

Herbstprognose 2011 der BAWAG P.S.K.

„The only thing we have to fear is fear itself.“

(Franklin Delano Roosevelt, 1882 – 1945, US-amerikanischer Politiker und Präsident)

Dieses Zitat entstammt der Amtsantrittsrede vom 4. März 1933. Die US-Wirtschaft befand sich zu diesem Zeitpunkt am Höhepunkt der „Großen Depression“. Verunsicherte Kunden stürmten die Banken, um ihr Erspartes abzuheben („bank run“). Die Bankenkrise gipfelte darin, dass zwei Tage nach Roosevelts Amtsübernahme alle Banken angewiesen wurden, für vier Tage zu schließen, um in dieser Zeit zu prüfen, welche Banken durch den Staat gerettet und welche als insolvent erklärt werden. Es gelang, das Vertrauen der Bürger in das Bankensystem wieder herzustellen. Diese Maßnahme war Teil eines Bündels umfassender Wirtschafts- und Sozialreformen, des „New Deal“.

SUMMARY	2
USA	3
EURORAUM	9
GROSSBRITANNIEN	15
ZENTRAL- UND OSTEUROPA	16
SCHWEIZ	23
TABELLENANHANG	25

Summary

USA

- A sluggish recovery, complicated by partly home-made stumbling blocks, as well as a rather disappointing employment growth and a continued twin deficit are the current corner stones of the biggest economy in the world. The recent downgrading of the United States reflects a significantly unbalanced economy.
- The US is likely to avoid a recession. However, GDP will grow below potential. Interest rates will remain low for an extended period of time, while the Fed continues to intervene in bond markets. Monetary policy is facing the risk of being caught in a liquidity trap.

Euro Area

- Apart from a debt crisis in some small member countries, the Eurozone is suffering a considerable slowdown of economic growth and a worsening business and consumer sentiment. Leading indicators point to an output decline in the 4th quarter of this year. However, we consider the Eurozone to slip into a pronounced recession as rather unlikely.
- The major downside risk to the outlook is the political will and ability to solve the sovereign debt crisis properly and quickly. Greece itself is only a minor part of the problem. The real challenge is to avoid contagion of much bigger countries – and banks.
- The ECB is likely to stay on hold until the forecast horizon. Long-term benchmark bond yields are expected to increase slowly but will not reach pre-crisis levels.

UK

- The British economy is characterised by stagnation and inflation, which sums up to “stagflation”. Real GDP will expand very moderately while inflation, having surged in the past months, will fall but remain way above the target rate of the Bank of England.

EU-CEE / non €

- In the first half of 2011, the economic rebound in Central and Eastern Europe gained momentum. Second to exports, private domestic demand played an increasing role. Due to the slowing external demand, the outlook for the remainder of this and for the next year is clouded. Besides, the financial and economic crisis has left some considerable breaks (albeit different from country to country) which hamper output to grow stronger.

Switzerland

- The export-led Swiss economy is directly hit by worsening external conditions which give a halt to the strong upswing. Moreover, the appreciation of the Swiss Franc weighs on corporate earnings. GDP growth is likely to halve in 2012. So far, the SNB has been successful in keeping the minimum target of 1.20 CHF per EUR. If and when upward pressure on the Franc eases or risks of deflation arise the SNB might consider to lift this target.

USA

Eine schleppende Erholung, erschwert durch teilweise hausgemachte Stolpersteine, ein nicht einmal annähernd zufrieden stellendes Beschäftigungswachstum und ein fortgesetzt hohes Zwillingsdefizit sind die derzeitigen Eckpunkte der größten Volkswirtschaft der Welt. Die Herabstufung der Bonität der USA – die erste seit Bestehen der Ratingagenturen – ist ein Hinweis darauf, dass die US-Wirtschaft von großen Ungleichgewichten geprägt ist. Die Finanzmärkte zeigten sich davon bislang unbeeindruckt.

Knapp an der Rezession vorbei

Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den USA nahm im bisherigen Jahresverlauf nur wenig zu: um 0,1 % im ersten und um 0,3 % im zweiten Quartal, jeweils gegenüber der Vorperiode. Im Vorjahresvergleich betrug das Wirtschaftswachstum immerhin 1,9 %, allerdings in erster Linie dank des hohen Ausgangsniveaus zu Jahresbeginn. Die magere Expansion wurde gänzlich von der privaten inländischen Endnachfrage getragen: Die Verbraucher weiteten ihre Konsumausgaben trotz real stagnierender Haushaltseinkommen aus, während die Unternehmen unter dem Eindruck der guten Ertragslage die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern weiter steigerten. Im zweiten Quartal war selbst ein kleiner Impuls seitens der Wohnbauinvestitionen zu spüren. Die Lagerveränderung war insgesamt neutral. Die öffentlichen Ausgaben waren dagegen rückläufig.

Trotz des in der ersten Jahreshälfte noch lebhaften internationalen Handels wuchsen die Ein- und Ausfuhren der US-Wirtschaft kaum. Die Nettoexporte trugen weder positiv noch negativ zum Wirtschaftswachstum bei.

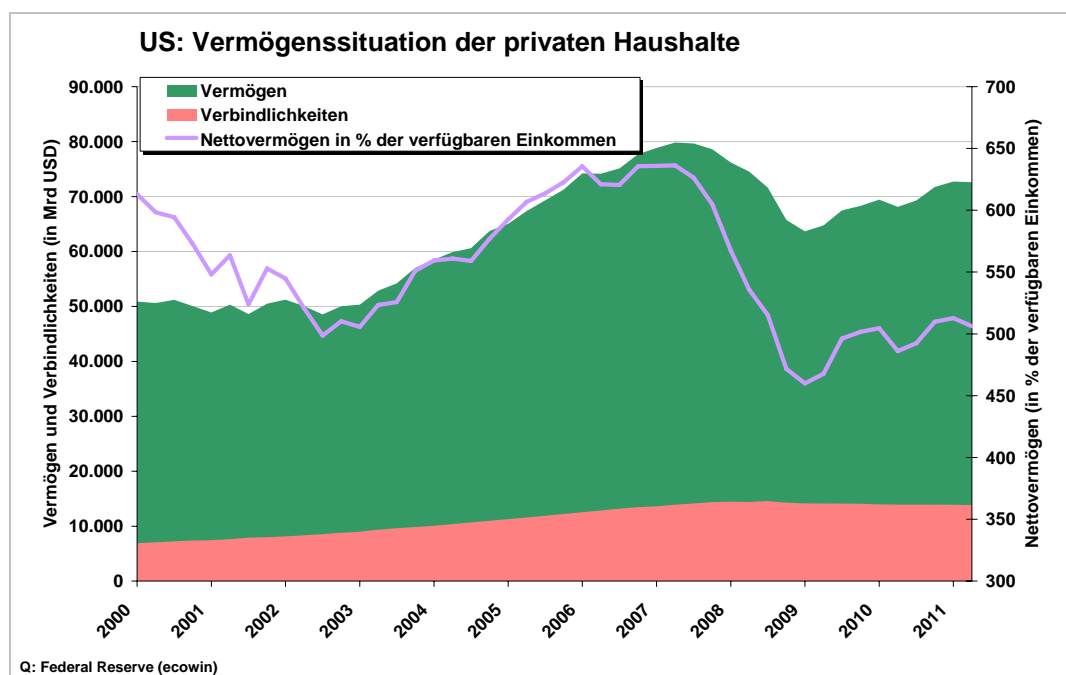
Der flache Konjunkturverlauf ist einerseits Ausdruck der nach wie vor an den Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise leidenden US-Wirtschaft. Andererseits kamen in der ersten Jahreshälfte auch Sondereffekte zum Tragen: Neben dem kräftigen Anstieg der Energiepreise, der die Kaufkraft der Haushalte minderte, ist vor allem die Störung der Lieferketten infolge des Erdbebens in Japan zu nennen. Die Sachgüterproduktion verzeichnete im April einen Rückgang um ½ %, der erst im Sommer wieder aufgeholt werden konnte. Der Absatz von Kraftfahrzeugen war in den ersten acht Monaten des heurigen Jahres tendenziell rückläufig und legte erst im September etwas stärker zu.

Das Geschäftsklima in der Industrie trübt sich seit dem Frühjahr, offenbar unter dem Eindruck des Lieferengpasses, überraschend schnell ein. Zu Jahresbeginn hatte der Einkaufsmanagerindex (PMI) noch einen langjährigen Höchststand verzeichnet. Im August notierte der PMI nur noch knapp oberhalb der Expansionsschwelle; zuvor hatten regionale Umfragen auf einen noch schlimmeren Einbruch hingedeutet. Die Produktionsdaten spiegelten diese Verschlechterung des Geschäftsklimas allerdings nicht wider. Der Einkaufsmanagerindex für das nicht-verarbeitende Gewerbe gab im Jahresverlauf ebenfalls nach, wenn auch nicht in diesem Ausmaß.

Im September hellte sich das Geschäftsklima wieder etwas auf, während die Industrieproduktion neuerlich zunahm. Ob das ein Wendepunkt oder nur ein letztes Aufflackern vor einer weiteren Verdüsterung ist, werden die kommenden Monate zeigen. Die Subindikatoren zeigen jedenfalls eine gedämpfte Inlandsnachfrage, dafür aber steigende Exportaufträge. Der Beschäftigungsanstieg hat sich beschleunigt, die Outputkomponente drehte von Kontraktion auf Wachstum.

Situation der privaten Haushalte nicht allzu rosig

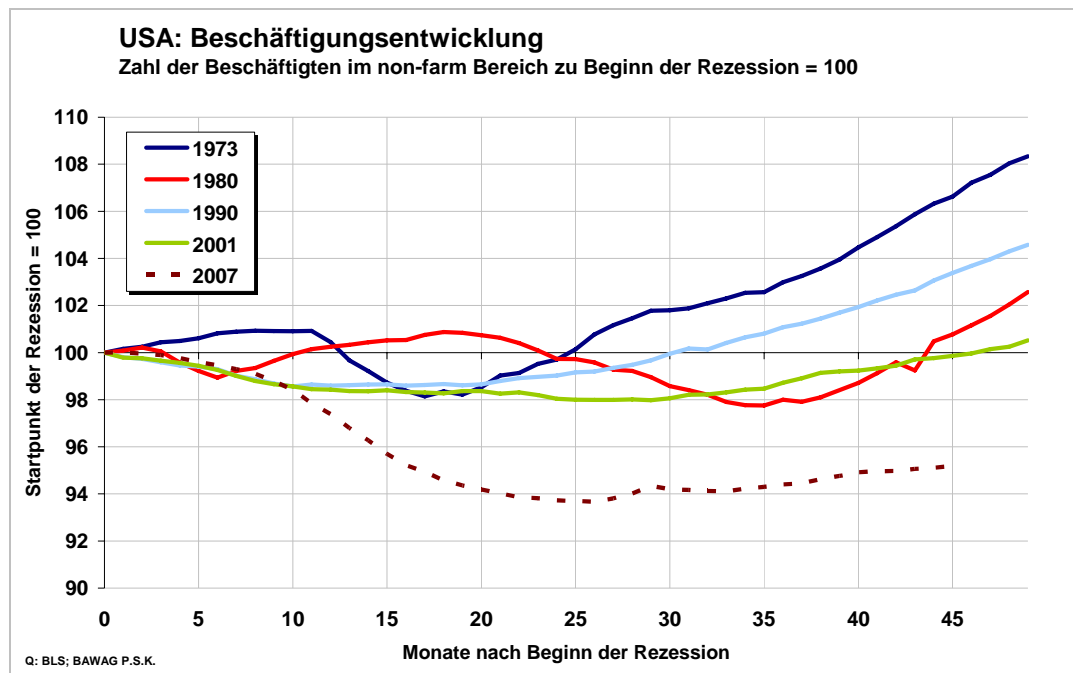
Ein wesentlicher Faktor für den weiteren Konjunkturverlauf ist das Ausgabeverhalten der privaten Haushalte. Die Konsumnachfrage enttäuschte vor allem im zweiten Quartal; in den Sommermonaten dürfte der private Verbrauch wieder etwas angezogen haben. Der Einzelhandel setzte im September um 1,1 % mehr um als im August, zudem wurde die Ausgangsbasis nach oben revidiert. Der größte Beitrag kam von den Autohändlern, aber auch die Nachfrage nach sonstigen Gütern expandierte. Die Konsumausgaben dürften allerdings auf Kosten der Ersparnis gehen, denn die real verfügbaren Haushaltseinkommen stagnierten im gesamten heurigen Jahresverlauf. Der ohnehin nur geringe Anstieg der Nominallohne kann die beschleunigte Teuerung nicht ausgleichen; dass die verfügbaren Einkommen nicht ebenfalls sinken, ist den höheren Transferzahlungen (bzw. reduzierten Sozialabgaben) zu verdanken. Konsum zu Lasten der Ersparnisbildung ist aller Erfahrung nach aber nicht von Dauer. Zudem leiden die US-Haushalte immer noch unter sinkenden Immobilienvermögen, und es zeichnet sich kein Ende des im Jahr 2007 begonnenen Abwärtstrends ab: die Hauspreisindices waren bis zuletzt rückläufig. Auch andere Indikatoren zeugen von der weiterhin ausgeprägten Schwäche des Wohnungs- und Häusermarktes: die Zahl leer stehender Immobilien ist nahe dem Rekordhoch. Baugenehmigungen, Baubeginne und die Verkäufe neuer sowie bestehender Wohneinheiten lagen in den ersten acht Monaten 2011 unter dem Vorjahresniveau. Die Ausfallsrate bei privaten Immobilienkrediten verharrt seit Herbst 2009 über der 10-Prozent-Marke.



Die gesamte Vermögenssituation, d.h. unter Einbeziehung der Finanzanlagen, zeichnet allerdings ein etwas besseres Bild der privaten Haushalte: Das finanzielle Vermögen ist in den

letzten zwei Jahren angestiegen, während die Kreditverbindlichkeiten leicht gesenkt werden konnten. Die Netto-Vermögenssituation gestaltet sich daher etwas freundlicher.¹

Ein wesentlicher Belastungsfaktor für die finanzielle Situation der privaten Haushalte ist die nach wie vor nur schleppende Erholung des Arbeitsmarktes. Achteinhalb Millionen Jobs gingen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise verloren, nur zwei Millionen Arbeitsplätze wurden seither geschaffen. Von Sondereffekten abgesehen, ist die Beschäftigung im bisherigen Jahresverlauf nur wenig gestiegen. Der Zuwachs im September war zwar höher als erwartet, aber der Employment Trends Index zeigt weiterhin eine nur verhaltene Besserung an. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Zahl der unselbständig Erwerbstätigen außerhalb der Landwirtschaft heuer um kaum mehr als 1 % gegenüber dem Vorjahr ansteigen. Im kommenden Jahr könnte sich der Beschäftigungsanstieg etwas beschleunigen und die Arbeitslosenquote von gegenwärtig über 9 % auf durchschnittlich 8 ½ % sinken. Im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen erholt sich der Arbeitsmarkt aber merklich langsamer.



Alles in allem betrachtet, ist die Lage der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten nicht allzu rosig. Die Konsumausgaben werden die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Prognosezeitraum zwar stützen, aber kaum eine stärkere Dynamik entfalten.

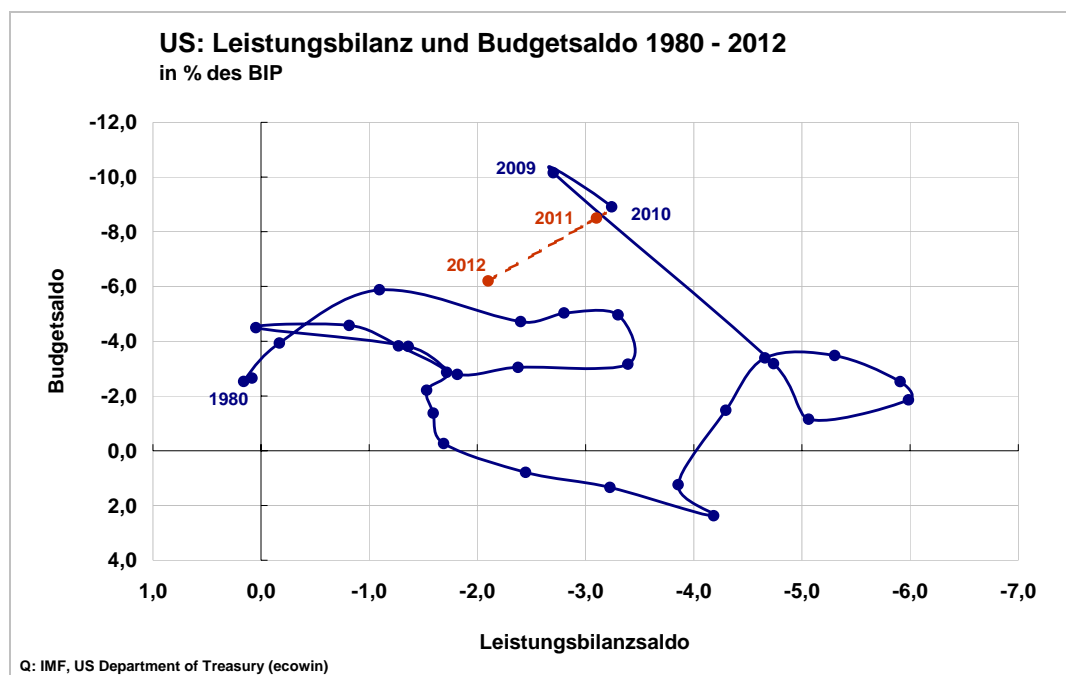
Zwillingsdefizit bleibt aufrecht

In unserer Frühjahrsprognose haben wir darauf hingewiesen, dass der Staat sein AAA-Rating verlieren könnte. Anfang August war es dann soweit: Standard & Poor's senkte seine Bewertung um eine Stufe auf AA+; eine weitere Herabstufung in den kommenden Monaten ist möglich. Diesem historisch einzigartigen Schritt war ein wochenlanger Streit zwischen

¹ Ende des zweiten Quartals 2011 betrug das finanzielle und nicht-finanzielle Nettovermögen rund das Fünffache der verfügbaren Einkommen der Haushalte. Vor Ausbruch der Krise war dieses Verhältnis auf beinahe das Sechseinhalbfache geklettert.

Demokraten und Republikanern über die notwendig gewordene Anhebung der gesetzlichen Verschuldungsgrenze vorangegangen, der vor allem eines zeigte: die Handlungsfähigkeit der Regierung ist äußerst beschränkt.

Das Budgetdefizit des Zentralstaates betrug im Vorjahr 8,9 % des BIP, der Gesamtstaat schloss nach Angaben des Internationalen Währungsfonds mit einem Defizit von 10,3 % des BIP. Gemäß der Projektionen des Congressional Budget Office (CBO) wird der Haushalt in Washington heuer mit einem Abgang von 8 ½ % der Wirtschaftsleistung schließen, also kaum weniger als im Jahr zuvor. Der mittelfristige Ausblick des CBO unterscheidet ein „Baseline Scenario“, d.h. eine Projektion der Ausgaben und Einnahmen auf der Grundlage der derzeitigen Gesetzeslage, und diverse andere Szenarien, die verschiedene Politik-Annahmen enthalten, z.B. dass derzeitige, eigentlich zeitlich befristete Steuererleichterungen fortgeführt werden (und dadurch höhere Defizite generiert werden). Im Baseline Scenario selbst hat das CBO die geplanten Einsparungsmaßnahmen von mindestens 1.200 Mrd USD über die nächsten zehn Jahre berücksichtigt, nicht jedoch den jüngsten Vorstoß der Obama-Administration, ein neue Konjunkturprogramm² auflegen zu wollen. Entsprechend dem Baseline Scenario soll der negative Finanzierungssaldo des Zentralstaates im kommenden Jahr auf 6,2 % und 2013 auf 3,2 % des BIP sinken. Aller Voraussicht nach wird diese Reduktion nicht stattfinden, es sei denn, die Finanzmärkte erhöhen den Druck. Danach sieht es zurzeit aber nicht aus: die Rendite für zehnjährige US-Treasuries erreichte vor wenigen Wochen ein Rekordtief von 1,72 %.



² Die im September vorgeschlagenen Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur umfassen u.a. eine Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung sowie der Lohnsteuersenkung für Arbeitnehmer und eine Erhöhung der Staatsausgaben für Infrastrukturmaßnahmen sowie für Transfers an nachgeordnete Gebietskörperschaften. Würde dieses Paket verabschiedet werden, würde sich das Budgetdefizit 2012 kaum reduzieren.

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wäre ein wichtiger Schritt zur nachhaltigen Reduktion des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts, insbesondere gegenüber China, denn zwischen dem Handelsdefizit mit China und den von China gehaltenen US-Staatsanleihen besteht ein direkter Zusammenhang³. Das Leistungsbilanzdefizit der USA hat sich im Zuge der Rezession auf rund 3 % des BIP halbiert; der IMF geht für 2012 von einer weiteren Reduktion auf rund 2 % des BIP aus. Mittelfristig würde der Importüberhang jedoch wieder zunehmen. Ein „twin deficit“ ist für die US-Wirtschaft grundsätzlich zwar auch langfristig tragbar, allerdings nur unter der Voraussetzung, dass der US-Dollar seinen Status als internationale Handels- und Reservewährung beibehält.

Niedrige Zinsen...

Die Federal Reserve hat bald das dritte Jahr⁴ ihrer historisch einzigartigen Niedrigzinspolitik hinter sich, und seit der Presseerklärung des Federal Open Market Committee (FOMC) im August haben die Finanzmärkte die Gewissheit, dass dieser expansive geldpolitische Kurs zumindest bis Mitte 2013 angepeilt wird⁵. Freilich behielt sich das FOMC vor, bei Bedarf auch früher oder später zu handeln, je nachdem, wie sich das volkswirtschaftliche Umfeld entwickelt. Damit stellt sich allerdings die Frage, wozu sich die Fed zeitlich festlegt, wenn die Bindung gleichzeitig unter Vorbehalt („volkswirtschaftliches Umfeld“) erfolgt. Mögliche Antwort: Man wollte der Öffentlichkeit eine nützliche Orientierungshilfe geben – das geht aus dem Sitzungsprotokoll hervor („useful guidance to the public“) – hat aber gleichzeitig Angst vor Inflation. Angesichts eines Leitzinsniveaus von null und der äußerst verhaltenen Konjunktorentwicklung sollte sich die Fed jedoch eher Sorgen um etwaige Deflationsrisiken machen, denn die Kombination aus stagnierendem oder sinkendem gesamtwirtschaftlichen Output, rückläufigen Preisen und Nullzinsniveau ergibt die so genannte Liquiditätsfalle. Um das Risiko, in eine derartige Lage zu geraten, zu minimieren, muss die Zentralbank eigentlich eine höhere Inflation zulassen bzw. die Inflationserwartungen schüren, um die private Nachfrage zu stimulieren.

Das „quantitative easing“ der Fed, d.h. die monetäre Expansion durch den Ankauf von Wertpapieren, birgt die Möglichkeit, gleichzeitig aber auch das Risiko einer mittelfristig höheren Inflation in sich. Entscheidend ist, was die Zentralbank letztlich damit erreichen will bzw. mit welchen Instrumenten sie gegebenenfalls gegensteuert. Der Erfolg der beiden Programme (QE1 und QE2), gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Expansion, ist bislang jedenfalls eher bescheiden gewesen. Anstatt weiter auf die Ausdehnung ihrer Bilanzsumme zu setzen, hat die Fed nun ein neues Programm lanciert: „Operation Twist“. Dabei sollen bis Mitte nächsten Jahres für 400 Mrd US-Dollar Treasuries mit Restlaufzeiten zwischen sechs und dreißig Jahren angekauft und im Gegenzug Papiere mit einer Laufzeit bis zu drei Jahren verkauft werden. Die Zinskurve soll dadurch tendenziell flacher und langfristige Finanzierungskonditionen sollen günstiger werden.⁶

³ Dem Leistungsbilanzdefizit steht ein Überschuss in der Kapitalbilanz gegenüber (Kapitalimporte > Kapalexporte), die wiederum dem Saldo der inländischen (privaten und öffentlichen) Ersparnis und der Investitionen entsprechen. Im Fall der USA reflektiert das Leistungsbilanzdefizit eine zu geringe inländische Ersparnis (relativ zu den Investitionen): Die Sparquote der privaten Haushalte ist niedrig, das Defizit der öffentlichen Haushalte hoch. Ein Teil der Nachfrage wird durch das Ausland finanziert.

⁴ Der Zielsatz für Taggeld (Federal Funds Target Rate) wurde Mitte Dezember 2008 von 1 % auf 0 % - 0,25 % gesenkt.

⁵ Dieser Beschluss wurde nicht einstimmig gefasst: Drei von zehn Mitgliedern sprachen sich gegen diese zeitliche Fixierung aus.

⁶ Das Programm ist für die Federal Reserve bilanzneutral. Deutet dies auf eine Inflationsangst hin?

Ungeachtet der Erfolgsaussichten für die Konjunktur (wir nehmen an: gering) – die Zinsen in den USA bleiben im Prognosezeitraum jedenfalls auf einem historisch niedrigen Niveau, wobei der Abwärtsdruck auf die langfristigen Renditen im Gefolge eines steigenden Risikoappetits nachlassen wird. Letzterer hängt wesentlich davon ab, wie sich die Schuldenkrise in Europa weiter entwickelt.

...stärkerer Dollar

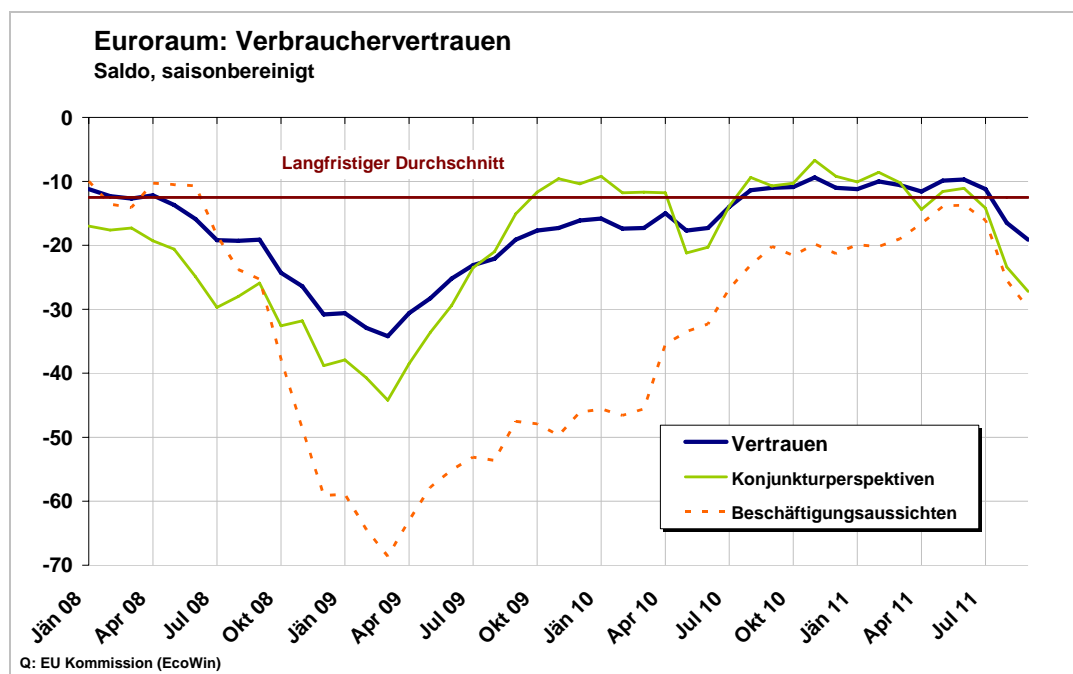
Die Schuldenkrise und die damit unmittelbar in Zusammenhang stehende, je nach Tagesverfassung steigende oder sinkende Risikoaversion der Finanzmarktteilnehmer war in den letzten Monaten der wesentliche Einflussfaktor für den Wechselkurs des Euro gegenüber den anderen Hauptwährungen. Das Währungspaar Euro / Dollar schwankte jedoch vergleichsweise wenig: In den ersten drei Monaten notierte der Dollar zwischen 1,30 und 1,40 gegenüber dem Euro, im zweiten Quartal zwischen 1,40 und 1,50, im dritten zunächst zwischen 1,40 und 1,45. Ausgelöst durch die schwächeren Konjunkturaussichten im Euroraum und den Rücktritt des EZB-Chefvolkswirts gab der Euro Anfang September allerdings nach (Bandbreite 1,30 bis 1,40). Die weitere Kursentwicklung wird davon abhängen, welche der beiden Währungen verhältnismäßig weniger schwach sein wird. Events von beiden Seiten können im Prognosezeitraum zu größeren Schwankungen des Wechselkurses führen, insgesamt erwarten wir jedoch, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro weiter an Boden gewinnen wird.

Euroraum

In Europa herrscht mittlerweile nicht mehr nur eine Schuldenkrise einiger weniger kleiner Länder. Der Wachstumsmotor sämtlicher Volkswirtschaften stottert zunehmend und das Vertrauen der Konsumenten und Unternehmen ist eingetrübt. Die Konjunkturindikatoren zeichnen für den Euroraum in der zweiten Jahreshälfte ein pessimistisches Bild. Wir erwarten einen kurzfristigen Rückgang der Wirtschaftsleistung, voraussichtlich im heurigen Schlussquartal. Eine neuerliche, ausgeprägte Rezession halten wir allerdings für eher unwahrscheinlich. Welchen Weg die EU beschreiten wird, die vor der „größten Herausforderung in ihrer Geschichte“ steht (EU-Kommissionspräsident Barroso), hängt vor allem von der Politik ab.

Konjunktur schwächelt im zweiten Quartal

Der Konjunkturmotor, der zu Jahresbeginn noch auf hohen Touren lief, schaltete im zweiten Quartal einige Gänge zurück. Die Eurozone verzeichnete ein Wirtschaftswachstum von nur noch 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal. Eine Abschwächung der Konjunktur war durchaus erwartet worden, viel überraschender waren jedoch die Beiträge der einzelnen Staaten zur Wirtschaftsleistung. Während die beiden großen Volkswirtschaften Deutschland und Frankreich, die im Anfangsquartal noch zwei Drittel des Anstiegs des Euroraum-BIP trugen, zuletzt nur noch marginal expandierten bzw. stagnierten, performten Italien und Spanien deutlich besser. Kleinere Länder wie Estland, Irland, Slowakei und Österreich verzeichneten in der gesamten ersten Jahreshälfte einen überdurchschnittlichen Anstieg der aggregierten Nachfrage.



Frühindikatoren brechen ein und deuten auf kurzfristigen BIP-Rückgang hin

Sämtliche Frühindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten kontinuierlich verschlechtert und deuten damit auf eine spürbare Konjunkturabkühlung hin. Die Einkaufsmanager im verarbeiteten Gewerbe berichteten im September zum zweiten Mal in

Folge von einem Produktionsrückgang und Auftragseinbußen. Auch im Dienstleistungssektor ergab die Umfrage einen Rückgang der Geschäftstätigkeit und der Ausblick fiel so verhalten aus wie zuletzt im Frühjahr 2009. Besonders auffallend ist der dramatische Stimmungseinbruch bei den Konsumenten seit der Jahresmitte. Die Schuldenkrise im Euroraum und die damit erzeugte Unsicherheit unter den Verbrauchern hinsichtlich zukünftiger politischer Entscheidungen drückt sich vor allem in einer pessimistischeren Einschätzung der Konjunktur- und Arbeitsmarktentwicklung aus.

Bisher vorhandene „hard facts“ für das dritte Quartal 2011 deuten allerdings noch auf eine wachsende Wirtschaftsleistung hin. So ist die Industrieproduktion sowohl im Juli als auch im August um mehr als 1 % im Vormonatsvergleich gestiegen. Damit dürfte sich der von den Frühindikatoren angekündigte Produktionsrückgang auf das Abschlussquartal 2011 verschieben und eventuell noch im Folgequartal anhalten.

Welthandel verliert etwas an Dynamik – keine Wachstumsimpulse vom Außenhandel zu erwarten

Die Verlangsamung der globalen Handelsdynamik wird in erster Linie in stark exportorientierten Volkswirtschaften wie Deutschland und Österreich zu spüren sein. Die Ausfuhren werden wesentlich schwächer ansteigen, und auch für die Importnachfrage ist eine ähnliche Tendenz zu erwarten. Der Außenbeitrag dürfte 2012 nur noch minimal positiv ausfallen. Die aggregierte Nachfrage im Euroraum wird im kommenden Jahr daher zum Großteil durch die inländische Nachfrage getragen, doch auch hier werden die Impulse nur sehr verhalten ausfallen. Die Unsicherheit unter Unternehmen und Konsumenten wird zu sehr zurückhaltenden Investitions- und Konsumententscheidungen führen. Der öffentliche Konsum fällt aufgrund der notwendigen Budgetkonsolidierung als Wachstumsstimulator aus.

Finanzpolitik bleibt restriktiv

Einer stärkeren Konjunkturerholung steht unter anderem die restriktive Ausrichtung der Fiskalpolitik entgegen. Bereits im vergangenen Jahr wurde das Budgetdefizit in vielen Ländern deutlich reduziert, auch im heurigen Jahr dürfte das großteils gelungen sein. Allerdings waren die Konsolidierungsbemühungen bisher durch ein relativ freundliches Konjunkturklima begünstigt. 2012 wird der Konsolidierungsprozess fortgesetzt, die Rahmenbedingungen haben sich allerdings verschlechtert. Um die festgesetzten Einsparungsziele doch noch einhalten zu können, wurden in mehreren Ländern zusätzliche Sparpakete verabschiedet. Unter dem Druck erhöhter Risikoprämien sahen sich einige Regierungen sogar zu zusätzlichen Konsolidierungsschritten veranlasst. Das Budgetdefizit wird dennoch von 4,3 % im heurigen Jahr auf voraussichtlich nur 3,9 % schrumpfen, nachdem er 2010 noch bei 6,0 % des BIP lag.

Sinkende Inflation, steigende Arbeitslosigkeit

Die Abschwächung der Konjunktur wird auch zu einem sinkenden Preisdruck beitragen. Im Zusammenspiel mit dem auslaufenden Basiseffekt des Ölpreisanstiegs (wir erwarten einen unveränderten Ölpreis

Öffentlicher Budgetsaldo (in % d. BIP)

	2010	2011	2012
Belgien	-4,1	-3,8	-4,6
Deutschland	-3,3	-1,8	-1,4
Estland	0,1	-0,8	-1,8
Irland	-32,4	-10,0	-8,7
Griechenland	-10,5	-8,5	-6,0
Spanien	-9,2	-6,0	-5,6
Frankreich	-7,0	-5,7	-5,5
Italien	-4,6	-4,4	-4,2
Zypern	-5,3	-5,1	-5,1
Luxemburg	-1,7	-1,2	-1,9
Malta	-3,6	-2,9	-3,0
Niederlande	-5,4	-3,6	-2,7
Österreich	-4,6	-3,9	-3,2
Portugal	-9,1	-6,4	-5,5
Slowenien	-5,6	-5,8	-5,0
Slowakei	-7,9	-5,4	-5,0
Finnland	-2,5	-1,4	-1,3
<i>Euroraum</i>	-6,0	-4,3	-3,9

Prognose: IMF, Gemeinschaftsdiagnose, wiiw

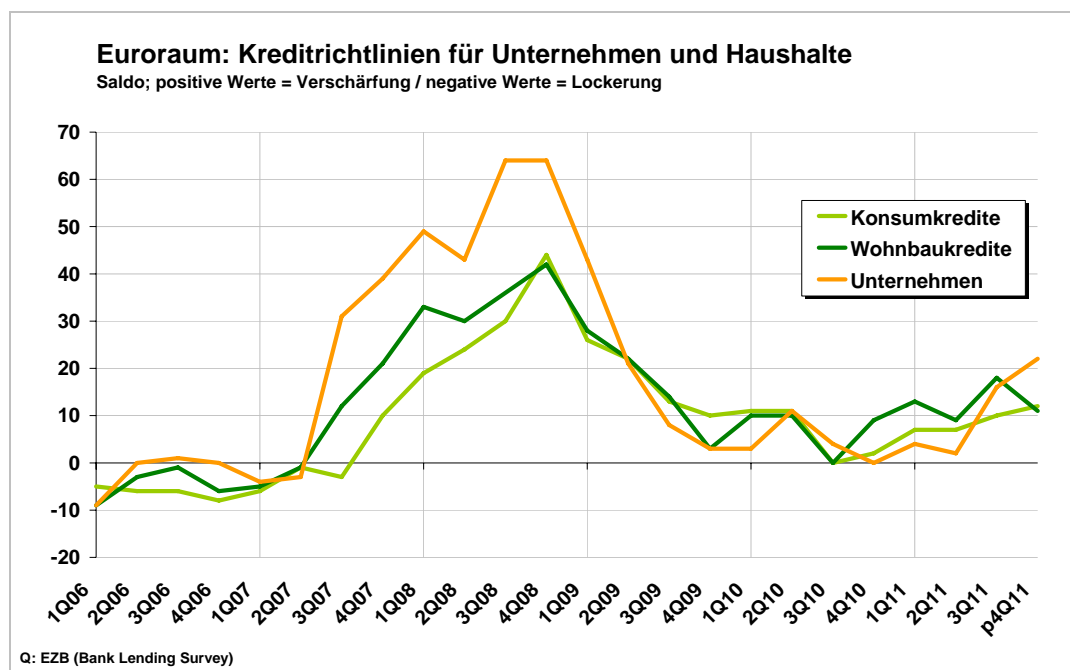
von rund 105 USD pro Barrel Brent) dürfte die Inflationsrate in den kommenden Monaten kontinuierlich zurückgehen und im kommenden Jahr im Durchschnitt bei nur noch 1,7% liegen.

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird in den kommenden Quartalen zu verhalten sein, um genügend neue Arbeitsplätze zu schaffen, die Arbeitslosenquote dürfte nach einer Stabilisierung in den letzten Monaten im kommenden Jahr wieder leicht ansteigen.

Ausblick ist mit erhöhten, insbesondere politischen Risiken behaftet

Eines der großen Risiken der Prognose ist nach wie vor durch den fraglichen Ausgang der Schuldenkrise definiert. Zwar wird von der Politik eine Insolvenz Griechenlands ausgeschlossen, aber im Prinzip hat die Restrukturierung der griechischen Schulden mittels Zinssenkungen und Laufzeitverlängerungen bereits längst begonnen. Erweiterte Restrukturierungsmaßnahmen werden aktuell in Aussicht gestellt, besonders im Fokus ist die Beteiligung der privaten Gläubiger. Der bislang noch freiwillige Verzicht auf 20 % der Forderungen könnte noch ausgeweitet werden. Gleichzeitig wäre hier ein Mechanismus notwendig, der jene Banken auffängt und rekapitalisiert, die durch einen Schuldenschnitt massiv gefährdet wären.

Erste Anzeichen von Problemen im Bankensektor sind allerdings bereits sichtbar: So berichteten die Banken im dritten Quartal im Rahmen der Euro Area Bank Lending Survey einerseits, dass die Kreditrichtlinien aufgrund der erschwerten Refinanzierungsbedingungen und verschlechterten Kreditwürdigkeit bereits verschärft wurden. Ein zusätzlicher Risikofaktor der Prognose ist deshalb eine weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien, die im Extremfall zu einem „credit crunch“ führen könnte. Die Nachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte nach Krediten ist allerdings auch bereits deutlich zurückgegangen; dieser Trend könnte sich noch verstärken.



Deutschland: vergleichsweise günstige Situation der öffentlichen Finanzen

Die deutsche Wirtschaft – das Zugpferd der Konjunktur im Euroraum – ist von den Folgen der Schulden- und Vertrauenskrise nicht ausgeklammert. Zwar dürfte im dritten Quartal 2011 noch ein recht kräftiges BIP-Wachstum erreicht worden sein, für das Abschlussquartal deuten die Frühindikatoren allerdings auf einen leichten Rückgang der aggregierten Nachfrage hin. Dafür zeichnet nicht nur der schwächere globale Handel verantwortlich sondern auch die aufgrund der hohen Unsicherheit gedämpften Konsum- und Investitionsentscheidungen im Inland. Positiv anzumerken ist jedoch, dass die vergleichsweise günstige Situation der öffentlichen Haushalte keine derart restriktive Ausrichtung der Fiskalpolitik wie in anderen Ländern erfordert und die Finanzierungskosten sehr niedrig sind. Die expansive Geldpolitik der EZB wird die Konjunkturbelebung im kommenden Jahr wesentlich stützen. Zwar wird die deutsche Wirtschaft im Länder-Vergleich stärker expandieren, das Wachstum wird allerdings deutlich unter dem Output-Potenzial liegen.

Frankreich: schwache Binnennachfrage

In Frankreich kam das Wirtschaftswachstum im 2. Quartal beinahe vollständig zum Erliegen. Nach einem Plus von knapp 1 % zu Jahresbeginn stagnierte die aggregierte Nachfrage zuletzt. Die privaten Konsumenten hielten sich bei den Ausgaben spürbar zurück; die hohen Rohstoffpreise und auch das Auslaufen der französischen Version der Abwrackprämie zeichneten unter anderem dafür verantwortlich. Frankreichs Regierung hat sich im Sommer entschieden, die Konsolidierungsbemühungen präventiv zu verstärken, um etwaigen Spekulationen über Bonitätsherabstufungen und einem damit verbundenen Anstieg der Risikoprämien entgegenzutreten. Auch andere Faktoren dürften im Prognosezeitraum die Binnennachfrage belasten: die allgemeine Unsicherheit über den Ausgang der Schuldenkrise im Euroraum als auch über die Solvenz der französischen Banken und der voraussichtliche Anstieg der Arbeitslosigkeit. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte im kommenden Jahr um weniger als 1 % ansteigen, nach einem Plus von 1,7 % im heurigen Jahr.

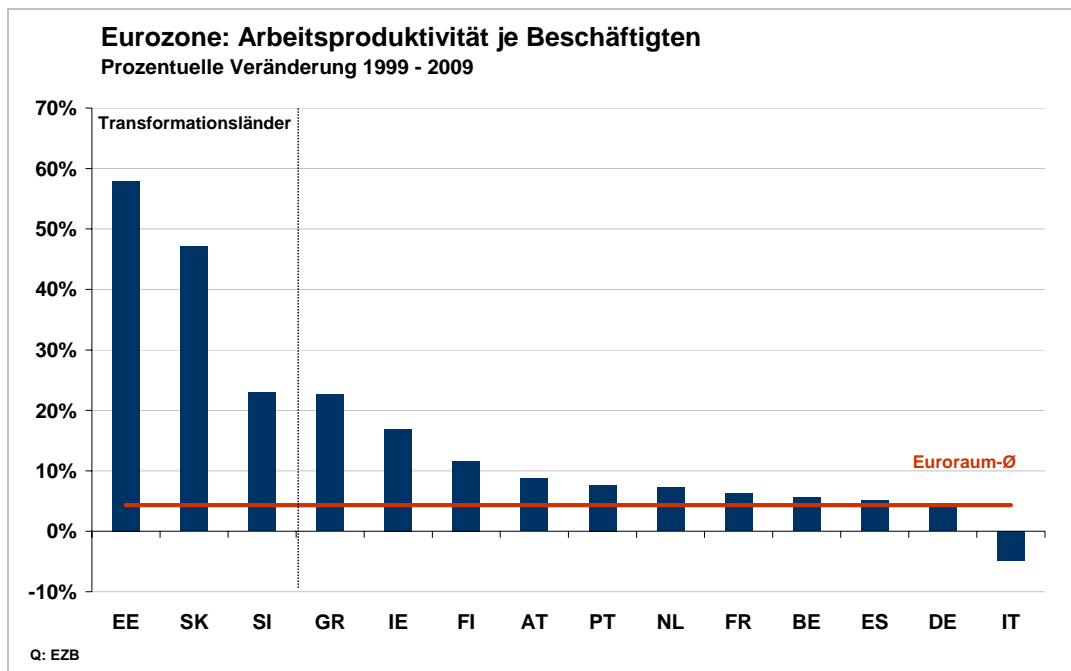
Italien: kaum Wachstum, sinkende Produktivität

Im Jahr 2010 führten Konjunkturpakete und automatische Stabilisatoren dazu, dass die öffentlichen Schulden auf beinahe 120 % des BIP anstiegen. Die Verschuldung des italienischen Staates ist allerdings schon seit geraumer Zeit auf einem hohen Niveau: Seit 1992 lag die Schuldenquote kontinuierlich über 100 %. Positiv anzumerken ist, dass der Budgetsaldo 2010 bei rund 4 ½ % des BIP lag (im Euroraum-Vergleich kein ungewöhnlich hoher Wert), die Schulden sehr langfristig finanziert sind und zum überwiegenden Teil im Inland gehalten werden. Allerdings ist die italienische Volkswirtschaft in den vergangenen Jahren kaum gewachsen – beträchtliche Anpassungen wären notwendig, um die öffentlichen Finanzen nachhaltiger zu gestalten. Problematisch ist vor allem, dass die nominellen Löhne in den letzten zehn Jahren zwar um 26 % gestiegen sind, die Arbeitsproduktivität jedoch um 5 % gesunken ist (Euroraum: +4,3 %). Nachdem die Rendite auf italienische Staatsanleihen immer weiter unter Druck gekommen ist, verabschiedete die Regierung im September ein neues Sparpaket mit dem Ziel, 2013 ein ausgeglichenes Budget zu erreichen. Auch die erschwerten Finanzierungsbedingungen für Unternehmen dürften die inländische Nachfrage spürbar dämpfen und für eine Stagnation der Wirtschaft im kommenden Jahr sorgen.

Spanien: Immobilienkrise belastet Banken und Arbeitsmarkt

Spaniens Wirtschaft ist nach wie vor durch die geplatzte Immobilienblase gezeichnet. Die Immobilienpreise lagen zuletzt um 17 % unter dem Vor-Krisen-Niveau und dürften weiterhin sinken. Das ist vor allem für die regional tätigen Sparkassen problematisch, die in großem Ausmaß Wohnbaukredite vergeben haben, die so genannten „Cajas“. Die Anzahl der Cajas

wurde bereits von 45 auf 15 reduziert und umfangreiche Reformen wurden eingeleitet. Dennoch fielen fünf Institute beim EU-weiten Stresstest durch. Drei Cajas mussten bis dato verstaatlicht werden. Es ist nach wie vor äußerst fraglich, ob die restlichen Cajas eine selbständige Rekapitalisierung zustande bringen. Ein weiteres tief greifendes Problem der spanischen Wirtschaft ist die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit: Die Arbeitslosenquote liegt seit mehr als einem Jahr über 20 %, in Teilen des Landes sogar über 30 %. Die Aussichten für den Inlandskonsum sind damit eher negativ. Wenn sich die Perspektiven für den globalen Handel wieder aufhellen, dürften zumindest vom Export wieder positive Impulse für die Gesamtwirtschaft entstehen.



Leitzinsen „on hold“, Kapitalmärkte erforschen neues Terrain

Die Europäische Zentralbank hat im Frühjahr den Hauptrefinanzierungssatz in zwei Schritten auf 1,5 % angehoben. Angesichts der gesteigerten Unsicherheit auf den Finanzmärkten und des wiederkehrenden Misstrauens der Geschäftsbanken untereinander wurde das Instrumentarium der unkonventionellen Maßnahmen zuletzt erweitert. Die EZB will damit sicherstellen, dass genügend Liquidität vorhanden ist. Wir halten es trotz der eingetrübten Konjunkturaussichten nicht für wahrscheinlich, dass die EZB ihre Zinsschritte wieder rückgängig machen wird. Einerseits ist dafür die Inflation noch auf einem zu hohen Niveau (September 3 %), andererseits würde eine Verringerung des Leitzinses im aktuellen Umfeld, das von Unsicherheit und Kaufzurückhaltung gekennzeichnet ist, kaum eine Auswirkung auf die Realwirtschaft haben. Wir erwarten daher zwar eine fortgesetzt „aggressive“ Geldpolitik hinsichtlich der unkonventionellen Maßnahmen (volle Zuteilung bei Wochentendern und längerfristigen Geschäften, Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt, usw.) bei gleichzeitiger Beibehaltung des aktuellen Leitzinsniveaus. Der 3-Monats-Euribor dürfte sich im Prognosezeitraum nur knapp oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes bewegen.

Die Kapitalmärkte waren in den letzten Monaten durch ausgeprägte Kursbewegungen gekennzeichnet. Die bisherigen Bemühungen der Politik, eine Lösung der Schuldenkrise

herbeizuführen, waren nicht überzeugend; die Renditen für Staatsanleihen der stark verschuldeten Länder sind nach wie vor auf hohen Niveaus bzw. sogar weiter gestiegen. Lediglich Irland scheint die geplanten Konsolidierungsziele erreichen zu können und gewinnt das Vertrauen der Anleger – als Ausdruck von sinkenden Renditen – schrittweise zurück. Eine Prognose der Renditeentwicklung ist angesichts der noch ausstehenden Entscheidungen auf Politikebene – und der Reaktion der Finanzmärkte darauf – mit äußerst hoher Unsicherheit behaftet. Unter der Annahme, dass nachhaltige Schritte für ein Fortbestehen der Währungsunion beschlossen werden, aber viele Ungleichgewichte nicht von heute auf morgen beseitigt werden können, gehen wir von einem langsamen Anstieg der zehnjährigen Rendite deutscher Bundesanleihen aus. Vor-Krisen-Niveaus von deutlich über 3 % dürften allerdings im Prognosezeitraum vorerst nicht mehr erreicht werden.

Großbritannien

Stagnation plus Inflation gleich Stagflation – das beschreibt in etwa den derzeitigen Zustand der britischen Wirtschaft. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird heuer und im Folgejahr nur um jeweils rund 1 % ansteigen, während die Inflation aktuell steil nach oben klettert und im kommenden Jahr zwar nachlassen, aber weit über dem 2 %-Ziel der Bank of England verweilen dürfte.

Die britische Wirtschaft konnte in der ersten Jahreshälfte nur ein niedriges BIP-Wachstum verzeichnen: Nach dem Rückgang zum Jahresende 2010 (-0,5 %) nahm die aggregierte Nachfrage in den ersten beiden Quartalen nur um 0,4 % bzw. 0,1 % q-o-q zu. Höhere Steuern, höhere Energiepreise und ein mit erheblicher Unsicherheit behafteter Konjunkturausblick belasten den privaten Konsum, der das vierte Quartal in Folge rückläufig war.

Auch die Ausfuhren stützen das Wachstum zuletzt nicht mehr: Nach einer noch relativ kräftigen Exportsteigerung im Winterhalbjahr nahmen die Ausfuhren zuletzt um mehr als 1 % (q-o-q) ab. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Großbritanniens hat sich seit 2007 allerdings deutlich verbessert. Im kommenden Jahr wird unter der Annahme, dass der Welthandel wieder etwas mehr an Schwung gewinnt, der Export einen wesentlichen Wachstumsmotor darstellen.

Der Output in der Industrie ist seit dem Frühjahr rückläufig und liegt immer noch um 8 % unter dem Produktionsniveau von vor der Krise. Die Umfragen unter den Einkaufsmanagern im verarbeitenden Gewerbe haben jedoch für September ein überraschend positives Ergebnis erbracht. Dennoch: Das Gros der Frühindikatoren hat sich zuletzt neuerlich eingetrübt, der umfassende Economic Sentiment Indicator ist auf dem tiefsten Stand seit zwei Jahren. Die Stimmung in sämtlichen Wirtschaftssektoren ist abgekühlt, vor allem aber im Einzelhandel verschlechterte sich die Einschätzung seit Jahresbeginn rapide.

Der Ausblick ist vorrangig von einer verhaltenen Inlandsnachfrage gekennzeichnet. Die realen Haushaltseinkommen waren bis zuletzt rückläufig, das Lohnwachstum hat nicht mit der gestiegenen Inflation und den Steuererhöhungen Schritt gehalten. Seit dem Frühjahr steigt die Arbeitslosigkeit wieder an, im Juli lag die Arbeitslosenquote bei 8,1 %, dem höchsten Wert seit 15 Jahren. Angesichts der schwachen Konjunkturaussichten dürfte die Arbeitslosigkeit im kommenden Jahr weiter ansteigen.

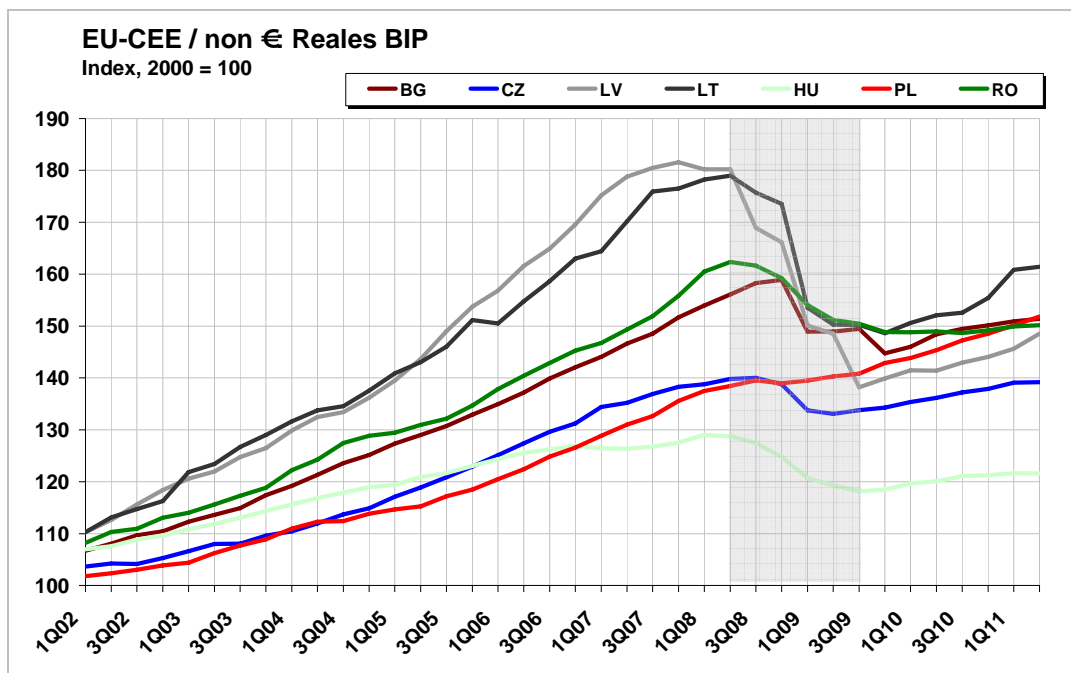
Die finanzielle Position der privaten Haushalte würde unter einer Leitzinsanhebung enorm leiden. Wir erwarten eine Beibehaltung des niedrigen Niveaus von 0,5 % für den Prognosezeitraum. Die Inflationsrate sprang im September auf 5,2 % (nach 4,5 % im August), das hohe Preisniveau ist jedoch vorwiegend durch die Mehrwertsteuererhöhung zu Jahresbeginn und die höheren Energie- und Importpreise begründet. Die Bank of England erwartet dementsprechend wesentlich niedrigere Inflationsraten im kommenden Jahr, wenn diese temporären Effekte wegfallen. Die Teuerung wird mit 2,7 % allerdings weit über dem Ziel der Zentralbank von 2 % liegen.

Zentral- und Osteuropa

In den zentral- und osteuropäischen Mitgliedsländern der EU gewann der wirtschaftliche Aufschwung in der ersten Jahreshälfte 2011 an Dynamik. Neben den Exporten spielte die inländische private Nachfrage eine zunehmende Rolle. Infolge der Abkühlung der internationalen Konjunktur trüben sich aber auch die Aussichten für Osteuropa ein. Zudem hat die Finanz- und Wirtschaftskrise unterschiedlich starke Einschnitte hinterlassen, die einer stärkeren Expansion im Wege stehen.

Konjunkturgefälle weniger stark ausgeprägt als im Euroraum

Die nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedsländer Zentral- und Osteuropas⁷ konnten ihren gesamtwirtschaftlichen Output in der ersten Jahreshälfte 2011 um 3 % gegenüber dem Vorjahr steigern. Im Vergleich zur Vorperiode (2H2010: +2,7 %) beschleunigte sich die Konjunktur damit einmal mehr. Dennoch war das Wirtschaftswachstum schwächer ausgeprägt als in den drei Euroländern Slowakei, Slowenien und Estland (+3,7 %, nach +3,4 %), bedingt durch eine leicht geringere Exportnachfrage.



Die Wachstumsdifferenzen zwischen den einzelnen Ländern haben sich im heurigen Jahresverlauf merklich verringert. Die gesamtwirtschaftliche Produktion expandierte in allen EU-CEEs sowohl im Jahres- als auch im Quartalsvergleich. Das Ausgangsniveau ist allerdings ebenso unterschiedlich wie es die realwirtschaftlichen Schwächen sind: Lettland und Litauen erlebten infolge der globalen Krise den tiefsten Einbruch ihrer Wirtschaftsleistung, allerdings hatten beide Länder zuvor ihr Produktionsniveau auch am stärksten ausweiten können.⁸ Da die baltischen Volkswirtschaften ihre Währungen an den Euro gebunden haben (beide nehmen am Wechselkursmechanismus II teil), erfolgte die

⁷ Tschechien, Polen, Ungarn, Lettland, Litauen, Bulgarien, Rumänien; kurz: EU-CEE / non €.

⁸ Bezogen auf das hier gewählte Basisjahr 2000.

Absorption des Nachfrageschocks vor allem über den Arbeitsmarkt (merklicher Anstieg der Arbeitslosigkeit) bzw. in weiterer Folge über die öffentlichen Haushalte (Defizit ausweitung, rasche Zunahme der Schuldenquote). Zuletzt war die Wachstumsdynamik im Baltikum wieder stärker als in allen anderen zentral- und osteuropäischen Volkswirtschaften der EU, von einem Wiederanstieg des Outputs auf das Vor-Krisen-Niveau kann jedoch zurzeit keine Rede sein. Bulgarien und Rumänien mussten ebenfalls einen ausgeprägten Produktionsrückgang verkraften, im Gegensatz zu den baltischen Ländern erholt sich die Konjunktur aber nur schleppend. In Tschechien verlief die Rezession dank eines robusten privaten Konsums vergleichsweise glimpflich. Der zuvor erreichte Erfolg in der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit wurde jedoch zunichte gemacht. Polen setzte als einziges der neuen EU-Länder auch während der globalen Krise seinen Wachstumskurs fort. Die Investitionstätigkeit sank nur geringfügig, der Rückgang der Exportnachfrage wurde durch eine noch stärkere Verringerung der Einfuhren sowie eine stabile Konsumnachfrage aufgefangen. Ungarn schließlich kämpft mit einer Vielzahl von Problemen: Die gesamtwirtschaftliche Produktion konnte in der letzten Dekade nur wenig gesteigert werden, die Arbeitslosigkeit ist hoch, die privaten und öffentlichen Haushalte sind überschuldet, der Bankensektor leidet unter der hohen Steuerlast und zunehmenden Kreditausfällen. Zudem beunruhigt die fragwürdige Regierungspolitik der Fidesz unter Viktor Orbán potenzielle Investoren.

Baltikum: Auf der Überholspur, aber mit großem Ballast

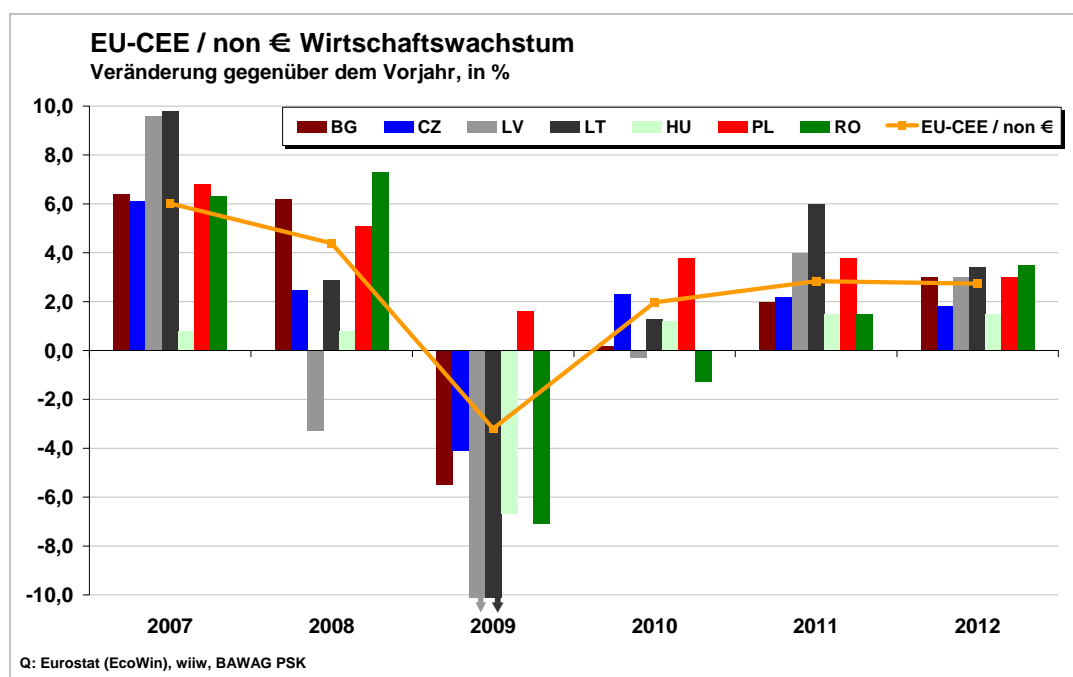
Lettland und Litauen (sowie Estland, siehe Kapitel „Euroraum“) verzeichneten in den letzten zwölf Monaten das stärkste Wirtschaftswachstum unter den zentral- und osteuropäischen EU-Ländern. Während die Exportnachfrage vor allem in Lettland bis zuletzt boomte, gewann im heurigen Jahresverlauf auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen, in Litauen zudem der private Verbrauch immer mehr an Bedeutung. Der Lageraufbau trug ebenfalls positiv zum Wirtschaftswachstum bei. Die lebhaftere Auslandsnachfrage hat jedoch eine Kehrseite: Im Zuge des Wirtschaftsaufschwungs steigen auch die Importe wieder kräftig an. Nachdem die Rezession eine Umkehr der langjährigen negativen Außenhandelsbilanz bewirkt hatte, werden Lettland und Litauen bis zum Prognosehorizont erneut ein Leistungsbilanzdefizit verbuchen. Der Außenbeitrag zum Wirtschaftswachstum dürfte bereits heuer negativ sein.

Die Konsumausgaben der Verbraucher wurden in den ersten sechs Monaten 2011 in Litauen kräftig ausgeweitet, während sich der Anstieg in Lettland abschwächte, nachdem die Konsumnachfrage dort bereits 2010 angesprungen war. Gleichzeitig trübte sich das Verbrauchervertrauen deutlich ein. Inmitten der angespannten Arbeitsmarktsituation erholen sich die Löhne nur sehr langsam, darüber hinaus belastete der rasche Anstieg der Verbraucherpreise in den letzten Monaten die real verfügbaren Einkommen der Haushalte. Die höheren Importpreise für Energie und Nahrungsmittel waren dafür hauptsächlich verantwortlich, aber auch die Anhebung indirekter Steuern spielte eine Rolle. Im August betrug die Inflationsrate in Lettland und Litauen $4\frac{1}{2}\%$ – Tendenz allmählich sinkend.

Infolge der Rezession nahm die Arbeitslosigkeit im Baltikum sprunghaft zu. In Lettland erhöhte sich die Erwerbslosenquote von 6 % (im Jahresdurchschnitt 2007) auf 18,6 % im Vorjahr. In Litauen war der Anstieg noch ausgeprägter: von 4,3 % auf 17,8 %. Die konjunkturelle Dynamik macht sich zwar in einer zunehmenden Beschäftigung bemerkbar, für eine rasche Senkung der Arbeitslosigkeit wäre jedoch eine höhere Expansionsrate notwendig. Der strenge Konsolidierungskurs insbesondere der lettischen Regierung spricht ebenfalls für eine nur allmähliche Verbesserung der Arbeitsmarktsituation. In beiden Ländern mündete die Krise in eine rasche Ausweitung des gesamtstaatlichen Defizits um rund neun Prozentpunkte des BIP. Die öffentliche Schuldenquote Lettlands sprang innerhalb von nur

drei Jahren um 36 Prozentpunkte auf 45 % des BIP, jene Litauens um 21 Prozentpunkte auf 38 % des BIP.⁹ Die Budgetkonsolidierung dürfte in Lettland eine Spur rascher vorangehen als in Litauen, da Lettland für 2014 den Beitritt zur Währungsunion plant. Das strebt Litauen grundsätzlich zwar auch an, aber nicht unbedingt bereits 2014. Die Schuldenquote wird im Prognosezeitraum allmählich wieder sinken.

Die jüngste Verschlechterung insbesondere des europäischen Wirtschaftsumfelds trübt auch die Aussichten für das Baltikum ein. Zwar verschieben sich die Antriebskräfte zunehmend auf Konsum und Investitionen, aber die Exportnachfrage spielt nach wie vor eine wichtige Rolle. Neben den intra-baltischen Handelsverflechtungen sowie Skandinavien und Russland ist Deutschland der bedeutendste Absatzmarkt für Lettland und Litauen. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wird 2012 aller Voraussicht nach weniger stark expandieren als im heurigen Jahr. Damit bleibt eine Rückkehr der baltischen Volkswirtschaften zu ihrer Vor-Krisen-Dynamik vorerst aus.



Bulgarien, Rumänien: Licht am Ende des Tunnels?

In Bulgarien und Rumänien schritt die konjunkturelle Erholung bisher sehr langsam voran: Bulgariens Wirtschaftsleistung übertraf in der ersten Jahreshälfte 2011 das Vorjahresniveau um 1,9 %, in Rumänien betrug das Plus gar nur 0,8 %. Beide Länder profitierten von der lebhaften Exportnachfrage, während Konsum und Investitionen weiter gesunken sein dürften. Dank der kräftigen Ausweitung der Ausfuhren konnte der Importüberhang deutlich reduziert werden. Dabei waren sowohl die Absatzmärkte der EU als auch Osteuropas (Türkei, Russland) und Asiens entscheidend. Bulgarien wird heuer zum ersten Mal seit 1997 einen positiven Leistungsbilanzsaldo erzielen, in Rumänien dürfte sich das Defizit auf rund 3 % des BIP verringern und damit mehr als zehn Prozentpunkte weniger als im negativen Rekordjahr

⁹ Der Anstieg der Schuldenquote ist sowohl auf die Ausweitung der Budgetdefizite als auch auf den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zurückzuführen.

2007 betragen. Bedenklich stimmt allerdings, dass die inländische Nachfrage bisher kaum Fuß gefasst hat. Insbesondere im Investitionszyklus hinken beide Länder jenem der restlichen EU deutlich hinterher. Die Ursache dafür liegt vor allem in den sehr schlechten Finanzierungsbedingungen, in Bulgarien zudem an der mangelnden Unterstützung seitens der Wirtschaftspolitik, sowohl was Investitionsanreize betrifft als auch öffentliche Investitionsausgaben an sich.

Angesichts der Tatsache, dass die Exporte bisher der einzige Impulsgeber waren, ist der Konjunkturausblick vor dem Hintergrund des sich verschlechternden internationalen Umfelds äußerst unsicher. Das Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (wiiw) rechnet bis zum Prognosehorizont mit einer Beschleunigung sowohl des privaten Konsums als auch der Investitionsgüternachfrage der Unternehmen. Geschäftsklima und Konsumentenvertrauen deuten zurzeit allerdings in die entgegen gesetzte Richtung. Expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen sind kaum zu erwarten: Die bulgarische Regierung ließ ein klares wirtschaftspolitisches Konzept bisher vermissen und liegt zudem bei der Budgetkonsolidierung hinter Plan, während Rumäniens Fiskalkurs unter der Kontrolle des IMF und der EU steht. Seit Mai besteht eine zweijährige Stand-by-Fazilität in der Größenordnung von 5 Mrd EUR, die Rumänien zwar nur im Notfall in Anspruch nehmen wird, gleichzeitig aber das ambitionierte Ziel verfolgt, das Budgetdefizit im kommenden Jahr auf 3 % des BIP zu reduzieren. Das wiiw erwartet einen wesentlich höheren negativen Finanzierungssaldo von 5 % des BIP.

Tschechien: Sparkurs der öffentlichen Haushalte belastet Konjunktur

Tschechien konnte in den Jahren 2004 bis 2007 große Erfolge in der Konsolidierung seiner öffentlichen Haushalte erzielen. 2007 sank der negative Finanzierungssaldo auf 0,7 % des BIP. Im Zuge der globalen Finanzkrise stieg das Defizit jedoch rasch wieder an (2009: 5,9 % des BIP). Die seit Mai 2010 amtierende Koalitionsregierung unter Petr Nečas hat es sich zur Aufgabe gemacht, die öffentlichen Finanzen rasch zu sanieren. Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen bewirkten im Vorjahr bereits einen Rückgang des Budgetdefizits um mehr als einen Prozentpunkt des BIP. Im Rahmen einer langfristigen Wirtschafts- und Sozialstrategie, die auf ausgeglichene Haushalte bis 2016 abzielt, wird der Konsolidierungskurs im heurigen Jahr fortgesetzt. Der Schwerpunkt liegt auf Ausgabenkürzungen (1 ½ % des BIP); der öffentliche Konsum sollte um 3 ½ % fallen und das Wirtschaftswachstum um knapp einen Prozentpunkt dämpfen.

Tatsächlich war die öffentliche Nachfrage im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres rückläufig (jeweils -0,6 % gegenüber dem Vorquartal), wenngleich weniger stark als die geplanten Einsparungsmaßnahmen hätten bewirken sollen. Die Verbraucher schränkten ihre Ausgaben in Anbetracht der stagnierenden verfügbaren Einkommen ebenfalls ein. Die Unternehmensinvestitionen zogen hingegen im zweiten Quartal an – nach einem Minus zu Jahresbeginn – und lieferten damit den einzigen Wachstumsbeitrag, da die Exporte ebenfalls nachgaben. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts verlangsamte sich im zweiten Quartal auf 0,1 % q-o-q, nach +0,9 % in den drei Monaten zuvor. Im Vorjahresvergleich errechnet sich für die erste Jahreshälfte 2011 ein Wirtschaftswachstum von 2,5 %.

Unter der Annahme, dass die von politischen Spannungen gezeichnete 3er-Koalition das Budgetziel von 4,2 % des BIP auch tatsächlich anstrebt¹⁰, werden sowohl die privaten als auch die öffentlichen Konsumausgaben heuer sinken. Ob das Plus bei der

¹⁰ Für 2012 und 2013 sieht das der EU vorgelegte Konvergenzprogramm eine weitere Defizitreduktion auf 3,4 % bzw. 2,9 % des BIP vor.

Investitionsgüternachfrage im zweiten Quartal bereits eine positive Trendwende einleitete, wird sich erst zeigen. Das Geschäftsklima in der Sachgütererzeugung hat sich im bisherigen Jahresverlauf jedenfalls kontinuierlich verschlechtert. Somit wird der Konjunkturverlauf im Wesentlichen von der Exportnachfrage bestimmt. Das ist aber in zweierlei Hinsicht problematisch: Zum ersten trübt sich das internationale wirtschaftliche Umfeld zunehmend ein, zum zweiten wird etwa ein Drittel der tschechischen Warenausfuhren am deutschen Markt abgesetzt. Somit ist die tschechische Exportindustrie zu einem Großteil vom Konjunkturverlauf in Deutschland abhängig, und dieser sollte sich in den kommenden Monaten zusehends verlangsamen. Vor diesem Hintergrund wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in Tschechien bis zum Prognosehorizont nur verhalten expandieren.

Polen auf solidem Wachstumskurs

Einer robusten Binnennachfrage und einem gesunden Bankensektor war es zu verdanken, dass Polen als einziges EU-Mitglied 2009 keinen Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes verkraften musste. Das Wirtschaftswachstum schwächte sich lediglich ab (+1,6 %, nach +5,1 % im Jahr zuvor), beschleunigte sich aber bereits 2010 wieder auf 3,9 %. In der ersten Hälfte des heurigen Jahres gewann die Konjunktur mit einem Plus von 4 ½% nochmals an Dynamik. Im Vergleich zum Vorquartal nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten und zweiten Vierteljahr jeweils um 1,1 % zu, wofür in erster Linie der private Konsum und die Investitionstätigkeit der Unternehmen (inkl. Lageraufbau) verantwortlich zeichneten. Im Gegensatz dazu war der Außenbeitrag mehr oder weniger neutral.

Polens Industrie gewinnt zusehends an Wettbewerbsfähigkeit: Die Produktivitätsgewinne übersteigen die Reallohnzuwächse, d.h. die Lohnstückkosten sinken tendenziell. Die Auftragslage ist viel versprechend (zuletzt: +10,8 % y-o-y) und lässt auf eine Fortsetzung der guten Industriekonjunktur schließen. Zudem zeichnet sich die Sachgütererzeugung – wie auch die meisten anderen Branchen der polnischen Wirtschaft – durch eine äußerst positive Ertragslage aus.

Die polnische Regierung steuerte dem Konjunkturreinbruch mit einer kräftigen Ausweitung der öffentlichen Ausgaben entgegen. Das gesamtstaatliche Defizit kletterte von 1,9 % des BIP im Jahr 2007 auf 7,9 % im Vorjahr. Bereits heuer werden die höheren Steuereinnahmen den negativen Finanzierungssaldo um zwei Prozentpunkte reduzieren, und für 2012 ist eine weitere Verbesserung im gleichen Ausmaß wahrscheinlich. Die rasche Rückkehr zu einer tragfähigen Fiskalpolitik ist insbesondere für Polen essenziell, da das Land, bedingt durch die zweithöchste Schuldenquote der EU-CEE, anfällig auf die Schuldenkrise im Euroraum ist. Eine Zuspitzung der Krise hat in der Regel eine Abwertung des Zloty zur Folge.

In der zweiten Jahreshälfte 2011 und im kommenden Jahr dürfte sich der gute Konjunkturverlauf fortsetzen, zumal dieser vorwiegend von der inländischen Nachfrage getragen wird. Dank des relativ robusten Beschäftigungswachstums von 2 % bis 2,5 % im Jahresdurchschnitt wird sich die Arbeitslosenquote wieder allmählich an das Vor-Krisen-Niveau annähern.

Ungarn: Einseitiges Wachstum und fragwürdige Politik

Die ungarische Wirtschaft stagnierte im zweiten Quartal des heurigen Jahres, nachdem das Wachstum im ersten Vierteljahr mit 0,3 % bereits sehr niedrig ausgefallen war. Gegenüber dem Vorjahr stieg das reale Bruttoinlandsprodukt in der ersten Jahreshälfte lediglich um 1,5 %, was im Wesentlichen den Exporten zuzuschreiben ist. Im Gegensatz dazu stagnierten die Konsumausgaben der privaten und öffentlichen Haushalte weitgehend, während sich der

Abwärtstrend der Unternehmensinvestitionen sogar verstärkte. Diese Entwicklung reflektiert sowohl die zunehmend erratische Rechtsprechung der Orbán-Regierung, die im Parlament eine Zwei-Drittel-Mehrheit genießt, als auch die Kreditverknappung eines schwer angeschlagenen Bankensektors.

Nicht nur die Bankensteuer, welche 2010 eingeführt wurde und deutlich höher als irgendwo sonst in der EU ist, belastet das ungarische Finanzsystem, sondern auch die steigende Zahl ausfallgefährdeter Kredite. Als Draufgabe beschloss das ungarische Parlament im September ein Gesetz, dass Kreditnehmern hypothekarisch besicherter Fremdwährungsdarlehen bis zum Jahresende die vorzeitige Tilgung zu einem fixen Wechselkurs gegenüber dem Schweizer Franken und dem Euro ermöglicht. Die erhebliche Differenz zum aktuellen Marktkurs sollen die Banken tragen. Freilich hat dieses Gesetz rein populistischen Charakter, denn nur ein Bruchteil der Kreditnehmer¹¹ wird in der Lage sein, die Darlehen vorzeitig zu tilgen. Das Gesetz findet jedoch sicherlich die Zustimmung der überschuldeten Haushalte und greift gleichzeitig die überwiegend ausländischen Eigentümer des ungarischen Bankensektors an. Ein derartiger Eingriff in privatwirtschaftliche Verträge, eventuell auch die Verletzung der Freiheit des Kapitalverkehrs, schafft jedenfalls kein investitionsfreundliches Klima. Die Ratingagentur Moody's kündigte kürzlich überdies an, die Bewertungen von sieben ungarischen Großbanken auf eine Herabstufung zu prüfen.

Öffentliche Haushalte	Finanzierungssaldo			Bruttoverschuldung			
	In Prozent des BIP	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Bulgarien		-3,2	-3,0	-2,5	16,2	17,0	18,0
Tschechien		-4,7	-4,2	-3,4	38,5	41,3	42,9
Lettland		-7,7	-4,9	-2,8	44,7	48,5	49,5
Litauen		-7,1	-5,2	-3,0	38,2	40,5	42,5
Ungarn		-4,2	+2,0	-3,0	80,2	74,0	73,0
Polen		-7,9	-5,8	-3,6	55,0	55,4	55,1
Rumänien		-6,4	-5,0	-5,0	30,8	33,0	34,0
CEE / non €		-6,4	-4,3	-3,6	47,9	48,3	48,4

Prognose: wiiw, Swedbank Latvia, BAWAG P.S.K.

Indes sinkt die Nettokreditvergabe der Banken an den privaten Sektor weiter. Das Volumen ausstehender Unternehmenskredite lag zur Jahresmitte 2011 um 7 ½ % unter dem Vorjahresniveau. Die Konsumkredite waren im August um 4 ½ % niedriger, während die Nachfrage nach Wohnbaukrediten weitgehend stagniert.

Auf Punkt eins der Tagesordnung der Regierung steht die Sanierung der Staatsfinanzen. Die diesbezüglich spektakulärste Maßnahme passt sehr gut in das Bild, das diese Regierung bisher vermittelt hat: die Verstaatlichung der privaten Pensionsfonds. Die angesparten Mittel flossen als Einnahmen in den Staatshaushalt. Das erklärt, warum der gesamtstaatliche

¹¹ Die ungarische Zentralbank schätzt, dass 20 % der Fremdwährungskreditnehmer diese Möglichkeit in Anspruch nehmen werden – eine Zahl, die uns reichlich übertrieben erscheint.

Finanzierungssaldo heuer voraussichtlich mit einem Plus von 2 % des BIP schließen wird (anstatt mit einem Minus von mehr als 3 % des BIP). Im kommenden Jahr ist der Einmaleffekt verpufft, die öffentlichen Haushalte werden voraussichtlich wieder ein Defizit von 3 % des BIP aufweisen. Eine nachhaltige Senkung der Schuldenquote – die höchste unter den neuen EU-Mitgliedern – zeichnet sich nicht ab.

In Anbetracht der hohen Arbeitslosigkeit war die Schaffung von Arbeitsplätzen ein zentraler Punkt des Fidesz-Wahlprogramms. Eine Million zusätzlicher Jobs innerhalb von zehn Jahren und zumindest 400.000 während der vierjährigen Amtszeit waren versprochen worden. Die Arbeitslosenquote ist seit Jahresbeginn rückläufig (August: 10,3 %, nach 11 % im Dezember 2010), gleichzeitig nimmt die Beschäftigung allmählich zu (+1 % y-o-y). Die Erwerbsquote verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr aber lediglich um 0,4 Prozentpunkte. Noch fehlen klare Konzepte; die Nötigung der Roma zu Hilfsarbeiten im Austausch gegen den fortgesetzten Anspruch auf Sozialleistungen wird das strukturelle Arbeitsmarktproblem wohl nicht lösen. Die geringe konjunkturelle Dynamik wird im kommenden Jahr nur eine leichte Verbesserung der Arbeitsmarktlage mit sich bringen.

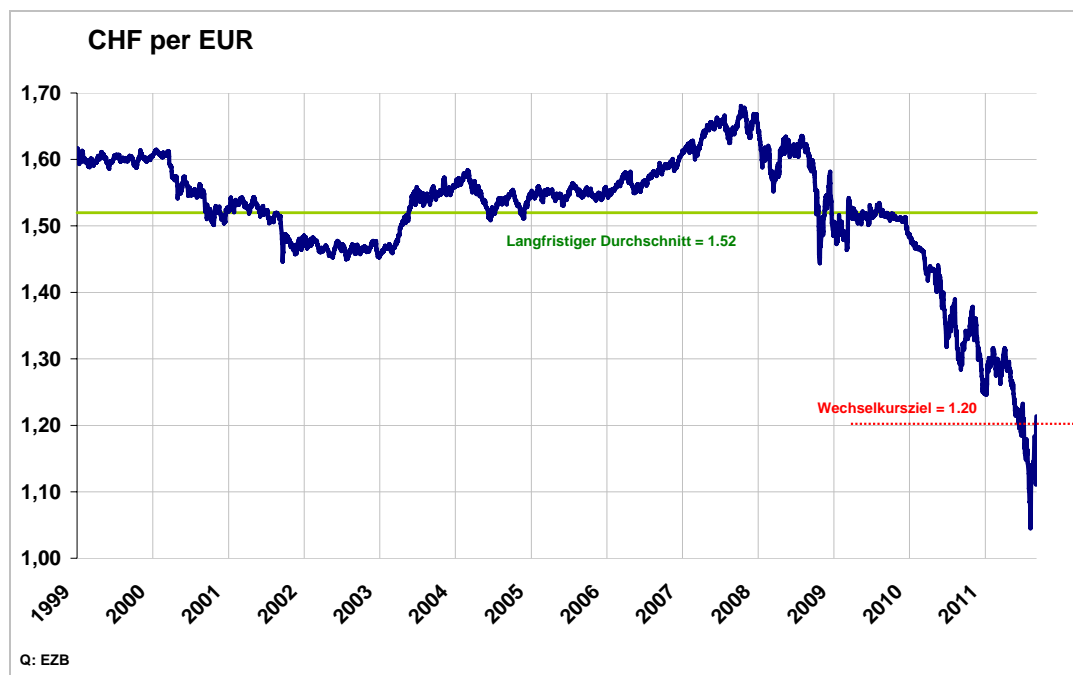
Alles in allem sind die Aussichten für die ungarische Wirtschaft stark getrübt, zumal die einzige Triebfeder, die Exportnachfrage, im Zuge der globalen Konjunkturabschwächung ebenfalls an Stärke einbüßen wird. Wir erwarten für das heurige und das kommende Jahr eine Zunahme des realen Bruttoinlandsproduktes von nicht mehr als 1 ½ %.

Schweiz

Die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds trifft die exportorientierte Schweiz unmittelbar und stoppt damit einen bislang kräftigen Aufschwung. Nach einem Plus von voraussichtlich knapp 2 % im heurigen Jahr dürfte sich das Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr halbieren.

Ungünstige außenwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Nach einem vergleichsweise milden Einbruch der Wirtschaftsleistung 2009 (-1,9 %) konnte die gesamtwirtschaftliche Produktion der Schweiz im Vorjahr wieder um 2,7 % gesteigert werden. Maßgeblich dafür verantwortlich waren der Umschwung bei der Auslandsnachfrage und der in der Folge positive Impuls auf die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen. Der kräftige Aufschwung setzte sich im ersten Quartal 2011 noch fort, im zweiten Vierteljahr war jedoch bereits eine schwächere Dynamik erkennbar. Die Exporte sanken gegenüber dem Vorquartal, aber auch die Investitionsgüternachfrage der Unternehmen war rückläufig. Die Zunahme des realen Bruttoinlandsproduktes um 0,4 % q-o-q (nach durchschnittlich +0,6 % in den Vorperioden) war im Wesentlichen den Konsumausgaben der privaten und öffentlichen Haushalte zu verdanken.



Die rasante Aufwertung des Schweizer Franken als Folge der massiven Kapitalflucht in Franken-Veranlagungen stellt für die exportorientierte Volkswirtschaft¹² eine zunehmende Belastung dar. Der handelsgewichtete nominelle Wechselkurs des Schweizer Franken war 2010 um 12,5 % gestiegen. Im heurigen Jahresverlauf verschärfte sich die Situation weiter: Allein bis August erhöhte sich der CHF-Wechselkurs gegenüber den Währungen der Handelspartner nochmals um fast 17 %. Auf die Exportvolumina hatte die Aufwertung zunächst kaum Einfluss, ging jedoch zulasten der Gewinnmargen der Unternehmen. Die

¹² Anteil der Exporte am BIP: rund 50 %.

Festlegung eines Mindestziels von 1,20 CHF gegenüber dem Euro seitens der Schweizerischen Nationalbank Anfang September hat die Situation zwar etwas entschärft, der Franken ist aber nach wie vor deutlich überbewertet. Neben der Beeinträchtigung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gesellt sich nun aber auch die Abkühlung der internationalen Konjunktur – insbesondere im Euroraum – hinzu.

Frühindikatoren tendieren abwärts

Die Stimmungsindikatoren zeigten im Frühjahr den Höhepunkt des Wirtschaftsaufschwungs an. Der anschließende, zunächst langsame Rückgang spiegelte den fortgeschrittenen Konjunkturzyklus wider. In den Sommermonaten verschlechterten sich das Konsumentenvertrauen, der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und das KOF Konjunkturbarometer jedoch markant. Dies lässt darauf schließen, dass die wirtschaftliche Entwicklung spätestens im Schlussquartal dieses Jahres ins Stocken gerät. Eine echte Rezession, d.h. ein deutlicher Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage über mehrere Quartale, ist aus heutiger Sicht allerdings nicht zu erwarten. Vielmehr dürfte die Schweizer Wirtschaft ihre Konjunkturdelle im Verlauf des kommenden Jahres überwinden. Positive Impulse werden dabei vom privaten Konsum und der Bauwirtschaft kommen, während die schwächere Exportnachfrage vor allem die Investitionsgüternachfrage beeinträchtigt. Die Arbeitslosigkeit dürfte im nächsten Jahr erstmals seit 2009 wieder ansteigen. Der Verbraucherpreisanstieg sollte trotz der expansiven Geldpolitik im Prognosezeitraum unter 1 % p.a. bleiben.

Freilich besteht das Risiko einer Verschärfung der Schuldenkrise und negativer Rückkoppelungseffekte auf die Realwirtschaft, insbesondere im Fall größerer Probleme im Bankensektor, sowie durch negative Vermögenseffekte. Andererseits würde die Schweiz von einer Beruhigung der Märkte profitieren, da der Aufwertungsdruck auf den Franken nachlassen würde.

Anhebung des Wechselkursziels denkbar

In den ersten sechs Wochen nach Bekanntgabe des Wechselkursziels gegenüber dem Euro notierte der Franken durchwegs oberhalb der Zielmarke von 1,20. In welchem Ausmaß die Schweizerische Nationalbank am Devisenmarkt intervenieren musste, um den Wechselkurs zu stabilisieren, ist nicht bekannt. Die Entwicklung der Devisenreserven gibt allerdings einen Hinweis darauf: Im September verzeichnete die SNB einen massiven Zufluss von umgerechnet 27 Mrd CHF. Im Vergleich zu August, als der Franken zeitweise nahe der Parität zum Euro notierte, ist dieser Zufluss jedoch vergleichsweise niedrig: Im August erhöhten sich die Devisenreserven der Schweiz um 71 Mrd CHF!

Die Nationalbank hat sich vorbehalten, weitere Maßnahmen zu ergreifen, falls die Wirtschaftsaussichten und deflationäre Risiken es erfordern. Das heißt konkret, die SNB könnte das Mindestziel in den nächsten Monaten auch anheben, etwa auf 1,25 CHF/EUR. Die Verteidigung des jeweiligen Zielkurses dürfte jedenfalls ohne größere Probleme realisierbar sein.

Konjunkturprognose

	Bruttoinlandsprodukt ¹			Inflationsrate ²			Arbeitslosenquote ³		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
USA	+2,9	+1,5	+2,2	1,6	2,7	2,3	9,6	9,0	8,5
Euroraum ⁴	+1,8	+1,6	+0,8	1,6	2,6	1,7	10,1	10,0	10,3
Belgien	+2,2	+2,4	+1,5	2,3	3,2	2,0	8,3	7,4	7,8
Deutschland	+3,7	+2,8	+1,0	1,2	2,2	1,3	7,1	5,8	5,5
Estland	+2,3	+7,0	+4,0	2,8	5,1	3,5	16,8	13,5	11,5
Irland	-0,4	+1,0	+2,0	-1,6	1,1	0,6	13,7	13,0	12,5
Griechenland	-4,5	-3,5	-2,5	4,7	2,9	1,0	12,6	16,3	18,0
Spanien	-0,1	+0,7	+0,8	2,1	2,9	1,5	20,1	21,0	21,5
Frankreich	+1,5	+1,7	+0,9	1,7	2,1	1,4	9,8	9,8	10,2
Italien	+1,3	+0,6	+0,3	1,6	2,6	1,6	8,4	8,2	8,6
Zypern	+1,0	+1,0	+0,0	2,5	4,0	2,4	6,3	7,3	7,7
Luxemburg	+3,5	+3,9	+3,8	2,8	3,6	1,4	4,6	4,5	4,6
Malta	+2,7	+2,4	+2,2	2,0	2,6	2,3	7,0	6,3	6,4
Niederlande	+1,8	+1,8	+1,3	0,9	2,5	2,0	4,5	4,3	4,5
Österreich	+2,0	+3,0	+1,0	1,7	3,2	2,2	4,4	4,1	4,1
Portugal	+1,3	-2,2	-1,8	1,4	3,4	2,1	12,0	12,6	13,5
Slowenien	+1,4	+1,5	+2,0	2,1	1,8	2,1	7,3	8,3	8,4
Slowakei	+4,0	+3,3	+3,3	0,7	3,6	1,8	14,4	13,4	13,5
Finnland	+3,6	+3,0	+1,0	1,7	3,1	2,0	8,4	7,9	7,9
Großbritannien	+1,3	+1,0	+1,1	3,3	4,3	2,7	7,8	7,8	8,0
Neue EU-Länder ⁴	+2,0	+2,9	+2,7	3,2	4,0	2,9	9,5	9,2	8,8
Bulgarien	+0,2	+2,0	+3,0	3,0	3,8	2,9	10,2	11,0	10,0
Tschechien	+2,7	+2,2	+1,8	1,3	1,8	2,0	7,3	6,7	6,6
Lettland	-0,3	+4,0	+3,0	-1,2	4,5	2,4	18,6	16,1	14,5
Litauen	+1,4	+6,0	+3,4	1,2	4,0	2,5	17,8	16,0	14,0
Ungarn	+1,3	+1,5	+1,5	4,7	3,7	3,0	11,1	10,7	9,7
Polen	+3,9	+3,8	+3,0	2,7	4,0	2,8	9,6	9,4	9,2
Rumänien	-1,9	+1,5	+3,5	6,1	6,4	4,3	7,3	7,2	7,0
Schweiz	+2,7	+1,9	+0,9	0,7	0,4	0,3	3,9	3,1	3,4

1 Reale Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent; nicht arbeitstägig bereinigt.

2 Harmonisierter Verbraucherpreisindex, soweit vorhanden.

3 In Prozent der Erwerbstätigen.

4 Gewichtet mit dem nominellen BIP zu Kaufkraftstandards 2010.

Prognosen: Gemeinschaftsdiagnose, Internationaler Währungsfonds, Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, eigene Prognosen und Berechnungen.

Zins- und Wechselkursprognose

Zinsen	20.10.2011	Dez 11	Mär 12	Jun 12	Sep 12
Euroraum					
EZB Tender	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
3-M-Euribor	1,58	1,55	1,55	1,55	1,60
10-J-Bund DE	2,00	2,10	2,30	2,60	3,00
10-J-Bund AT	2,97	3,00	3,10	3,20	3,50
USA					
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3-M-Libor	0,42	0,40	0,35	0,35	0,35
10-J-Treasuries	2,19	2,20	2,40	2,80	3,10

Wechselkurse	20.10.2011	4Q11	1Q11	2Q12	3Q12
USD je EUR	1,3807	1,30 – 1,40	1,25 – 1,35	1,20 – 1,35	1,20 – 1,35
CHF je EUR	1,2362	1,20 – 1,25	1,20 – 1,30	1,20 – 1,30	1,20 – 1,30
GPB je EUR	0,8750	0,85 – 0,90	0,85 – 0,90	0,80 – 0,90	0,80 – 0,90
CZK je EUR	24,90	24,0 – 25,5	24,0 – 25,0	23,8 – 24,8	23,8 – 24,8
PLN je EUR	4,3515	4,0 – 4,6	3,8 – 4,4	3,7 – 4,3	3,7 – 4,3

Fett gedruckte Zahlen: Änderung der Prognose gegenüber der letzten Ausgabe des Economic Newsletter

Prognose: BAWAG P.S.K. Strategy & Economics

Disclaimer

Dieser Newsletter wurde von der BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft, Georg-Coch-Platz 2, 1018 Wien („**BAWAG P.S.K.**“) ausschließlich zu Informationszwecken erstellt („**Information**“). Die Information stellt keine Anlageberatung bzw. sonstige Beratung dar. Die Information ist kein Angebot und keine Empfehlung, Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Die Information stammt aus öffentlich zugänglichen Quellen, die die BAWAG P.S.K. als zuverlässig erachtet hat. Die BAWAG P.S.K. gibt keine Garantie oder Gewährleistung ab, indirekt oder direkt, im Hinblick auf die Richtigkeit und Genauigkeit, die Verlässlichkeit und die Vollständigkeit der Information. Die BAWAG P.S.K. übernimmt für die Information keinerlei Haftung. Unter keinen Umständen haftet die BAWAG P.S.K. für Verluste, Schäden, Kosten oder sonstige Aufwendungen (insbesondere gilt dies für direkte oder indirekte Schäden, für Folgeschäden oder entgangenen Gewinn), die im Zusammenhang mit der Verwendung der Information oder aufgrund von Maßnahmen im Vertrauen auf die Information entstehen. Die BAWAG P.S.K. übernimmt keine Verpflichtung, die Information zu aktualisieren. Vergangene Wertentwicklungen lassen keinen verlässlichen Rückschluss auf zukünftige Entwicklungen zu. Tatsächliche Ergebnisse können von Prognosen abweichen. Derartige Abweichungen können merklich positiv oder negativ sein. Der Inhalt dieses Dokuments ersetzt keine professionelle und individuelle Beratung. Dieses Dokument ist nur für die Nutzung durch den Empfänger bestimmt und darf ohne schriftliche Zustimmung der BAWAG P.S.K. weder verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden.

This newsletter has been prepared by BAWAG P.S.K. Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft, Georg-Coch-Platz 2, 1018 Wien („**BAWAG P.S.K.**“) solely for the purpose of providing general information (“**Information**“). The Information does not constitute investment or other advice. It does not constitute an offer or recommendation to purchase or sell any securities or other investments or financial products. The Information derives from public sources BAWAG P.S.K. considered to be reliable. However, BAWAG P.S.K. does not make any representation, express or implied, as to the accuracy, reliability or completeness of the Information. BAWAG P.S.K. disclaims all warranties with regard to the Information. In no event shall BAWAG P.S.K. be liable for any loss, damages, costs or other expenses of any kind (including, but not limited to, direct, indirect, consequential or loss of profit) arising out of or in connection with any use of, or any action taken in reliance on, any Information. BAWAG P.S.K. assumes no obligation for updating the Information. Past performances do not permit reliable conclusion to be drawn as to future performances. Actual results may vary from forecasts and variations may be materially positive or negative. The content in this document is not to be relied upon as a substitute for professional and individual advice. This document is only for the use of its recipient and must not without the written consent of BAWAG P.S.K. be amended, copied, distributed, published or forwarded to other persons.

Rückfragehinweis

Stefan Rossmanith (Tel. +43 5 99 05 32055 / stefan.rossmanith@bawagpsk.com)

Michaela Dueñas Vega (Tel. +43 5 99 05 32053 / michaela.duenas-vega@bawagpsk.com)

Bezugsquelle

Diese und weitere Publikationen von Strategy & Economics finden Sie auf der Homepage der BAWAG P.S.K. unter dem Link <http://www.bawagpsk.com/BAWAG/FK/SV/14032/Economics.html>. Für Zusendungen per e-mail folgen Sie bitte dem Link „Think Business Newsletter An- bzw. Abmeldung“.

© 2011, BAWAG P.S.K., Wien.

BAWAG P.S.K.
Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse Aktiengesellschaft
Strategy & Economics
Georg-Coch-Platz 2
A-1018 Wien

<http://www.bawagpsk.com>