs, was die Einstellung der ungewöhnlich expansiven Geldpolitik ermöglicht. Auch die anderen asiatischen Volkswirtschaften – insbesondere jene Chinas – expandieren mit unvermindert hohem Tempo. Das Wachstum stützt sich dabei nicht mehr ausschließlich auf Exporte und (exportgetriebene) Investitionen, sondern zunehmend auch auf den privaten Konsum und Investitionen im Wohnbau.

Trotz kürzlich verringerter Konjunkturdynamik im Euroraum lassen Vorlaufindikatoren und Prognosen auf ein künftiges Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in der Nähe des Potenzials schließen. Die Erdölpreissteigerungen dürften insbesondere den Außenbeitrag und den privaten Konsum beeinträchtigt haben; der Wachstumsbeitrag der Investitionen war, wie bereits in den beiden Vorquartalen, positiv. Die Energiepreisentwicklung ist auch Hauptursache für das anhaltend gehobene Niveau der Inflationsrate. Die Europäische Zentralbank reagierte auf mittelfristige Risiken für die Preisstabilität mit zwei Zinssatzerhöhungen im Dezember 2005 und März 2006 um insgesamt 50 Basispunkte. An den grundsätzlich günstigen Unternehmensbedingungen für Exporte und Investitionen hat sich dadurch nichts geändert. Infolge steigender Einkommen und Beschäftigung wird mit einem Anziehen der Konsumnachfrage gerechnet.

Die Wirtschaften der meisten zentraleuropäischen neuen EU-Mitgliedstaaten sowie südosteuropäischen Beitritts- bzw. Kandidatenländer wuchsen im dritten Quartal 2005 kräftig. Insgesamt festigt sich für 2005 das Bild eines dynamischen, wenngleich nicht uniformen Wachstums, ein Trend, der sich in den Folgejahren noch verstärken sollte. Gleichzeitig gerät der Aufwärtsdruck auf die Preise, insbesondere in den neuen Mitgliedstaaten, zusehends unter Kontrolle. Das ist auch eine der wichtigsten Voraussetzungen für die in den kommenden Jahren geplante Übernahme des Euro in diesen Ländern.

In Österreich gewann das Wirtschaftswachstum im Lauf des Jahres 2005 nach einer deutlichen, aber nur temporären Abschwächung um den Jahreswechsel 2004/05 wieder an Schwung. Das zuvor stark exportgetriebene Wachstum wird nun zunehmend auch von der Inlandsnachfrage getragen. Die Unternehmen haben bereits im zweiten Halbjahr 2005 ihre Investitionstätigkeit merklich ausgedehnt, die Erholung des privaten Konsums findet hingegen etwas zögerlicher statt. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in Österreich wird sich laut aktuellem OeNB-Konjunkturindikator im ersten und zweiten Quartal 2006 auf jeweils 0,8% (saisonbereinigt, im Vergleich zum Vorquartal) beschleunigen. Der Preisauftrieb hat trotz hoher Energiepreise deutlich nachgelassen und stützt die reale Kaufkraft der privaten Haushalte. Die Arbeitslosenquote bleibt trotz steigender Beschäftigung erhöht.

### 1 Weltwirtschaft wächst weiterhin robust

#### 1.1 USA: dynamische Konjunktur nach kurzfristiger Wachstumsschwäche

Das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der US-amerikanischen Wirtschaft verlangsamte sich im vierten Quartal 2005 auf 1,6% (annualisiert), nach einem Wachstum von 4,1% im Vorquartal. Das war das schwächste Quartalswachstum seit drei Jahren. Die konjunkturelle Expansion im Gesamtjahr 2005 belief sich auf

3,5%. Die Wachstumsschwäche gegen Jahresende ist vor allem auf die Folgen der Wirbelstürme im Herbst zurückzuführen. Für die Verlangsamung waren insbesondere der deutlich schwächere Anstieg der Konsumausgaben (+1,2%) – und hier vor allem der Rückgang der Autoverkäufe – sowie die niedrigeren Staatsausgaben und der als Folge starker Importzuwächse gestiegene negative Außenhandelsbeitrag verantwortlich. Der Wachstumspfad der US-amerikanischen Wirt-

schaft dürfte nur für kurze Zeit unterbrochen worden sein. Das signalisieren unter anderem die gute Stimmung in den Unternehmen, die günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt und der vom *Conference Board* ermittelte, jüngst kräftig erhöhte Index der vorauseilenden Indikatoren. Die Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) erwartet für die Jahre 2006 und 2007 reale BIP-Wachstumsraten von 3,5% bzw. 3,3%; die Februar-Prognosen von *Consensus Forecasts* liegen nur knapp darunter.

Der Aufschwung auf dem US-amerikanischen Arbeitsmarkt hat sich zu Beginn des Jahres 2006 beschleunigt. Im Februar lag die Anzahl der neu geschaffenen Stellen außerhalb der Landwirtschaft bei 243.000 und die Arbeitslosenquote bei 4,8%. Die Arbeitsproduktivität ging im vierten Quartal 2005 erstmals seit dem ersten Quartal 2001 um 0,5% zurück. Im Gesamtjahr 2005 unterschied sich das Produktivitätswachstum in US-amerikanischen Unternehmen deutlich von den ungewöhnlich hohen Werten der letzten drei Jahre und reduzierte sich auf 2,7%. Das entspricht aber noch immer den durchschnittlichen Wachstumsraten zwischen 1995 und 2001, dem vermeintlichen Höhepunkt der *New Economy*. Die Lohnstückkosten stiegen im Gesamtjahr 2005 um 2,4% – so stark wie zuletzt im Jahr 2000.

Der Verbraucherpreisindex (VPI) erhöhte sich im Jänner 2006 im Vorjahresvergleich um 4,0% und damit wieder stärker als in den beiden Vormonaten (3,4% bzw. 3,5%). Hauptverantwortlich dafür waren die Energiepreise, die um 24,7% zulegten und 1,8 Prozentpunkte zum VPI-Anstieg beitrugen. Die Kerninflationsrate (Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex – HVPI ohne Energie und

unbearbeitete Nahrungsmittel) hingegen ließ im Jänner 2006 im Vorjahresvergleich auf 2,1% nach. Noch im Februar 2005 erreichte diese einen Höchstwert von 2,4%, nach einem Ende 2003 gemessenen 38-jährigen Tief von 1,1%. Die Kernrate signalisiert, dass von den hohen Energiepreisen derzeit keine Zweitrundeneffekte ausgehen. *Consensus Forecasts* prognostiziert für 2006 und 2007 Inflationsraten von 2,9% bzw. 2,3%.

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank (*Federal Open Market Committee – FOMC*) erhöhte am 28. März 2006 den Zielsatz für die *Federal Funds Rate* um 25 Basispunkte – zum fünfzehnten Mal seit Mitte 2004 – auf 4,75%. Damit erreichte der Zielsatz den höchsten Stand seit Mai 2001. In der schriftlichen Begründung zur Zinsentscheidung wies die US-Notenbank darauf hin, dass die Kerninflation in den vergangenen Monaten relativ niedrig und die längerfristigen Inflationserwartungen begrenzt waren. Sie erwähnte auch die zunehmende Kapazitätsauslastung als Quelle möglicher zukünftiger Inflationsgefahren, sodass weitere Leitzinsanhebungen nicht auszuschließen sind.

Risiken für die US-amerikanische Wirtschaft stellen die hohen Energiepreise und die Ungleichgewichte in der US-amerikanischen Wirtschaft dar. Mit Ungleichgewichten sind die hohen Defizite in der Außenwirtschaft und im Staatshaushalt gemeint. Zwar wurde im Fiskaljahr 2005 ein Budgetdefizitrückgang auf 2,6% des BIP ausgewiesen; dieser beruht jedoch auf dem Einmaleffekt höherer Steuereinnahmen im Ausmaß von 100 Mrd USD. Als Ungleichgewichte gelten auch die Überschuldung der Konsumenten sowie deren niedrige Sparneigung. Allerdings dürfte der begonnene Abbau der Überhitzungserscheinun-

gen auf dem Immobilienmarkt (rückläufige Hauskäufe bei steigendem Verkaufsangebot an Objekten) die künftige Sparneigung erhöhen und die Konsumausgaben drosseln. Nicht zuletzt bremsen die steigenden Zinsen die Aufnahme zusätzlicher Hypothekarkredite und deren Verwendung für den laufenden Konsum.

### 1.2 Japan: geldpolitischer Kurswechsel nach Deflation

Mit einem realen BIP-Wachstum von 2,7% erzielte Japan im Gesamtjahr 2005 die höchste Expansionsrate seit dem Jahr 2000. Als Wachstumsmotor fungierte in den ersten drei Quartalen 2005 die Inlandsnachfrage. Im vierten Quartal trugen auch die gestiegenen Exporte, gestützt durch einen schwachen Wechselkurs des japanischen Yen, sowie einer starken Nachfrage aus den USA und China, zum deutlichen Wachstumsschub von 1,3% gegenüber dem Vorquartal bei; der private Verbrauch sowie die Investitionen in Ausrüstungen und Anlagen legten ebenso zu. Die Importe hingegen sanken erstmals seit zehn Quartalen.

Die wirtschaftliche Erholung beflügelt nach etlichen Jahren auch den Arbeitsmarkt. Die Anzahl der Vollzeitbeschäftigten nahm zu und die durchschnittlichen Monatslöhne stiegen. Zuletzt belief sich die Arbeitslosenquote im Jänner 2006 auf 4,5% – geringfügig über dem Sieben-Jahres-Tief vom Juni 2005. Umfragen und Wirtschaftsindikatoren, wie Unternehmens- und Verbraucherstimmung, Unternehmensgewinne oder Kreditwachstum, deuten auf eine günstige Konjunkturlage.

Die fiskalische Konsolidierung hat vor dem Hintergrund eines verstärkten demographischen Drucks einer alternden Gesellschaft Priorität. Für das Fiskaljahr 2006, das am 1. April

2006 beginnt, wurden zwar höhere Steuereinnahmen budgetiert und ein Sparkurs verordnet, doch mit der Verschuldungsquote von über 150% des BIP wird Japan weiter Spitzenreiter unter den Industriestaaten bleiben.

Fünf Jahre lang versuchte die *Bank of Japan (BoJ)* über quantitative Maßnahmen mit Zinsen nahe bei null die Deflation zu beseitigen. Die dafür relevante Kerninflationsrate (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel, inkl. Energie) blieb zwar auch im Gesamtjahr 2005 – dem siebenten Jahr in Folge – negativ (–0,1%), begann jedoch im November leicht zu steigen und beschleunigte sich im Jänner 2006 auf 0,5%. Im März kündigte die BoJ an, ihre expansive Politik der Überliquidität auslaufen zu lassen. Der neue Rahmen zur Durchführung der Geldpolitik zielt auf die Erhaltung der mittel- bis langfristigen Preisstabilität ab, die mit einem Anstieg der Verbraucherpreise von jährlich 0% bis 2% – als Richtgröße – vereinbar ist. Dieser sachte Richtungswechsel steht im Einklang mit Japans Regierung, der OECD und dem Internationalen Währungsfonds (IWF), die vor einer zu raschen Wende warnen. Sie sehen derzeit noch hohe Risiken eines erneuten Rückfalls in eine Deflation, die mit hohen Kosten verbunden wäre. Zudem könnte eine rasche Erhöhung der Zinsen die Erreichung fiskalischer Ziele gefährden.

### 1.3 China: BIP-Revision hebt Wirtschaft weltweit auf Rang vier

China hat bei der Revision seiner BIP-Daten für den Zeitraum 1993 bis 2004 das jährliche reale BIP-Wachstum um 0,5 Prozentpunkte auf durchschnittlich 9,9% nach oben revidiert. Die Revision ließ China im Jahr 2004 zur weltweit viertgrößten Wirtschaftsna-tion im nominellen Vergleich – hinter

den USA, Japan, Deutschland und vor dem Vereinigten Königreich – vorrücken. Davor wurde erstmals eine umfassende Erhebung der gesamten Wirtschaftsdaten für das Jahr 2004 durchgeführt. Demnach war das nominelle BIP um knapp 17% größer gewesen als bislang ausgewiesen. Im neuen Fünf-Jahres-Plan wird der rasch wachsende Dienstleistungssektor zugunsten eines breit abgestützten Wachstums stärker berücksichtigt. Das für 2005 kommunizierte BIP-Wachstum von neuerlich 9,9% sichert das hohe Expansionstempo aufgrund der robusten Nachfrage aus den Industriestaaten.

## 2 Euroraum: optimistische Konjunkturerwartung

### 2.1 Verhaltenes BIP-Wachstum im vierten Quartal 2005

Gemäß ersten Schätzungen betrug das BIP-Wachstum im vierten Quartal 2005 gegenüber dem Vorquartal 0,3%, nach 0,7% und 0,4% in den entsprechenden Vorperioden. Ungeachtet dieser Volatilität ist in den Jahreswachstumsraten ein stetiger Wachstumstrend festzustellen. Gegenüber dem Vorjahresquartal hat die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2005 um 1,7% zugenommen.

Zwei wirtschaftlich gewichtige Länder scheinen die jüngste Konjunkturentwicklung des Euroraums in unterschiedlicher Richtung zu beeinflussen. Deutschland nähert sich nach langjähriger Wachstumsschwäche seit Mitte des Jahres 2005 wieder an die durchschnittliche BIP-Veränderungsrate des Währungsraums an. Neben Außennachfrage und verbesserter Wettbewerbsfähigkeit bei den Arbeitskosten spielte das zurückgewonnene, positive Geschäftsklima nach umfassenden Strukturreformen eine wichtige Rolle. Hingegen fiel Italiens Wachstumsbeitrag 2005 vollkommen

aus. Das Land hat mit einer ungünstigen Produktspezialisierung in arbeitsintensive Güter mit preiselastischer Nachfrage, wie Bekleidung oder Lederwaren, zu kämpfen. Mit steigenden Lohnstückkosten, aufgrund stagnierender Produktivität, ist die italienische Wirtschaft dem scharfem Wettbewerbsdruck aus (asiatischen) Billiglohnländern kaum gewachsen.

Abgesehen von der Vorratshaltung wurde der BIP-Zuwachs im vierten Quartal 2005 ausschließlich von den Investitionen gespeist, die mit 0,8% etwas geringer wuchsen als im Vorquartal. Die verhältnismäßig geringe Beeinträchtigung durch den Erdölpreisanstieg erklärt sich einerseits durch das gleichzeitige Nachfragewachstum nach energieintensiven Gütern sowie Energiespartechnik und alternativen Energiesystemen; der Euroraum profitiert überdurchschnittlich vom Nachfrageschub aus Erdöl produzierenden Ländern. Andererseits hat die langjährige Lohnmoderation die Wettbewerbsfähigkeit verbessert.

Die monatlich ermittelten Exportauftragseingänge im Februar 2005 sowie die nominellen Exporte im Dezember 2005 bestätigten einen Aufwärtstrend der Euroraum-Exporte, dank robuster Nachfragemärkte. Der Außenbeitrag zum BIP-Wachstum war dennoch mit -0,1% negativ, da die Importe erdölpreisbedingt mehr zulegten als die Exporte.

Die Industrieproduktion stieg im Dezember 2005 im Jahresvergleich um 2,5%. Ausgedrückt in durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten drei Monate hat sich das Wachstum der Industrieproduktion gegen Jahresende beschleunigt. Ebenso hat sich der von der Europäischen Kommission erhobene Vorlaufindikator für das Industrievertrauen seit Mai 2005 lau-

fend verbessert. Die Kapazitätsauslastung der Industrie stieg im ersten Quartal 2006 leicht, blieb aber weiterhin unter ihrem langjährigen Durchschnitt.

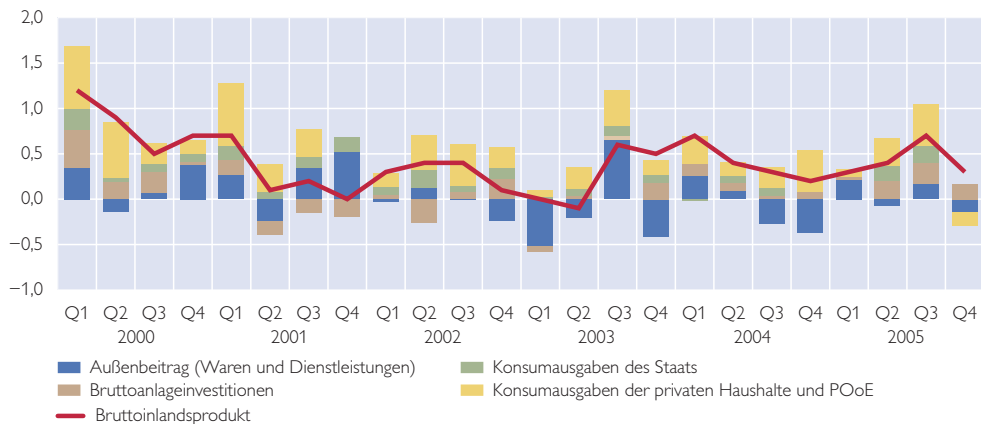
Der Konsum der privaten Haushalte leistet vorderhand keinen stabilen Beitrag zum Wachstum. Zwar ging im vierten Quartal 2005 der Privatkonsum um 0,2% zurück; in Jahreswachstumsraten bedeutet das jedoch noch immer ein Wachstum um 0,8%. Zu den konsumdämpfenden Faktoren zählen Energiepreisanstieg, Arbeitsmarktsituation sowie die Unsicherheit bezüglich der Reformen der Gesundheits- und Pensionssysteme. Fragen wirft

dahingehend auch die Entwicklung der Vermögensposition und Hypothekendarlehenaufnahme durch eine mögliche Abkühlung der Immobilienkonjunktur auf. Dennoch zeigt der von der Europäischen Kommission ermittelte Indikator für das Konsumentenvertrauen seit Mitte 2005 einen leichten Aufwärtstrend. Die Stimmung im Einzelhandel ist mittlerweile über dem langjährigen Durchschnitt. Im Jänner 2006 stiegen die Verkaufsvolumina um 0,8% gegenüber dem Vormonat. Keinen Wachstumsbeitrag leistete im vierten Quartal 2005 der staatliche Konsum.

Grafik 1

**Wachstumsbeitrag der Komponenten des realen BIP im Euroraum gegenüber dem Vorquartal**

in Prozentpunkten; Quartalsdaten



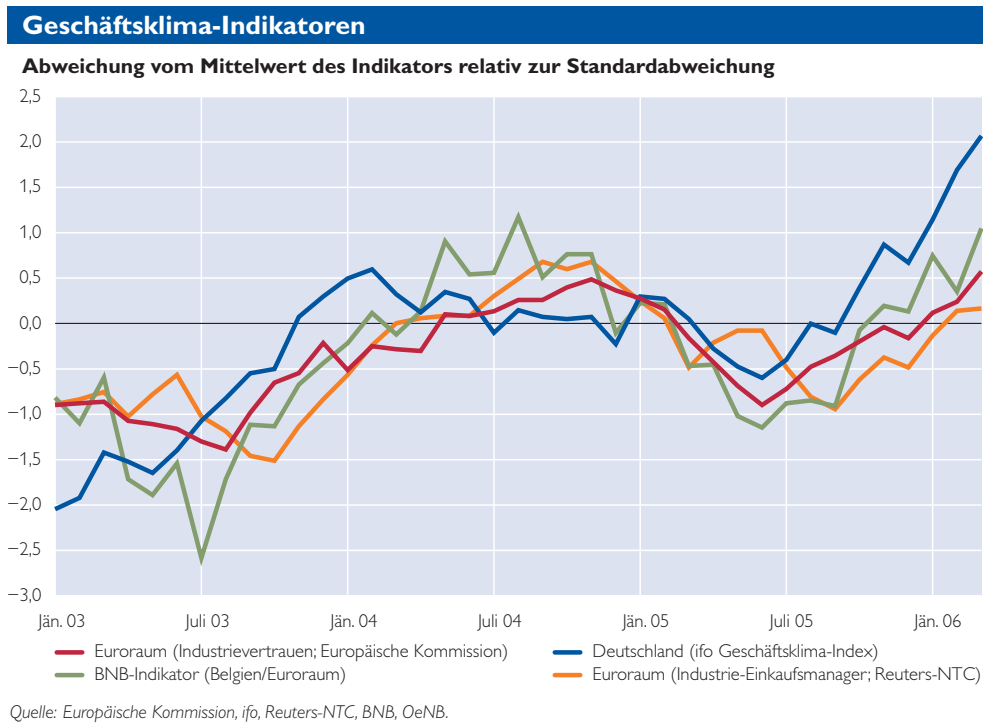
Quelle: Eurostat.

**2.2 Aufwärtstrend bei Vorlaufindikatoren und Wirtschaftsprognosen**

Die Vorlaufindikatoren für das Wirtschaftswachstum haben sich seit Mai 2005 nach oben entwickelt und deuten damit auf eine wirtschaftliche Erholung hin. Der *Economic Sentiment Indicator* der Europäischen Kommission erreichte im Jänner 2006 den höchsten Stand seit Mitte 2001. Der ifo Geschäftsklima-Index für die gewerbli-

che Wirtschaft Deutschlands ist im Februar 2006 erneut gestiegen und hat nun den höchsten Wert seit den frühen Neunzigerjahren erreicht. Das Konjunkturbarometer der Belgischen Nationalbank stieg im Februar deutlich; vor allem das Industrie- und Handelsvertrauen verbesserte sich. Der geglättete Trend des Indikators weist weiter auf eine Erholung hin. Auch der Einkaufsmanagerindex für die

Grafik 2



Industrie lässt trotz leichtem Rückgang im Jänner 2006 nach wie vor eine Verbesserung der Industrieproduktion erwarten.

Die leicht nach oben revidierte, kurzfristige Wirtschaftsprognose der Europäischen Kommission erwartet für die ersten drei Quartale 2006 BIP-Wachstumsraten zwischen 0,4% und 0,9% gegenüber dem jeweiligen Vorquartal.

Auf der Basis der bis zum 7. Februar 2006 verfügbaren Informationen erstellten die Wirtschaftsexperten der Europäischen Zentralbank (EZB) Projektionen über die makroökonomischen Entwicklungen des Euroraums in den nächsten zwei Jahren. Ausgehend von einem relativ konstant angenommenen Niveau des Erdölpreises, des Euro-Wechselkurses sowie des globalen Wachstums wird ein Wirtschaftswachstum zwischen 1,7% und 2,5% für 2006 und zwischen 1,5%

und 2,5% für 2007 prognostiziert. Positiv auf die Exportnachfrage wirkt demnach das günstige externe Umfeld. Die Investitionstätigkeit soll von vorzüglichen Finanzierungsbedingungen, guter Gewinnlage der Unternehmen und ergiebigen Nachfrageaussichten profitieren. Der Privatkonsum soll parallel mit den real verfügbaren Einkommen und Beschäftigungsfortschritten, wenn auch beeinträchtigt durch Energiepreisanstieg und Steuererhöhungen, wachsen. Im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems von Dezember 2005 sieht die EZB das BIP-Wachstum auf einem leicht höheren Niveau – gestützt durch kräftigere Investitionen. Die Risiken der Projektionen sind nach unten gerichtet und betreffen eine mögliche Aufwertung des Euro, einen weiteren Anstieg des Erdölpreises und höhere langfristige Zinsen.

### 2.3 Kontinuierliche Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums betrug im Jänner 2006 8,4%, was einer geschätzten Anzahl von 12,1 Millionen arbeitslosen Menschen gleichkommt. Ein Jahr zuvor lag die Arbeitslosenquote noch bei 8,9%. Aktuelle Prognosen zufolge soll der günstige Trend anhalten. Der Anteil der offenen Stellen an der gesamten Erwerbsbevölkerung im Euroraum ist im ersten Quartal 2006 zwar etwas zurückgegangen, blieb allerdings auf relativ hohem Niveau. Parallel dazu dehnt sich die Beschäftigung langsam aus, im dritten Quartal 2005 gingen um 0,6% mehr Personen einer Erwerbstätigkeit nach als ein Jahr zuvor.

### 2.4 Inflation weiterhin von Energiepreisen geprägt

Der Rohölpreis bleibt auf hohem Niveau. Der Preis für ein Barrel der Marke Brent betrug am 15. März 2006 63,36 USD, unterhalb des Allzeit-Höchststands von 67,18 USD im August 2005. Zu den vielfältigen Ursachen für den Höhenflug des Erdölpreises zählen, neben dem grundsätzlichen Nachfragetrend aus den boomenden Wirtschaften (China und USA), Angebotsschocks bzw. Nachrichten, die solche Engpässe befürchten lassen. Der Konflikt aufgrund des Atomprogramms des Iran – dem viertgrößten Erdölproduzenten der Erde – löst immer wieder Spekulationen in diese Richtung aus. Zuletzt haben unruhebedingte Lieferausfälle aus Nigeria dem Erdölpreis wieder Aufwind gegeben. Davor waren es die Stürme im Atlantik und am Golf von Mexiko, temporäre Produktions- und Transportausfälle im Irak, Terroranschläge auf saudi-arabische Raffinerien oder Streiks in Ecuador. Die OPEC-Länder extrahieren

schon jetzt Mengen über der geltenden Quotenvereinbarung. Bis Ende 2006 sollen die Förderkapazitäten der OPEC-Länder um 10% auf 33 Mio Barrel pro Tag ausgebaut werden; bis 2010 auf bis zu 39 Mio Barrel. Andererseits lässt das Produktionswachstum der Nicht-OPEC-Länder stark nach.

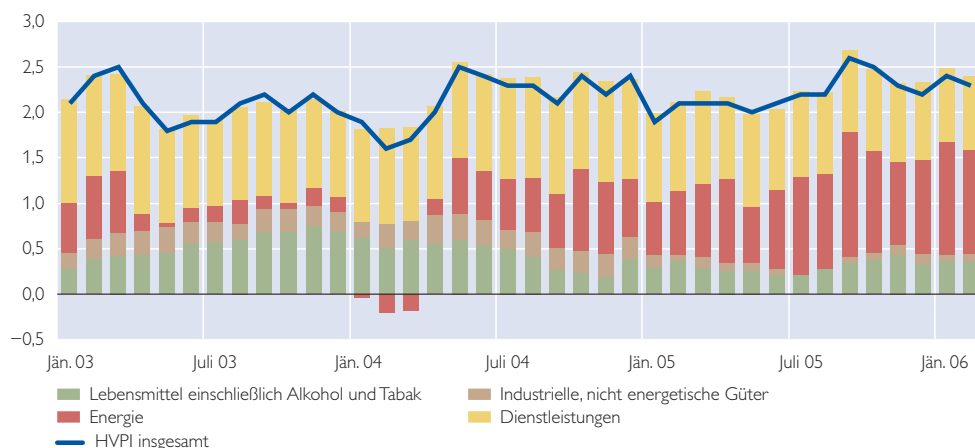
Die HVPI-Inflationsrate betrug im Februar 2,3%, nach 2,4% im Jänner 2006. Die Energiekomponente blieb, wie schon in den Vormonaten, die bestimmende Einflussgröße des Preisauftriebs. Zugelegt hat im Jänner auch die Komponente Verkehr, ebenfalls im Zusammenhang mit dem Erdölpreisanstieg. Ein halber Prozentpunkt der HVPI-Inflationsrate stammt von Treibstoffen; auf Heizöl, Gas und Fernheizung verteilt sich ebenfalls ein halber Prozentpunkt. Daneben werden hohe Preissteigerungen bei Wohnungen und in geringerem Ausmaß bei Genussmitteln und Bildungsausgaben registriert. Sinkende Preise sind bei Kommunikation und Bekleidung zu beobachten. Die Kerninflation fiel im Jänner 2006 abermals auf 1,3% zurück, nach 1,4% und 1,5% im Dezember bzw. November des Vorjahres. Dahinter steckt ein relativ schwacher Preisauftrieb für industrielle, nicht energetische Güter. Die niedrige Kerninflation ist unter anderem auf die moderaten Lohnabschlüsse und die Zunahme des Wettbewerbs in einigen Gütergruppen zurückzuführen.

Die HVPI-Inflationsrate wird von den EZB-Wirtschaftsexperten zwischen 1,9% und 2,5% im Jahr 2006 und zwischen 1,6% und 2,8% für 2007 projiziert. Da kein weiterer gravierender Anstieg des Erdölpreises angenommen wird, geht der Anteil der Energiekomponente im HVPI zwar zurück, bleibt allerdings auf hohem Niveau. Die Inflationsrate wird sich im Jahr 2007 aufgrund der prognostizierten

Grafik 3

**Komponenten des HVPI: Beiträge zur Inflation**

in Prozentpunkten; Monatsdaten



Quelle: Eurostat.

Steigerung bei administrierten Preisen und indirekten Steuern nicht verringern. Ein Großteil davon ist durch die Erhöhung der Mehrwertsteuer in Deutschland begründet.

Die Löhne werden im Einklang mit der wirtschaftlichen Erholung ebenfalls wieder zu steigen beginnen. Das Wachstum der Lohnstückkosten wird dadurch, nach den sehr moderaten Werten der letzten Jahre, wieder auf sein Durchschnittsniveau aufschließen. Die Gewinnspannen dürften eher geringere Zuwächse verzeichnen, nicht zuletzt deshalb, weil die höheren administrierten Preise und indirekten Steuern nicht vollständig an die Konsumenten weitergegeben werden können. Bei den Inflationsprojektionen überwiegen die Aufwärtsrisiken. Diese bestehen hauptsächlich aus einem höheren Erdölpreis, weiteren Anhebungen administrierter Preise und indirekter Steuern sowie kräftigeren Lohnzuwächsen.

### 2.5 Anhaltend hohes Geldmengenwachstum, dynamisches Kreditwachstum

Der Drei-Monats-Durchschnitt des Wachstums der Geldmenge M3 zeigte von Mitte 2004 bis zum dritten Quartal 2005 einen Aufwärtstrend. Obwohl sich dieser Trend seither umgekehrt hat, war das M3-Wachstum im Jänner 2006 nach wie vor auf hohem Niveau (7,5%). Die starke monetäre Dynamik ist auf eine anhaltend hohe Nachfrage nach relativ liquiden Mitteln, wie täglich fällige Einlagen oder sonstige kurzfristige Einlagen, zurückzuführen. Neben dem Transaktionsmotiv der Geldhaltung dürfte die Entwicklung der allgemeinen Zinsstruktur (geringere Opportunitätskosten liquider Veranlagungen) ebenfalls die Geldmengenexpansion antreiben. Die starke Nachfrage nach Bargeld kann unter anderem durch die gestiegene ausländische Nachfrage nach Euro-Banknoten erklärt werden. Ein weiterer wichtiger monetärer Expansionsfaktor ist das dynamische Wachstum der Kredite an die privaten Haushalte sowie an nichtfinanzielle Kapitalgesell-



schaften. Das Kreditwachstum wird durch das niedrige Zinsniveau sowie den Trend zu gelockerten Kreditvergabebedingungen der Banken begünstigt. Insbesondere die Nachfrage nach Krediten für Wohnbauzwecke zeigte sich dynamisch, vor allem in jenen Ländern des Euroraums, in denen es zu einem starken Preisauftrieb auf den Immobilienmärkten gekommen ist.

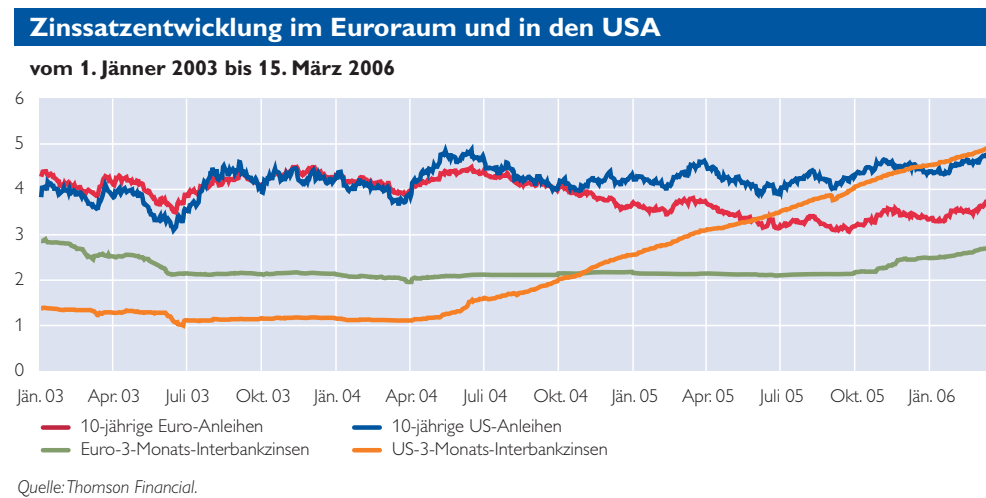
**2.6 Trend zu steigenden Zinsen, Wechselkurs des Euro erholt sich**

Der EZB-Rat beschloss am 1. Dezember 2005 sowie am 2. März 2006 Leitzinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte auf zuletzt 2,5%. Davor waren die Leitzinssätze seit Juni 2003 konstant gehalten worden. Die bis Okto-

ber 2005 relativ flache Zinsstruktur auf dem Geldmarkt ist seither steiler geworden und hat sich nach oben verschoben. Dies reflektiert die beiden Leitzinsanhebungen sowie Erwartungen eines weiteren moderaten Leitzinsanstiegs in den kommenden Quartalen.

Seit 28. März 2006 beträgt der Leitzinssatz der US-Notenbank 4,75%. Die Zinsen auf dem Geldmarkt erhöhten sich weitgehend parallel zu den seit Juni 2004 15-mal angehobenen Leitzinsen. Offensichtlich wurde der Kurs stetiger geldpolitischer Straffung von den Märkten gut antizipiert. Bereits Anfang März 2006 signalisierten die Geldmarktsätze in den USA Erwartungen weiterer Leitzinsanhebungen in den kommenden sechs Monaten.

Grafik 4



Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den USA sind seit dem dritten Quartal 2005 um rund 30 bzw. 40 Basispunkte gestiegen, wobei der Anstieg hauptsächlich auf höhere Realzinsen (gemessen an Renditen inflationsindexierter Staatsanleihen) zurückzuführen ist. Die Inflationsrisikoprämien blieben dagegen weitgehend konstant. Im Euroraum hat sich die Realzinsstrukturkurve seit dem dritten Quartal

2005 gemeinsam mit der Entwicklung auf dem Geldmarkt deutlich verflacht, da sich die realen Renditen bei inflationsgeschützten Anleihen mit dreijähriger Restlaufzeit um knapp über 50 Basispunkte erhöhten, während der Anstieg bei der zehnjährigen Laufzeit geringer ausfiel. Die langfristigen Zinsen sind im historischen Vergleich nach wie vor eher niedrig, vor allem in den USA, wo die Zinsstruktur mittlerweile invertiert ist. Seit Ende 2004

hat sich ein substanzielles Zinsdifferenzial zwischen dem Euroraum und den USA sowohl im langfristigen als auch im kurzfristigen Bereich herausgebildet, das sich jedoch in den letzten Monaten nicht weiter ausdehnte.

Im Vergleich zum Kursniveau von Mitte 2005 gab der Euro in der zweiten Jahreshälfte gegenüber dem US-Dollar weiter nach und erreichte im November 2005 ein Niveau von rund 1,18 USD/EUR, dem niedrigsten Stand seit November 2003. In der Folge erholte sich der Kurs wieder etwas auf gegenwärtig 1,20 USD/EUR (29. März 2006). Die Entwicklung des USD/EUR-Wechselkurses korrelierte in den letzten Monaten relativ eng mit dem Zinsdifferenzial zwischen den beiden Wirtschaftsräumen, das wesentlich durch die jeweilige Geldpolitik mitbestimmt wurde. Auch das Defizit in der US-amerikanischen Leistungsbilanz wird nach wie vor auf den Märkten als Risikofaktor gesehen, der den US-Dollar in der Zukunft belasten könnte. Der japanische Yen verlor trotz sich verstärkender Erwartungen einer baldigen Beendigung der Nullzinspolitik der BoJ, einer dynamischen Konjunkturerholung sowie der Reform des chinesischen Wechselkursregimes noch stärker gegenüber dem US-Dollar und wertete dadurch auch gegenüber dem Euro etwas ab. Der JPY/EUR-Wechselkurs liegt derzeit nahe seiner historischen Höchststände. Die im Sommer 2005 angekündigte Reform des chinesischen Wechselkursregimes in Richtung einer gesteigerten Flexibilität hat bislang eine moderate Aufwertung des Renminbi Yuan gegenüber dem US-Dollar von rund 3% mit sich gebracht. Die Aufwertung gegenüber dem Euro in diesem Zeitraum betrug ebenfalls rund 3%.

### **3 Wirtschaftliche Entwicklungen in Zentral- und Südosteuropa**

#### **3.1 Aufholprozess setzt sich fort**

Das durchschnittliche Wachstum in den neuen EU-Mitgliedstaaten Polen, der Slowakischen Republik, Slowenien, der Tschechischen Republik sowie Ungarn nahm mit 4,3% im dritten Quartal 2005 im Vergleich zu den 3,5% im ersten Halbjahr 2005 deutlich zu. Der Zuwachs war am stärksten in Polen sowie in der Slowakischen Republik. Die Tschechische Republik und Slowenien verzeichneten hingegen eine etwas geringere Dynamik. Laut vorläufigen Wachstumszahlen für das vierte Quartal 2005 hat sich die positive Entwicklung in Polen und insbesondere in der Slowakischen Republik sowie in der Tschechischen Republik fortgesetzt. Der Gesamtjahresvergleich zeigt jedoch, dass das BIP 2005 voraussichtlich in Polen, Slowenien und Ungarn etwas schwächer, in der Slowakischen Republik sowie der Tschechischen Republik deutlich stärker als im Jahr 2004 gewachsen sein dürfte.

In den Beitrittsstaaten Bulgarien und Rumänien kam es zu einer deutlichen Abschwächung des Wachstums im dritten Quartal 2005 von jeweils etwa 1,5 Prozentpunkten. Zieht man das Gesamtjahr 2004 als Referenz heran, so stellt sich die konjunkturelle Abkühlung im Fall von Rumänien besonders deutlich dar. Dort hat sich das Wachstum in den ersten neun Monaten 2005 von 8,6% im Jahr 2004 auf 4,6% fast halbiert. In beiden Ländern ist der Wachstumsrückgang im Wesentlichen auf eine starke Abnahme der Agrarproduktion (Überschwemmungen, Unwetter) und auch der Textilproduktion zurückzuführen. Das Kandidatenland Kroatien startete rela-

Tabelle 1

Reales BIP-Wachstum in Zentral- und Osteuropa								
Jährliche Wachstumsrate des realen BIP in %								
	2004	2005 <sup>1</sup>	Q3 04	Q4 04	Q1 05	Q2 05	Q3 05	Q4 05 <sup>1</sup>
Polen	5,3	3,2	4,8	3,9	2,1	2,8	3,7	4,2
Slowakische Republik	5,5	6,0	5,3	5,8	5,1	5,1	6,2	7,6
Slowenien	4,2	3,9	4,7	3,8	2,7	5,5	3,6	3,7
Tschechische Republik	4,4	6,2	4,9	5,0	5,0	5,2	4,9	6,9
Ungarn	4,6	4,1	4,3	4,5	3,2	4,5	4,5	4,3
Bulgarien	5,6	x	5,8	6,2	6,0	6,4	4,6	x
Rumänien	8,6	x	11,6	8,3	6,6	4,4	3,5	x
Kroatien	3,8	x	3,6	3,6	1,8	5,1	5,2	x

Quelle: Eurostat, nationale statistische Ämter.  
<sup>1</sup> Vorläufige Werte.

tiv schwach ins Jahr 2005. Die Volkswirtschaft erholte sich dann spürbar und weist im zweiten und dritten Quartal 2005 eine solide Wachstumsleistung mit deutlich höheren Zuwachsraten als im Jahr 2004 auf.

Der Aufholprozess basiert zunehmend auf einer hohen Inlandsnachfrage, die aus gelungenen Strukturreformen und Einkommenszuwächsen resultiert. Das Wachstum des privaten Konsums nahm im dritten Quartal im Vergleich zum ersten Halbjahr 2005 in Polen und in der Slowakischen Republik deutlich zu. In Slowenien und der Tschechischen Republik blieb die Wachstumsrate nahezu unverändert.<sup>1</sup> Stärkeres reales Lohnwachstum, eine höhere Beschäftigungsquote sowie ein dynamischeres Kreditwachstum dürften den privaten Konsum, insbesondere in der Slowakischen Republik, im Vergleich zu 2004 erhöht haben. Der private Konsum in Rumänien wuchs im ersten Halbjahr 2005 mit zweistelligen Zuwachsraten. Für den anschließenden Rückgang im dritten Quartal auf 6,3% dürfte zum Teil das rückläufige reale Kreditwachstum im Privatsektor aufgrund restriktiver

Maßnahmen der rumänischen Notenbank verantwortlich gewesen sein.

Während das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen in Slowenien im dritten Quartal niedriger als im ersten Halbjahr 2005 war, wurden in Polen, der Tschechischen Republik, Ungarn und vor allem in der Slowakischen Republik höhere Zuwächse erzielt. Die Verlangsamung der Investitionstätigkeit resultierte in Slowenien primär aus niedrigeren Zuwächsen bei Wohnbauten und bei Ausrüstungsinvestitionen. In der Slowakischen Republik stieg das Investitionswachstum von 8,6% im ersten Halbjahr 2005 auf 16,5% im dritten Quartal an. Der Bau von zwei Automobilwerken sowie Straßenbauten dürften dafür mitverantwortlich gewesen sein. Die Bruttoanlageinvestitionen im dritten Quartal haben sich auch in den drei Nicht-EU-Mitgliedstaaten gegenüber dem ersten Halbjahr teilweise deutlich erhöht. Der Investitionszuwachs fiel in Bulgarien aufgrund von Wiederaufbaumaßnahmen nach der Hochwasserkatastrophe besonders hoch aus (25,4% im dritten Quartal, nach 13,4% im ersten Halbjahr 2005).

<sup>1</sup> Für Ungarn liegen noch keine Daten für das Wachstum des privaten Konsums im dritten Quartal 2005 vor.

Die Wachstumsbeiträge der Nettoexporte waren im dritten Quartal 2005 in den betrachteten neuen EU-Mitgliedstaaten deutlich positiv, allerdings fast überall geringer als im ersten Halbjahr 2005. Nur in der Slowakischen Republik stieg der Wachstumsbeitrag von  $-1,0$  auf  $4,1$  Prozentpunkte. Bewirkt hatte dies eine Beschleunigung des Exportwachstums auf  $16,1\%$  im dritten Quartal. Das Importwachstum fiel in allen Ländern – mit Ausnahme von Polen – stärker aus als im ersten Halbjahr 2005. Die beiden genannten neuen Mitgliedstaaten wiesen einen negativen Wachstumsbeitrag

der Nettoexporte auf. In Rumänien verringerte er sich allerdings von  $-6,7$  Prozentpunkten im ersten Halbjahr auf  $-3,5$  Prozentpunkte im dritten Quartal 2005. Bulgariens Nettobeitrag hingegen verschlechterte sich von  $-6,8$  auf  $-15,4$  Prozentpunkte. Die Wachstumsrate der Exporte ging hier um etwa 10 Prozentpunkte auf knapp  $1\%$  zurück, wohingegen die Importe um  $19\%$  zunahm. Leicht gestiegene Exporte bei rückgängigem Importwachstum führten in Kroatien zu einem Wachstumsbeitrag von  $2,0$  Prozentpunkten.

Kasten 1

### Wirtschaftsprognosen für zentral- und osteuropäische Länder

Die OeNB erstellt halbjährlich Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn sowie in Russland. Die drei genannten neuen EU-Staaten stellen zusammen mehr als drei Viertel des BIP der zehn neuen EU-Mitgliedstaaten und sind daher repräsentativ für die Entwicklung dieses Teils der EU.<sup>2</sup>

In den **drei hier betrachteten neuen EU-Mitgliedstaaten** lag das BIP-Wachstum im Gesamtjahr 2005 zwischen knapp über  $3\%$  (Polen) und  $6\%$  (Tschechische Republik). Gegenüber 2004 ist das Wachstum im Gesamtjahr 2005 in Polen deutlich und in Ungarn leicht schwächer ausgefallen, während es in der Tschechischen Republik markant stärker war. Im Verlauf des Jahres 2005 beschleunigte sich das jährliche BIP-Wachstum und das jährliche Wachstum der Inlandsnachfrage, sowohl des Konsums als auch der Investitionen (exkl. Lageränderungen), in allen drei Ländern von Quartal zu Quartal deutlich. Zugleich verzeichneten alle drei Länder 2005 hohe positive Wachstumsbeiträge der Nettoexporte, zwischen  $1,5$  Prozentpunkten (Polen) und etwa  $4,5$  Prozentpunkten (Tschechische Republik, Ungarn). Tatsächlich dürfte der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte allerdings weniger stark ausgefallen sein: Der Beitrag der Lageränderungen zum BIP-Wachstum war 2005 in diesen drei Ländern sehr stark negativ.<sup>3</sup> Einen wesentlichen Teil dieser Lageränderungen dürften Importe darstellen, die aufgrund von Erfassungsproblemen im Zusammenhang mit dem Eintritt in den EU-Binnenmarkt nicht als solche verbucht sind. Die (teilweise) Einrechnung dieser Größe in die gesamten Importe würde den positiven Wachstumsbeitrag der Nettoexporte, insbesondere in Polen und Ungarn, deutlich senken.

<sup>2</sup> Der Ausgangspunkt zur Erstellung dieser Prognosen, die insbesondere im Fall Russlands in Zusammenarbeit mit der Suomen Pankki, der Zentralbank Finnlands, erfolgt, sind vorläufige globale Wachstumsprojektionen sowie technische Annahmen bezüglich Erdölpreis und USD/EUR-Wechselkurs, die von der EZB im Zuge der Erstellung der Broad Macroeconomic Projection Exercise für das gesamte Eurosystem vorbereitet werden. Aufgrund der hohen Exportverflechtung der drei neuen EU-Staaten mit dem Euroraum und des Umstands, dass Russland zu den weltweit größten Erdölförderländern zählt und Energieträger etwa  $60\%$  der Gesamtexporte des Landes darstellen, sind diese Annahmen für die vorliegende Prognose zentral.

<sup>3</sup> Die Lageränderungen in den drei Ländern im Jahr 2005 entsprachen negativen Beiträgen zum BIP-Wachstum in Höhe von 1 bis 5 Prozentpunkten. Werden die Lageränderungen – wie allgemein üblich – zur Gänze in die Inlandsnachfrage eingerechnet, so beträgt der Wachstumsbeitrag der gesamten Inlandsnachfrage (inkl. Lageränderungen) nur zwischen 0 und 2 Prozentpunkten und der restliche Teil des BIP-Wachstums resultiert aus dem Beitrag der Nettoexporte.

Im Jahr 2006 wird die jüngste Beschleunigung des Wachstums der privaten Konsumnachfrage durch Steuersenkungen und Anhebungen von Mindestlöhnen und Sozialtransfers (zum Teil infolge rückwirkender Indexierung) weiter stimuliert werden. Die daher erwartete starke Nachfrage der privaten Haushalte sowie die angenommene stärkere Auslandsnachfrage (infolge einer Beschleunigung des Euroraum-Importwachstums) dürften die Absatzerwartungen der Unternehmen und damit das Wachstum der Anlageinvestitionen im Jahr 2006 verstärken. Die Beschleunigung des Investitionswachstums wird auch von der Kostenseite (sinkende Lohnstückkosten der Industrie) sowie von der Finanzierungsseite unterstützt. Letztere ist durch Transfers aus den EU-Strukturfonds, ein starkes Wachstum der Wohnbaukredite an private Haushalte und – mit Ausnahme Polens – auch der Unternehmenskredite sowie dem Zustrom an Direktinvestitionen gekennzeichnet. In Ungarn werden auch die 2005 in Public-Private-Partnerships verlagerten Investitionen anhalten. Das höhere Investitionswachstum sollte die Fortsetzung des 2005 begonnenen Anstiegs der Beschäftigung bewirken. Die bessere Beschäftigungslage sowie das Fehlen größeren Inflationsdrucks in Polen und der Tschechischen Republik bzw. der temporäre weitere Inflationsrückgang in Ungarn werden das Wachstum des privaten Konsums zusätzlich stärken. Die Beschleunigung des Wachstums der Inlandsnachfrage und insbesondere der tendenziell importintensiven Bruttoanlageinvestitionen wird die Importe deutlich anziehen lassen. Zusammen mit der Stärkung des Wechselkurses in den letzten Monaten (mit Ausnahme des ungarischen Forint) und dem Ausklingen des EU-Beitrittseffekts dürfte damit der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte trotz der zu erwartenden stärkeren Auslandsnachfrage etwas zurückgehen. Insgesamt dürfte sich das BIP-Wachstum 2006 in Ungarn sowie – ausgehend von dem relativ niedrigen Niveau im Jahr 2005 – vor allem in Polen beschleunigen. Für die Tschechische Republik ist für 2006 zu erwarten, dass sich das hohe Wachstum moderat abschwächen, aber immer noch höher als in Polen und Ungarn bleiben wird.

Im Jahr 2007 dürfte das hohe BIP-Wachstum in der Tschechischen Republik und in Ungarn leicht zurückgehen; eine weitere, allerdings nur geringe Beschleunigung ist am ehesten für Polen zu erwarten. Während in der Tschechischen Republik das BIP-Wachstum aufgrund des erneuten Rückgangs des weiterhin positiven Wachstumsbeitrags der Nettoexporte verlangsamt wird, werden in Ungarn wahrscheinlich moderate Schritte zur Fiskalkonsolidierung das Wachstum der Inlandsnachfrage im Jahr 2007 dämpfen. Im Gegensatz dazu ist für Polen eine weitere, wenn auch schwächere Beschleunigung des Wachstums des privaten Konsums zu erwarten. Dies dürfte zusammen mit einem stärkeren Wachstum des öffentlichen Konsums den vermutlich negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte mehr als kompensieren.

Zu den Risiken für die Prognose für diese drei neuen EU-Staaten zählen Abweichungen von den Annahmen zum Euroraum-Wachstum und zum Erdölpreis sowie stärkere Wechselkursbewegungen, die sich auf die Auslandsnachfrageeffekte auswirken würden. Darüber hinaus besteht trotz der vorgelegten Konvergenzprogramme Unsicherheit über das Tempo und die Ausgestaltung der geplanten Budgetkonsolidierungen.

In **Russland** schwächte sich das Wirtschaftswachstum von 7,2% im Jahr 2004 auf 6,4% (2005) etwas ab, denn trotz der hohen Energiepreise, die in Russland üblicherweise Investitionen und Konsum begünstigen, ging 2005 das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen zurück. Die realen Nettoexporte sind weiterhin positiv, gingen jedoch 2005 noch schneller zurück als 2004, was einen stärker negativen Beitrag zum BIP-Wachstum bedeutete. Die Abschwächung des Investitions- und Exportwachstums ist vor allem auf Unsicherheiten im Investitionsklima im Zusammenhang mit anhaltenden Interventionen der Steuer- und Justizbehörden, auf die drastische Verschärfung des Abgabenregimes für den Energiesektor sowie auf zunehmende Kapazitätsengpässe zurückzuführen. Andererseits bildet der sich weiterhin dynamisch entwickelnde und von einem Kreditboom gestützte Privatverbrauch die treibende Kraft der Konjunktur. Unter der dieser Prognose zugrunde liegenden Annahme, dass der Erdölpreis nicht mehr substantiell zulegt, ist für 2006 und 2007 mit einer weiteren leichten Abschwächung des BIP-Jahreswachstums zu rechnen. Während sich das Investitionswachstum wahrscheinlich wieder etwas beleben wird, dürfte die Expansion des Privatverbrauchs von ihrem derzeit hohen Niveau aus etwas an Zugkraft verlieren. Andererseits sind im Vorfeld der Wahlen im Jahr 2008 fiskalpolitische Lockerungen – insbesondere 2007 – wahrscheinlich. Mit einer kräftigen Wiederbelebung ins Stocken geratener struktureller und institutioneller Reformen ist vor den Wahlen nicht zu rechnen. Ein anhaltend hohes Inflationsdifferenzial zum Ausland und nomineller Aufwertungsdruck werden zu einer weiteren realen Aufwertung des

russischen Rubels führen, die die Wettbewerbsfähigkeit der Güter der verarbeitenden Industrie beeinträchtigt. Zusammen mit dem aus dem Wachstum der Inlandsnachfrage resultierenden Importsog wird dies die Nettoexporte weiter drücken und das BIP-Wachstum dämpfen.

Zu den Risiken für diese Prognose zählen: die gestiegene Abhängigkeit der russischen Ökonomie von Energieträgern und damit vom Erdölpreis, eine stärkere reale Aufwertung des russischen Rubels sowie fort-dauernde Unsicherheit über den reformpolitischen Kurs und seine gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen.

Tabelle 2

### Drei neue EU-Mitgliedstaaten und Russland: Prognose vom März 2006

Veränderung zum Vorjahr zu konstanten Preisen; in %

Bruttoinlandsprodukt	2002	2003	2004	2005 <sup>1</sup>	2006 <sup>2</sup>	2007 <sup>2</sup>
Polen	1,4	3,9	5,3	3,2	4,4	4,6
Tschechische Republik	1,5	3,2	4,7	6,0	5,0	4,6
Ungarn	3,8	3,4	4,6	4,1	4,5	4,1
Russland	4,7	7,3	7,2	6,4	6,2	5,5

Quelle: Eurostat, nationale statistische Ämter, OeNB, Suomen Pankki.

<sup>1</sup> Schätzung.

<sup>2</sup> Prognose.

### 3.2 Weiterhin rückläufige Inflationsraten

In allen zentral- und osteuropäischen neuen EU-Mitgliedstaaten verlangsamte sich die Teuerung im Gesamtjahr 2005 im Vergleich zum Vorjahr. Am stärksten fiel der Rückgang in der Slowakischen Republik (−4,7 Prozentpunkte) sowie in Ungarn (−3,3 Prozentpunkte) aus. Dies ist teilweise mit einem positiven Basiseffekt erklärbar, da inflationstreibende Faktoren des EU-Beitritts, beispielsweise durch die Anpassung der Mehrwertsteuersätze, weggefallen sind. Weiters wirkten unter anderem Währungsaufwertungen, starker Wettbewerb im Einzelhandel sowie niedrige Inflationserwartungen preisdämpfend. Über das Jahr betrachtet waren die Inflationsraten in den meisten Ländern relativ stabil. Eine stärkere Beschleunigung im vierten Quartal 2005 konnte vor allem in der Slowakischen Republik beobachtet werden, während die Inflationsrate

in Polen kontinuierlich zurückging. Der verstärkte Preisauftrieb in der besonders energieintensiven slowakischen Wirtschaft ist vor allem auf einen Anstieg der Gaspreise um etwa 20% im Oktober 2005 sowie auf höhere Preise für die sonstige Energieversorgung zurückzuführen.

Der Anstieg des Preisniveaus in den Beitrittsstaaten bewegte sich im Jahr 2005 zwischen relativ moderaten +3,4% in Kroatien und vergleichsweise hohen +9,1% in Rumänien. Der Disinflationprozess in Rumänien hat sich jedoch im Jahr 2005 fortgesetzt, allerdings wurde das Inflationsziel für 2005 (7,5% ± 1 Prozentpunkt) knapp verfehlt. In Bulgarien beschleunigte sich der Preisauftrieb – überwiegend verursacht durch die Überflutungen im Sommer 2005 und den damit einhergehenden Preissteigerungen bei Lebensmitteln – im vierten Quartal 2005 deutlich.

Tabelle 3

Inflationsentwicklung in Zentral- und Osteuropa							
Veränderung des HVPI zum Vorjahr in %							
	2004	2005	Q1 05	Q2 05	Q3 05	Q4 05	
Polen	3,6	2,2	3,6	2,2	1,7	1,2	
Slowakische Republik	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7	
Slowenien	3,6	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6	
Tschechische Republik	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2	
Ungarn	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2	
Bulgarien	6,1	5,0	3,8	4,9	4,8	6,6	
Rumänien	11,9	9,1	8,9	9,9	9,0	8,5	
Kroatien	2,1	3,4	3,1	3,1	3,5	4,0	

Quelle: Eurostat.

### 3.3 Weitere Entspannung auf den meisten Arbeitsmärkten

Die Situation auf den Arbeitsmärkten ist von der anhaltend guten Konjunkturlage, den Erfolgen der Strukturformen und den hohen ausländischen Direktinvestitionen, die mit der Schaffung von Arbeitsplätzen einhergehen, geprägt. Parallel dazu scheint die Freisetzung von Kapazitäten mittels Produktivitätsfortschritten an ihr Limit gelangt zu sein, wodurch ebenfalls die Beschäftigung in Summe zunimmt. Nach wie vor ist die Arbeitslosigkeit jedoch hoch. Während der Anteil der arbeitslosen Bevölkerung in Slowenien

mit 6,5% im dritten Quartal 2005 deutlicher unter dem Euroraum-Durchschnitt lag, erreichte die Arbeitslosenquote in Polen 17,6%. Allerdings sind positive Entwicklungen erkennbar. Im Vergleich zum Referenzquartal 2004 konnten alle Länder, bis auf Slowenien und Ungarn, die Arbeitslosenrate senken. In den Beitrittsstaaten ist die Arbeitslosigkeit ebenfalls rückläufig. Im Kandidatenland Kroatien nahm sie zwar im Lauf des Jahres 2005 ab, blieb allerdings, verglichen mit der Referenzperiode, unverändert hoch.

Tabelle 4

Arbeitslosigkeit in Zentral- und Osteuropa							
in % des Arbeitskräftepotenzials							
	2003	2004	Q3 04	Q4 04	Q1 05	Q2 05	Q3 05
Polen	20,0	19,3	18,5	18,3	19,1	18,3	17,6
Slowakische Republik	17,6	18,3	17,6	17,3	17,6	16,3	15,7
Slowenien	6,8	6,5	6,1	6,6	6,9	5,9	6,5
Tschechische Republik	7,9	8,4	8,3	8,2	8,4	7,8	7,8
Ungarn	5,9	6,1	6,1	6,3	7,1	7,1	7,3
Bulgarien	13,9	12,2	11,1	12,0	11,5	10,1	9,3
Rumänien	7,5	8,5	8,0	8,5	8,9	7,5	6,5
Kroatien	19,5	18,2	17,3	18,4	19,2	18,0	17,0

Quelle: Eurostat.

**3.4 2005: Rating-Verbesserung für Bulgarien**

Sowohl Moody's als auch Standard & Poor's erhöhten ihre Einstufung der Sicherheit langfristiger Fremdwährungsverbindlichkeiten für Bulgarien. Nach wie vor erhält Slowenien sowohl von Moody's als auch von Standard & Poor's das beste Rating in der Gruppe der betrachteten Länder. Die Tschechische Republik und Ungarn werden von beiden Agenturen gleich danach gereiht. Die Slowakische Republik und Polen werden jedoch unterschiedlich gesehen. Während die Slowakische Republik von Moody's auf einer

Stufe mit Polen angesiedelt wird, bewertet Standard & Poor's die Slowakische Republik besser. Von den drei Beitritts- bzw. Kandidatenländern werden Kroatien und Bulgarien nach der Neubewertung in der gleichen Kategorie angesiedelt. Rumänien bildet nach wie vor das Schlusslicht.

Am 9. März 2006 kündigte Moody's positive Aussichten für zukünftige Ratings von fünf Teilnehmern am WKM II (Estland, Lettland, Malta, Slowenien und Zypern) sowie eine Überprüfung der Bewertung von Litauen und der Slowakischen Republik an.

Tabelle 5

**Rating für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten**

Währung	Moody's		Standard & Poor's	
	aktuelles Rating <sup>1</sup>	letzte Änderung (altes Rating)	aktuelles Rating <sup>2</sup>	letzte Änderung (altes Rating)
Polnischer Zloty	A2	Nov. 2002 (Baa1)	BBB+	Mai 2000 (BBB)
Slowakische Krone	A2	Jän. 2005 (A3)	A-	Dez. 2004 (BBB+)
Slowenischer Tolar	Aa3	Nov. 2002 (A2)	AA-	Mai 2004 (A+)
Tschechische Krone	A1	Nov. 2002 (Baa1)	A-	Nov. 1998 (A)
Ungarischer Forint	A1	Nov. 2002 (A3)	A-	Dez. 2000 (BBB+)
Bulgarischer Lev	Baa3	März 2006 (Ba2)	BBB	Okt. 2005 (BBB-)
Rumänischer Leu	Ba1	März 2005 (Ba3)	BBB-	Sep. 2005 (BB+)
Kroatische Kuna	Baa3	Jän. 1997	BBB	Dez. 2004 (BBB-)

Quelle: Bloomberg.

<sup>1</sup> Aaa (am besten), Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca und C (am schlechtesten); innerhalb der Klassen wird in 1, 2 und 3 unterteilt.

<sup>2</sup> AAA (am besten), AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C und D (am schlechtesten); innerhalb der Klassen wird in + und - unterteilt.

**4 Österreich: Wirtschaftswachstum auf breiterer Basis**

**4.1 Schrittweise Beschleunigung des Wachstums, Inlandsnachfrage gewinnt an Schwung**

Das österreichische BIP ist im Jahr 2005 um 2,0% (real, saisonbereinigt und arbeitstägig bereinigt) gewachsen. Nachdem es im ersten Quartal – bedingt durch die schwache Exportnachfrage – zu einer Abkühlung der

Konjunktur in Österreich kam, beschleunigte sich das Wachstum im weiteren Jahresverlauf schrittweise. Die Exporttätigkeit erholte sich im Einklang mit den verbesserten außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab dem zweiten Quartal und auch die Inlandsnachfrage gewann wieder an Schwung. Das Wachstum, das im Jahr 2004 noch in erster Linie von den Exporten getragen wurde, steht daher auf einer zunehmend breiteren Basis.



**Leistungsbilanz 2005 gemäß Zahlungsströmen**

**trotz höherer Erdölausgaben ausgeglichen**

Die Zahlungsbilanzstatistik der OeNB zeigt für das Jahr 2005 eine leichte Verbesserung der Leistungsbilanz gegenüber dem Vorjahr. Der Saldo der Leistungsbilanz drehte von -0,8 Mrd EUR im Jahr 2004 auf +0,3 Mrd EUR im Jahr 2005 und kann somit als ausgeglichen bezeichnet werden.

Das Defizit im Warenhandel hat sich, bedingt durch die hohen Energiepreise, um 0,8 Mrd EUR erhöht. Eine ähnliche Entwicklung lässt sich auch anhand der Außenhandelsstatistik von Statistik Austria ablesen, die einen Anstieg des Einfuhrüberschusses um 0,25 Mrd EUR im Vergleich zum Vorjahr ausweist. Allein die Importe von Erdöl und Erdgas haben 2005 um rund 2 Mrd EUR zugenommen. Das spiegelt sich auch in der regionalen Zusammensetzung des Güterhandels wider. Der Überschuss mit Ländern außerhalb der EU ist trotz hoher Exportzuwachsrate um 0,75 Mrd EUR gesunken, das Defizit im Handel mit den EU-25-Staaten hingegen um 0,50 Mrd EUR zurückgegangen.

Das höhere Defizit im Güterhandel wurde durch den Anstieg des Überschusses im Dienstleistungssaldo um 1,8 Mrd EUR mehr als kompensiert. Die Verbesserung der Dienstleistungsbilanz ist zur Hälfte durch höhere Überschüsse im Reiseverkehr zu erklären.

Keine wesentlichen Änderungen haben sich für die anderen Teilbilanzen ergeben. Das etwas höhere Defizit in der Einkommensbilanz wurde durch geringere Abgänge in der Transferbilanz kompensiert. Insgesamt ergibt sich damit eine Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos gemäß Zahlungsströmen im Jahr 2005 von 1,1 Mrd EUR.

Am deutlichsten hat sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen beschleunigt. Während zu Beginn des Jahres 2005 die Investitionen im Zuge des Auslaufens der Investitionszuwachsprämie und angesichts rückläufiger Kapazitätsauslastungen noch stagnierten, lag die Investitionstätigkeit im zweiten Halbjahr bereits über dem langjährigen Durchschnitt. Die verfügbaren Vorlaufindikatoren lassen für das erste Halbjahr 2006 eine weitere spürbare Belebung erwarten. Laut WIFO-Investitionstest planen die Unterneh-

men der Sachgütererzeugung eine deutliche Steigerung ihrer Investitionen um nominell 8,3% im Jahr 2006. Angesichts der aktuell nur durchschnittlichen Beurteilung der Kapazitätsauslastung (81,9%) dürften Ersatzinvestitionen und Rationalisierungsmaßnahmen das zentrale Motiv hinter der überwiegenden Mehrheit der Investitionsprojekte darstellen. Weiterhin positiv sind die Aussichten für die Bauinvestitionen, für die von den Konjunkturpaketen der Regierung ein zusätzlicher Impuls kommt.

Tabelle 6

**Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (real)**

	2004	2005	Q1 05	Q2 05	Q3 05	Q4 05
	Veränderung zum Vorjahr in % (saisonbereinigt)		Veränderung zum Vorquartal in % (saisonbereinigt)			
Bruttoinlandsprodukt	2,6	2,0	0,2	0,5	0,6	0,7
Privater Konsum	1,0	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Öffentlicher Konsum	1,0	1,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	1,9	1,7	0,0	0,4	0,7	0,8
Exporte	8,6	4,1	0,6	1,2	1,2	1,0
Importe	6,4	2,8	0,2	0,5	0,7	0,8

Quelle: WIFO (Quartals-VGR).

Trotz der Entlastungen im Rahmen der zweiten Etappe der Steuerreform ist die Erholung der privaten Konsumausgaben hingegen noch verhalten. Das Wachstum des privaten Konsums beschleunigte sich zwar nach 1,0% im Jahr 2004 (real, saisonbereinigt) auf 1,4% im Jahr 2005, die unterjährige Dynamik blieb aber relativ schwach. Die Quartalswachstumsraten stagnierten bei rund 0,4% im Vergleich zum Vorquartal. Die noch niedrige Konsumneigung spiegelt sich auch im Konsumentenvertrauen wider, das bedingt durch die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit noch keinen klaren Aufwärtstrend zeigt. Die Einzelhandelsumsätze stiegen zuletzt jedoch wieder kräftiger (viertes Quartal 2005: real +2,1% im Jahresabstand), und auch die Stimmung im Einzelhandel – einem guten

Vorlaufindikator für den privaten Konsum – hat sich seit Mitte 2005 kontinuierlich verbessert. Dass sich für den privaten Konsum insgesamt keine Beschleunigung der Quartalswachstumsraten im Lauf des Jahres 2005 ergab, lag in erster Linie an den enttäuschenden Ergebnissen für den PKW-Handel. Die Neuzulassungen stagnierten im Jahr 2005, für das vierte Quartal 2005 wurde sogar ein Rückgang von 9% gemeldet. Für das erste Halbjahr 2006 kann jedoch eine weitere schrittweise Belebung des privaten Konsums erwartet werden. Der seit seinem Höhepunkt im September 2005 kontinuierlich nachlassende Preisdruck stützt die Kaufkraft der privaten Haushalte, und auch das anhaltend kräftige Kreditwachstum sollte belebend auf die Nachfrage wirken.

Kasten 3

### Ergebnisse des OeNB-Konjunkturindikators vom März 2006:

#### Wirtschaftswachstum gewinnt zunehmend breitere Basis<sup>4</sup>

Das Wachstum des realen BIP in Österreich wird sich laut aktuellem OeNB-Konjunkturindikator im ersten und zweiten Quartal 2006 auf jeweils 0,8% (saisonbereinigt, im Vergleich zum Vorquartal) beschleunigen. Im Vergleich zur letzten Veröffentlichung des Konjunkturindikators vom Jänner 2006 ist die Wachstumsprognose für das erste Quartal 2006 um 0,2 Prozentpunkte angehoben worden.

Tabelle 7

#### Kurzfristprognose für das reale BIP

##### für das erste und zweite Quartal 2006 (saisonbereinigt)

	2004	2005	Q1 05	Q2 05	Q3 05	Q4 05	Q1 06	Q2 06
Veränderung zum Vorjahresquartal in %	x	x	2,6	1,9	1,6	1,9	2,5	2,9
Veränderung zum Vorquartal in %	x	x	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
Veränderung zum Vorjahr in %	2,6 <sup>1</sup>	2,0 <sup>1</sup>	x	x	x	x	x	x

Quelle: OeNB – Ergebnisse des OeNB-Konjunkturindikators vom März 2006, Eurostat.

<sup>1</sup> Laut nicht saisonbereinigten und arbeitstägig bereinigten Daten von Statistik Austria betrug das Wachstum 2,4% bzw. 1,9%.

<sup>4</sup> Der Konjunkturindikator der OeNB wird seit dem ersten Quartal 2003 viermal jährlich veröffentlicht. Gegenstand ist die Prognose des realen BIP-Wachstums für das laufende und das folgende Quartal (jeweils zum Vorquartal, unter Verwendung saisonbereinigter Daten). Die Prognosewerte basieren auf den Ergebnissen zweier ökonomischer Modelle, einem Zustandsraummodell und einem dynamischen Faktormodell. Nähere Informationen zu den verwendeten Modellen sind unter <http://www.oenb.at> in der Rubrik Geldpolitik und Volkswirtschaft / Prognosen zu finden. Die nächste Veröffentlichung ist für Juli 2006 vorgesehen.

Mit der Übertragung der außenwirtschaftlichen Impulse auf die Inlandsnachfrage besteht die Erwartung, dass der Wirtschaftsaufschwung zunehmend selbsttragend wird. Dieses Szenario liegt auch der Kurzfristprognose der OeNB im Rahmen des OeNB-Konjunkturindikators für das erste Halbjahr 2006 zugrunde (Kasten 3). Die Unsicherheiten betreffend das Ausmaß und die Nachhaltigkeit der Übertragung stellen das zentrale Prognoserisiko dar. Entscheidend für den weiteren Verlauf der Konjunktur in Österreich ist darüber hinaus, ob die sich für Deutschland abzeichnende Erholung im erwarteten Umfang eintritt. Angebotsseitig bleibt der Erdölpreis kurzfristig das zentrale Prognoserisiko.

#### **4.2 Nachlassender Preisauftrieb stützt Kaufkraft der privaten Haushalte**

Der Preisauftrieb schwächte sich in den vergangenen Monaten kontinuierlich ab. Nach 2,6% im September 2005 betrug die Steigerung des HVPI im Februar 2006 nur mehr 1,5%. Hauptverantwortlich für die Teuerung war weiterhin die Preisentwicklung bei der Energie mit +11,4%, während sich der Preisauftrieb im Bereich Wohnung verlangsamt hat. Dämpfend auf das Preisniveau wirkte sich vor allem die Entwicklung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln (-1,0%) und bei den industriellen Gütern ohne Energie (-0,4%) aus. Die Inflationsrate für den Bereich verarbeitete Nahrungsmittel inklusive alkoholischer Getränke und Tabak ging zu Jahresbeginn 2006 aufgrund eines Basiseffekts markant zurück. Die Kerninflation (ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) fiel im Februar auf 0,8%, nachdem sie im Jahresdurchschnitt 2005 noch 1,5% betragen hatte.

Mit dem Abklingen des Preisauftriebs ist im Jahr 2006 wieder ein spürbarer Anstieg der Reallöhne, die in den beiden vergangenen Jahren stagnierten, zu erwarten. Der Tariflohnindex stieg in den ersten beiden Monaten des Jahres 2006 jeweils um 2,7% und damit um mehr als 1 Prozentpunkt stärker als die Preise. Die in dieser Höhe unerwarteten Reallohnzuwächse sind ein wichtiger Impuls für die Belebung der Konsumnachfrage.

#### **4.3 Hohe Arbeitslosigkeit trotz steigender Beschäftigung**

Die Lage auf dem österreichischen Arbeitsmarkt bleibt ambivalent: Die Anzahl der unselbstständig Beschäftigten erreicht ebenso neue Rekordwerte wie die Anzahl der Arbeitslosen. Im Jahr 2005 stieg die Beschäftigungszahl um 35.843 auf 3.236.343 (+1,1%), gleichzeitig waren mit 252.654 um 8.774 (+3,6%) mehr Personen arbeitslos gemeldet. Die Arbeitslosenquote nach Eurostat-Definition lag bei 5,2%. Zu Beginn des Jahres 2006 hat sich dieser Trend fortgesetzt, allerdings hat sich im Februar der Anstieg der Arbeitslosigkeit verlangsamt. Die Anzahl der als arbeitslos gemeldeten Personen stieg um 1.736 gegenüber dem Vorjahresmonat – der niedrigste Wert seit Ende 2004. Die Arbeitslosenquote erreichte im Februar 5,0%. Um von einer Trendwende zu sprechen, ist es aber noch zu früh.

Die steigende Anzahl der unselbstständig Beschäftigten dürfte die Dynamik auf dem österreichischen Arbeitsmarkt überzeichnen. Derzeit liegen für Österreich keine verlässlichen Daten über die geleisteten Arbeitsstunden vor. Ein nicht unwesentlicher Teil der zusätzlichen Arbeitsplätze dürften aber Teilzeitarbeitsplätze sein. Darauf deutet das überdurchschnittlich starke Beschäftigungswachstum von Frauen

und im Dienstleistungssektor hin. In jenen Bereichen mit überwiegend Vollzeitarbeitsplätzen, wie die Sachgüterindustrie und die Bauwirtschaft, stagniert die Beschäftigung hingegen bzw. ist leicht rückläufig.

Die steigende Arbeitslosigkeit ist auf das stark steigende Arbeitskräfteangebot zurückzuführen. Dieses wird zum größten Teil durch die Pensionsreformen 2000 und 2003 (Anhebung des Frühpensionsalters), demographische Effekte, eine steigende Erwerbsquote

der Frauen und den Zustrom ausländischer Arbeitskräfte hervorgerufen.

Die Anzahl der offenen Stellen – ein guter Indikator für zukünftige Beschäftigungsentwicklungen – deutet auf ein anhaltend hohes Beschäftigungswachstum im Jahr 2006 hin. Da aber auch das Arbeitskräfteangebot erneut kräftig steigen dürfte, ist auch 2006 mit keiner spürbaren Entspannung auf dem Arbeitsmarkt zu rechnen.