

## SEE Quarterly III 2010


### SEE AUF EINEN BLICK (deutschsprachiger Kurzüberblick)

#### Externes Umfeld

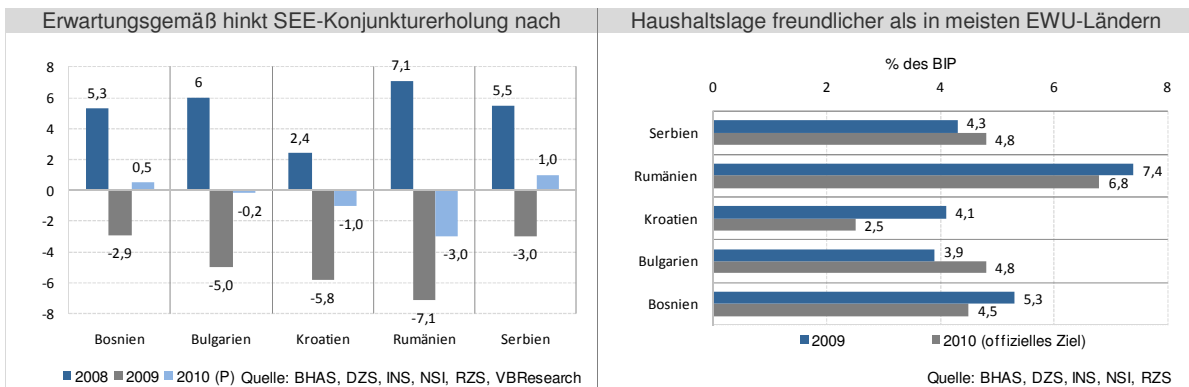
Das größte Risiko für Wachstum und Finanzmarktstabilität in SEE ist auf globaler Ebene angesiedelt, insbesondere was die Entwicklungen in Europa und dem Rest der entwickelten Welt angeht. Die europäische Verschuldungskrise ist weiterhin am Lodern, wobei sich derzeit die Risiken rund um Staatsfinanzen und Bankensektor gegenseitig befeuern. Zwar sind wir weit von dem Stressniveau am Höhepunkt der Krise entfernt, die Kreditvergabe ist jedoch unzweifelhaft großen Risiken ausgesetzt. Trotzdem scheinen uns die Befürchtungen, die Haushaltskonsolidierung in Europa würde in eine **erneute Rezession führen und die Konjunkturerholung auf globaler Ebene in Mitleidenschaft ziehen, etwas übertrieben zu sein**. Die drei größten EWU-Volkswirtschaften machen nämlich bis dato keine Anstalten überzogener Konsolidierungsanstrengungen. Zudem ist Deutschland, das derzeit wohl die stabilsten Aussichten innerhalb der Eurozone hat, von herausragender Bedeutung für die Konjunkturaussichten in CESEE. Und schließlich profitiert die EWU derzeit von der Euroschwäche. Allerdings muss darauf hingewiesen werden, dass die globale, gesamtwirtschaftliche Erholung ihren Zenit wohl überschritten hat und wir uns in H2 2010 auf ein gemäßigeres Erholungstempo einstellen sollten. Die Abwärtsrisiken haben dabei zugenommen, alles in allem bleiben wir jedoch bei unserer EWU BIP-Prognose in Höhe von 1,0% für 2010.

#### Gesamtwirtschaftliche Performance in SEE

Dank der Erholung der globalen Handelstätigkeit kommen vonseiten der Industrieproduktion insofern verheißungsvolle Signale, als insbesondere die Exporte in der gesamten SEE-Region stark angezogen haben, wenn auch der statistische Basiseffekt hier stark nachhilft. Das ändert jedoch nichts daran, dass die meisten Volkswirtschaften heuer nicht über eine Stagnation hinauskommen sollten, denn der **positive Effekt anziehender Exporte wird durch die anhaltend schwache Binnennachfrage aufgezehrt**. Hinzukommen vielerorts Belastungen durch die Hochwasserkatastrophen von Mitte des Jahres. Nichtsdestoweniger spielt die Eintrübung der Konjunkturaussichten für die Eurozone und die Tatsache, dass alle Staaten ihre Haushalte sanieren müssen, eine größere Rolle. Demgemäß müssen wir weiterhin davon ausgehen, dass die Konjunkturerholung anhand der vierteljährlichen BIP-Daten nur schleppend voranschreitet. Erschwert wird dies zusätzlich durch den bereits laufenden Prozess einer Anpassung der jeweiligen Wachstumsmodelle, hin zu einer stärker exportorientierten Wirtschaftsstruktur. Dies braucht jedoch seine Zeit. Summa summarum gehen wir davon aus, dass trotz der niedrigen statistischen Basis **HR und RO heuer in der Rezession verharren, während BA, BG und RS ihr letztjähriges Outputniveau verteidigen**.

CESEE Research-Universum von VB Research	Inhalt	Seite
	SEE auf einen Blick	1
	Bosnien und Herzegowina (BA)	3
	Bulgarien (BG)	4
	Kroatien (HR)	4
	Rumänien (RO)	5
	Serbien (RS)	5
	Imprint/Disclaimer	6
	<b>Anm.:</b> VB Research veröffentlicht Ende August das "CEE Quarterly III 2010", welches die CE4 (CZ, HU, PL, SK) behandelt.	

Insbesondere die **steigende Arbeitslosigkeit** dürfte sowohl den Lohn-, als auch Inflationsdruck in den kommenden Quartalen dämpfen, obwohl die Verbraucherpreisinflation von ihren derzeitigen niedrigen Niveaus moderat ansteigen dürfte. In denjenigen Ländern, wo die Inflation seit Ende 2009 bereits zugelegt hat, ist dies hauptsächlich auf die Anhebung administrierter Preise, von Verbrauchssteuern und/oder der Mehrwertsteuer zurückzuführen. Der globale Abschwung hat zudem – neben den **historisch niedrigen Inflationsraten** – einen weiteren „positiven“ Effekt gezeitigt: Die Leistungsbilanzdefizite werden nunmehr nicht mehr in dem Maße als Achillesverse der Region verstanden, denn die exorbitant **starken, externen Ungleichgewichte durchliefen 2009 einen starken Schrumpfungsprozess** (ihre Niveaus sind jedoch weiterhin hoch). In diesem Zusammenhang sollte allerdings nicht vergessen werden, dass für die meisten SEE-Ökonomien, allen voran RO, RS und BA, internationale Finanzspritzen überlebenswichtig waren. Wie bereits angedeutet, bei der Bewertung von Länderrisiken wird den internen Ungleichgewichten (vor allem Haushaltsdefiziten) und deren Finanzierung eine herausragende Bedeutung beigegeben.



### Haushaltsentwicklung

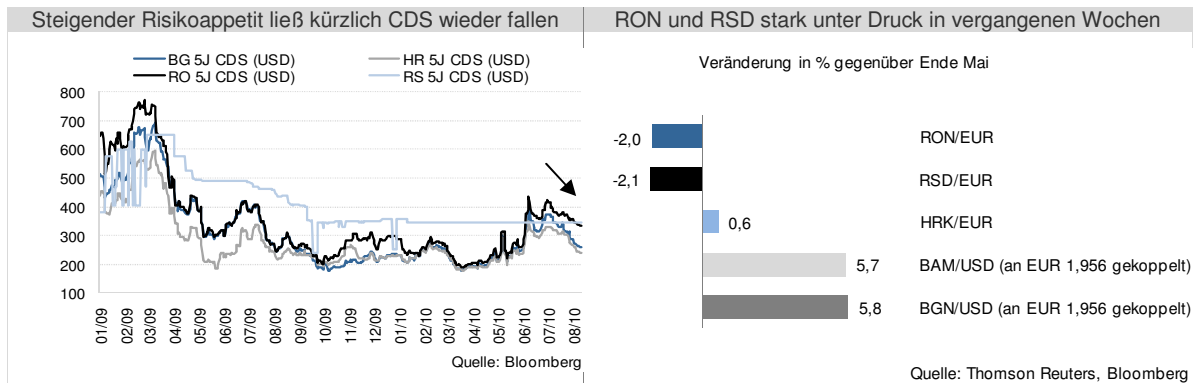
Die öffentlichen Finanzen stehen unter anhaltend großem Druck, zeichnen jedoch ein überwiegend nicht ganz so düsteres Bild wie in einzelnen EWU-Staaten. Im Vergleich zu entwickelten Volkswirtschaften und anderen Schwellenländern präsentieren sich die **öffentlichen Verschuldungskennzahlen im Verhältnis zum BIP in einem überwiegend günstigeren Licht** (Ausnahme Kroatien). Die meisten SEE-Länder implementier(t)en beträchtliche Konsolidierungsmaßnahmen, welche der Nachhaltigkeit ihrer Staatsfinanzen, aber auch ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu gute kommen sollten. Zudem gestalten sich die mittelfristigen Wachstumsaussichten grundsätzlich günstiger als in den etablierten Märkten der westlichen Welt, welche obendrein ebenfalls zum Sparen verdammt sind. Die jüngsten Fortschritte Kroatiens und Serbiens im Hinblick auf ihren EU-Beitritt untermauern diese Aussichten noch. Als weit dringendere Herausforderung gestaltet sich für die SEE-Länder in dessen die **Finanzierung der Budgetdefizite**, insbesondere wenn man sich das gegenwärtige Marktumfeld (hohe Risikoaufschläge und Volatilität) vor Augen hält. Auf längere Sicht dürften jedoch die Rentenmärkte der SEE-Region wieder zunehmend Kapital anziehen, wenn in einem Umfeld steigenden Risikoappetits wieder die Jagd nach höheren Renditen beginnt.

### Finanzmärkte

Die SEE-Märkte zeigten auch weiterhin eine ausgeprägte Sensibilität auf Änderungen des globalen Sentiment, welches in den vergangenen Wochen überwiegend von Nachrichten über die europäische Verschuldungskrise beziehungsweise die Konjunkturaussichten für die führenden Industriestaaten beeinflusst worden war. Die CDS der einzelnen SEE-Staaten, bereits im Verlauf des gesamten Jahres höchst volatil, sind Ende Q2 2010 deutlich gestiegen, als die Ängste in Bezug auf die Nachhaltigkeit des europäischen Schutzschirmes kurzzeitig stark zugenommen hatten. Mit **Beginn des dritten Quartals sind indessen die Preise der Kreditversicherungsinstrumente der Region im Gleichschritt gefallen**, nachdem sich die Wogen der Verschuldungskrise etwas geglättet haben und die Investorengemeinschaft eine Neubewertung der Länderrisiken, zugunsten der CESEE-Region, angestellt hatte. Mit Blick in die Zukunft nehmen wir an, dass nach der Einengung der Staatsanleihen-Spreads im vergangenen Jahr und den ersten Monaten dieses Jahres – angetrieben durch die günstige Einschätzung der Region als Ganzes – der angebotsseitige Druck auf die lokalen Renditen in Verbindung mit dem zu erwartenden Aufwärtsdruck auf die Renditen der tonangebenden Industriestaaten die lokalen Renditekurven unter Druck halten dürften. Die fis-

kalische Konsolidierung wird schon schwer genug, sodass wir für die kommenden Monate **allenfalls ein moderates Zusammenlaufen der Spreads** annehmen.

Wie bereits oben erwähnt, bevor das Vertrauen in den europäischen Schutzschirm und in die jüngst eingeleiteten staatlichen Sparmaßnahmen Anfang Q3 2010 gewachsen war, begannen sich die **meisten Lokalwährungen gegenüber dem Euro zu stabilisieren**. Treibende Kraft war ein zunehmender Risikoappetit, welcher günstigere Niveaus als noch zu Beginn des zweiten Quartals erreichte. Eine wichtige **Ausnahme bildet jedoch der Serbische Dinar**, welcher bis vor Kurzem unter starkem Abwertungsdruck gestanden hatte. Seit Ende Mai – dem Erscheinungsdatum unserer vorherigen Quarterly – wertete zwar auch der Leu ab, dessen Jahresperformance 2010 ist indes weit besser als die seines serbischen Pendantes.



Alles in allem bleiben wir bei unseren Prognosen für das Ende dieses Jahres, wonach eine **Stabilisierung der SEE-Wechselkurse gegenüber dem Euro** um ihre derzeitigen Niveaus eintreten sollte. Sobald sich nämlich die derzeit hochnervösen Märkte beruhigen und sich das Sentiment gegenüber der Region wieder verbessert – das ist eine zentrale Grundannahme für unseren gesamten Ausblick – sollten lokale Fundamentalfaktoren wieder stärker in den Mittelpunkt des Interesses rücken. Allerdings sind ausgeprägte Abweichungen von dem erwarteten, mittelfristigen Stabilisierungs- bzw. Aufwertungstrend nicht auszuschließen und zumindest für die kurze Frist glauben wir, dass die **EWU-Verschuldungskrise bzw. die sich verstärkt materialisierende Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten** weiterhin auf den Märkten lasten wird. Abgesehen von den dominanten, externen Faktoren rühren weitere Risiken von politischen Unwägbarkeiten und Unsicherheiten rund um die Finanzierung der internen und externen Defizite her. Die Risiken einer unerwartet starken Währungsaufwertung hingegen dürften äußerst begrenzt sein, denn die örtlichen Notenbanken dürften in der Sorge, die zarte Pflanze der Konjunkturerholung zu zerstören, in gewohnter Manier einschreiten.

## Überblick Finanzmärkte

WÄHRUNG	EUR Wechselkurs				3M Interbankenzins (BP)				5J Staatsanleihe YTM (BP)				CDS (5Y USD)	Leitzins
	12.08.10	31.12.09	Perf.10	Perf.09	12.08.10	31.12.09	Perf.10	Perf.09	12.08.10	31.12.09	Perf.10	Perf.09	12.08.10	12.08.2010
EUR					0,90%	0,70%	20	-219	1,39	2,42	-103	11	-	1,00
HRK	7,23	7,31	1,11%	0,76%	-	3,25%	-325	-441	5,75	-	-	-	242	9,00
BGN	1,96	1,96	-	-	2,23%	2,81%	-58	-333	5,28	5,92	-65	85	267	0,17
RON	4,23	4,24	0,26%	-5,26%	6,23%	10,15%	-392	-374	7,50	10,75	-325	75	338	6,25
RSD	104,83	95,88	-8,54%	-6,68%	10,58%	10,84%	-26	-804	3,53	-	-	-	275,0	8,50

\*Lokalwährung; RS: EUR  
Quelle: Thomson Reuters

## Kurzüberblick Länder

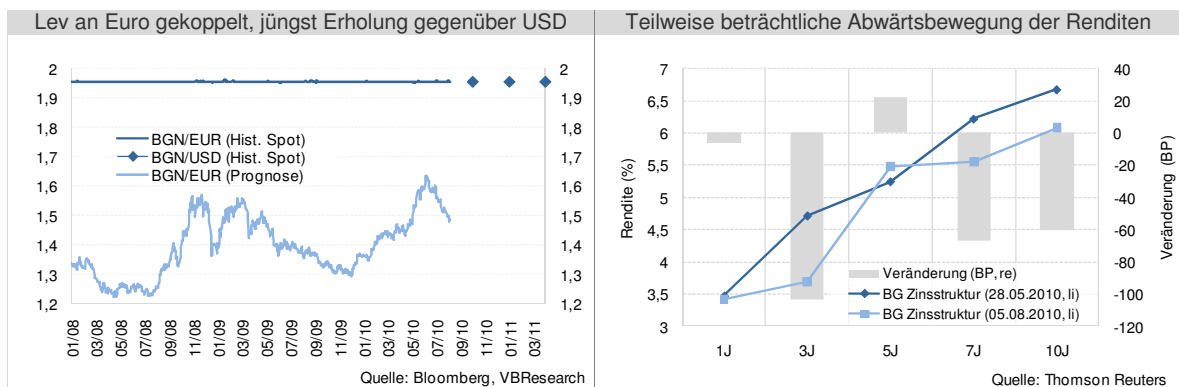
### Bosnien und Herzegowina

Die gesamtwirtschaftliche Erholung ist zwar in H1 2010 durch die Konjunkturerholung in Europa befeuert worden, was in erster Linie den seit Dezember 2009 stetig anziehenden Exporten zu verdanken ist. Hingegen sind vonseiten der Binnennachfrage bzw. der Kreditvergabe bis dato keine nennenswerten Erholungssignale zu vernehmen. Alles in allem dürfte daher Bosniens Wirtschaftsleistung heuer stagnieren. Die größte kurzfristige Unsicherheit kommt daher von der Haushaltssei-

te, denn die Regierung muss ihre Fähigkeit zur Konsolidierung der Staatsfinanzen in Absprache mit der internationalen Gläubigergemeinschaft unter Beweis stellen, damit das IWF-Programm am Laufen gehalten wird. Der Ausblick wird zudem durch die sich kürzlich weiter eintrübenden Konjunkturaussichten für die entwickelten (EWU-) Volkswirtschaften, die europäische Verschuldungskrise sowie die lokalen Parlamentswahlen im Oktober belastet. Zwar ist die externe Anfälligkeit der Wirtschaft über den Abbau externer Ungleichgewichte gesunken, das Handelsbilanzdefizit gibt jedoch Anlass zur Sorge. Auf längere Sicht sollte Bosnien von Privatisierungsgewinnen, wieder anziehenden FDI und den verstärkten Handelsverflechtungen mit der EU und der Balkanregion profitieren. Bis die äußerst angespannte Arbeitsmarktsituation und das Geschäftsklima sich nicht verbessert haben, muss für die Jahre 2011-12 von deutlich niedrigeren BIP-Raten als in den Boom-Jahren ausgegangen werden.

## Bulgarien

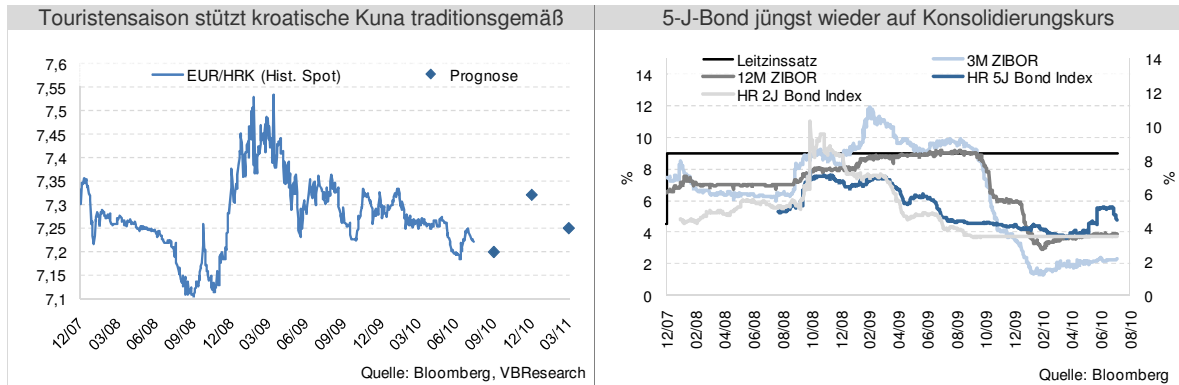
Nach Jahren robusten Wirtschaftswachstums erlitt die bulgarische Wirtschaft im Zuge des negativen externen Wirtschaftsumfeldes einen herben Rückschlag. Dies steht in erster Linie mit der Überhitzung der Volkswirtschaft in Verbindung, welche ein enormes Leistungsbilanzdefizit produzierte. Vor allem der über Fremdwährungskredite finanzierte, inländische Konsumboom war Hauptverursacher dieser Ungleichgewichte. Gemessen am BIP-Pro-Kopf bleibt Bulgarien somit bis auf Weiteres das ärmste EU-Land. Neben den günstigen Nebeneffekten der globalen Rezession in Form eines gedämpften Preisdrucks und eines stark zusammenlaufenden Leistungsbilanzdefizits ist zu Bulgariens Stärken die vergleichsweise gesunde Verfassung der Staatsfinanzen und die moderate Höhe der Auslandsverschuldung zu zählen. Angesichts des bestehenden Systems fester Wechselkurse konnte das Fehlen einer flexiblen Geldpolitik durch die gezwungenermaßen nur verhaltenen staatlichen Konjunkturstimuli nicht kompensiert werden, sodass sich die bulgarische Wirtschaft nur sehr schleppend erholt und in 2010 keine schwarzen Zahlen schreiben dürfte. Zudem bleibt bis auf Weiteres die Inlandsnachfrage aufgrund der hartnäckigen Arbeitslosigkeitsraten gedämpft, sodass von einer U-förmigen Konjunkturerholung ausgegangen werden muss. Dementsprechend stehen Inflationsrisiken zumindest bis zum Jahr 2012 nicht zur Debatte und auch der ursprünglich für 2011 geplante Eintritt in den Wechselkursmechanismus II ist vorerst vom Tisch.



## Kroatien

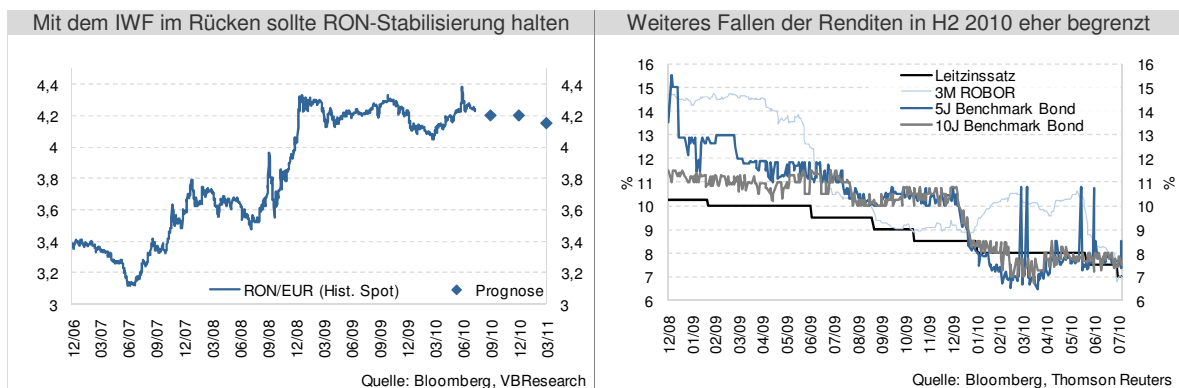
Die kroatische Wirtschaft sieht sich Restrukturierungsrisiken gegenüber. Obwohl 2009 eine wegbrechende Importnachfrage das in den vergangenen Jahren beträchtliche Leistungsbilanzdefizit erheblich zusammenlaufen ließ, bleibt die externe Anfälligkeit erhöht. Die Stabilität des kroatischen Wirtschaftssystems wird zudem von einem hohen Verschuldungsgrad in Kombination mit einem überhöhten Haushaltsdefizit bedroht. Angesichts der bereits heute hohen Schuldenlast gegenüber dem Ausland in Verbindung mit den sich wieder ausweitenden internen und externen Ungleichgewichten kann nicht ausgeschlossen werden, dass Kroatien in der mittleren Frist IWF-Hilfe in Anspruch nehmen muss. Zur Vermeidung dessen bzw. einer drohenden Währungskrise ist die Rückführung der staatlichen Ausgabenquote vonnöten, welche wiederum die kurzfristige Konjunkturerholung sowie den mittelfristigen Wachstumsausblick eintrübt. So hinkt die gesamtwirtschaftliche Erholung sogar der CESEE-Region hinterher und sollte in diesem Jahr noch ausbleiben. Einige der so nötigen Strukturreformen dürften allerdings in den kommenden Monaten im Zuge der EU-Beitrittsverhandlungen angeschnitten werden, was grundsätzlich weiterhin positive Signale an ausländische Direktinvestoren senden dürfte. Auf längere Sicht sollte der Fortschritt bei den EU-

Beitrittsverhandlungen und die Wiedererstarkung des Inlandskonsums das Wachstum beschleunigen, wobei nicht vor 2012 mit nennenswert positiven Raten zu rechnen ist. In einem Umfeld gedämpfter Wirtschaftsaktivität ist mit weiterhin gemäßigttem Preisdruck zu rechnen und auch die Lokalwährung dürfte in den kommenden Quartalen einen nur moderaten Aufwertungsdruck spüren.



**Rumänien**

Unternehmen und Haushalte wurden äußerst hart von der wegbrechenden Auslandsnachfrage und der Kreditklemme getroffen. Während der Rezessionsfaktor zwar zur Reduzierung des Leistungsbilanzfehlbetrages führte, musste Rumänien Zahlungsbilanz- und Budgethilfe der internationalen Gebergemeinschaft in Anspruch nehmen. Die Einhaltung des IWF-geprägten Fahrplans ist gleichzeitig aber auch unbedingte Voraussetzung zur erfolgreichen Finanzierung des überhöhten Haushaltsdefizits. Das größte Risiko geht dabei von den fragilen politischen Verhältnissen aus, obwohl die neue Regierung Boc für 2010 die fiskalischen Auflagen zu erfüllen scheint. Nach der Anhebung der Mehrwertsteuer um 5 PP, stehen jedoch weitere Reformen noch aus. Insbesondere die angekündigte Entlassung 70.000 weiterer Staatsbediensteter sollte auf erheblichen gesellschaftlichen und politischen Widerstand stoßen, was zum wiederholten Mal die politischen Mehrheitsverhältnisse erschüttern kann. Steuererhöhungen und der eingeeengte Handlungsspielraum der Fiskalpolitik hat zudem negative Konsequenzen für das Tempo der gesamtwirtschaftlichen Erholung, sodass Rumänien heuer tief in der Rezession stecken bleiben dürfte. Frühestens ab H2 2011 wird ein Anziehen der Konjunktur erwartet, wobei sich bis dahin die Lage auf dem Arbeitsmarkt entspannen und die Inlandsnachfrage in Verbindung mit der Kreditvergabe anziehen dürfte. Grundannahme in diesem Basisszenario ist eine zwar schleppende, aber stete Erholung der Westmärkte und das Abkühlen der europäischen Verschuldungskrise.

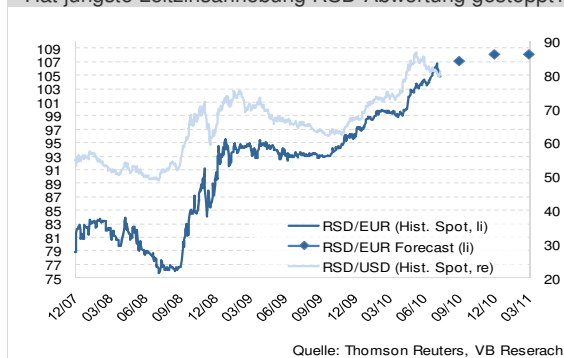


**Serbien**

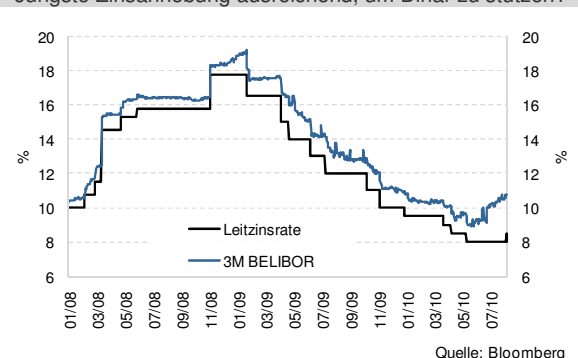
Die gesamtwirtschaftliche Erholung scheint in diesem Jahr noch auf sich warten zu lassen. Die serbische Notenbank versuchte daher zu Beginn des Jahres mithilfe einer weiteren Lockerung der monetären Bedingungen die Binnennachfrage, welche schwer unter der hohen Arbeitslosigkeit zu leiden hat, anzukurbeln. Aufgrund der allzu exzessiven Lockerung der geldpolitischen Zügel hat unterdessen der Dinar erheblichen Schaden genommen. Mit einem IWF-Kredit im Rücken scheint zwar Serbien die Finanzierung seines zwar jüngst zusammengelaufenen, jedoch weiterhin erhöhten Leistungsbilanzdefizits schultern zu können und seine Ratings konstant zu halten. Die interna-

tionale Zahlungsbilanzhilfe zwingt indessen die Regierung zu einer restriktiveren Fiskalpolitik, was den fiskalpolitischen Handlungsspielraum naturgemäß einengt. In einem Umfeld niedrigen Wachstums in der kurzen und mittleren Frist ist von einem weiterhin gemäßigten Preisdruck auszugehen, was der Stabilisierung des Dinar um seine derzeitigen Niveaus helfen sollte. Eine nennenswerte Aufwertung der serbischen Lokalwährung dürfte wohl erst im Gleichschritt mit einer nachhaltigen Konjunkturerholung ins Haus stehen, obwohl der Dinar im Gegensatz zu den meisten Währungen der CESEE-Region seine herben Verluste aus der Krise nicht ansatzweise aufholen konnte und sogar stark abwertete. Erst eine überraschende Zinsanhebung im August sorgte für die einstweilige Stabilisierung des Wechselkurses gegenüber dem Euro. Längerfristig ist davon auszugehen, dass die Wirtschaftsleistung durch die bereits laufende Umstrukturierung der Wirtschaft, die Annäherung an die EU, insbesondere durch eine FDI-Renaissance, befeuert wird.

Hat jüngste Leitzinsanhebung RSD-Abwertung gestoppt?



Jüngste Zinsanhebung ausreichend, um Dinar zu stützen?



## Impressum

Veröffentlicht von:  
**Volksbank AG Research**  
 Kolingasse 19, 1090 Wien  
 Austria

E-Mail [research@volksbank.com](mailto:research@volksbank.com)  
 Internet [www.volksbank.com](http://www.volksbank.com)  
 Telefon +43-(0)1-53135-431

Autor:  
 Redaktionsschluss dieser Publikation:  
 Quellen, falls nicht ausdrücklich erwähnt:

Stephan Csaba Imre, Österreichische Volksbanken AG, Wien  
 6. August 2010  
 Bloomberg, Thomson Reuters

## Research Publikationen

Falls Sie Interesse haben, unsere Publikationen regelmäßig zu erhalten, mailen Sie bitte einfach an [research@volksbank.com](mailto:research@volksbank.com). Ein Bestellformular finden Sie auch auf der Homepage.

Folgende Publikationen stehen zur Auswahl:

- Marktperspektiven (D, E)
- Aktienmarkt-Perspektiven (D, E)
- Wochenkommentar (D, E)
- Zins- und FX-Perspektiven (D, E)
- CEE/SEE Quarterly (D, E)
- Jährliche Rohstoffberichte (D, E)

## Disclaimer

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Aussagen dienen lediglich der unverbindlichen Information basierend auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Person(en) zum Redaktionsschluss. Jegliche Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung dieses Berichts, insbesondere für die Richtigkeit und Vollständigkeit der angeführten Daten sowie der erstellten Prognosen ist ausgeschlossen. Das vorliegende Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Einladung zur Anbotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft untersteht der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) als Regulierungsbehörde.

## Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft – Research

Dipl.-Vw. Uta Pock (Leitung) +43-1-53135 – 531  
 Alexandra Ernst – 431  
 Mag. Friedrich Glechner, CFA – 684  
 Dipl.-Vw. Stephan Csaba Imre – 569  
 Stefan Wolowiec – 469