

## Attraktivitätsschub für CEE-Staatsanleihen

---

[Zurück](#)

**02.02.2009**

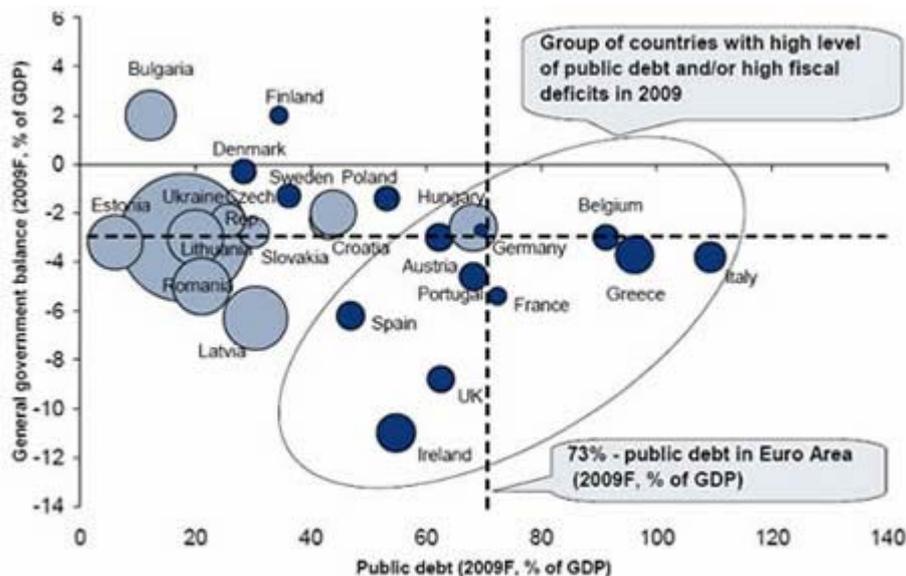
- Bessere finanzpolitische Disziplin als Argument für CEE-Staatsanleihen
- Staatsverschuldung in CEE auf sehr niedrigem Niveau; damit sollte auch die Nettoemission von Staatsanleihen eher niedrig ausfallen
- Die Liquiditätssituation und eine weitere Lockerung der Geldpolitik sollten Nachfrage nach CEE-Staatsanleihen steigen lassen

Der wachsende Finanzbedarf der westeuropäischen Regierungen – aufgebläht durch Rettungsaktionen, Konjunkturpakete und die negativen Auswirkungen der Rezession auf die Einnahmenseite der Staatshaushalte – wirft die Frage auf, ob das niedrige Niveau der langfristigen Renditen angesichts der massiven Emissionen von Staatsanleihen aufrecht erhalten werden kann. In dieser Hinsicht erscheint die Lage in den CEE8 (außer der Ukraine) viel günstiger, da dort noch kaum Rettungsmaßnahmen oder großzügige Konjunkturbelebungsprogramme beschlossen wurden, die eine starke Zunahme des Anleihenemissionsvolumens nach sich ziehen würden. Bei den meisten Konjunkturmaßnahmen handelt es sich entweder um Umschichtungen bestehender Staatsausgaben oder um eine effizientere Inanspruchnahme bzw. Kofinanzierung von EU-Mitteln.

### **Bessere finanzpolitische Disziplin als Argument für CEE-Staatsanleihen**

Einen wesentlichen Beitrag zur fiskalpolitischen Lockerung wird in CEE die zunehmend negative Outputlücke – eine Folge der negativen Konjunkturentwicklung – leisten. In der Slowakei und in der Tschechischen Republik diskutiert man über geringfügige Steuersenkungen, doch sollten die Haushaltsdefizite in den meisten Fällen unter oder in der Nähe von 3% des BIP bleiben.

Außerdem sind Länder, die IWF-Hilfe annehmen (Ukraine, Ungarn und Serbien) verpflichtet, die Haushaltskonsolidierung trotz der hohen politischen Kosten einer schmerzhaften Reduktion konjunkturbereinigter Defizite fortzusetzen. Das höchste Defizit der CEE8-Länder könnte Rumänien einfahren (bis zu 5% des BIP), da die meisten der im Wahljahr 2008 genehmigten Gesetzesvorlagen im 2009 voll kostenwirksam werden sollten. Es erscheint aber durchaus möglich, dass die Märkte die rumänische Regierung dazu zwingen werden, das Budget wieder aufzuschnüren und eher selbst Änderungen vorzunehmen, als sich an den IWF zu wenden, was höhere politische Kosten nach sich ziehen würde. Sollte sich Rumänien um IWF-Hilfe bemühen, würde eine solche Entscheidung unserer Einschätzung nach die Anleihenurse stützen, da die in diesem Rahmen angebotene Kreditfazilität die Nettoemission von Staatsanleihen reduzieren und eine stärkere geldpolitische Lockerung einleiten würde.



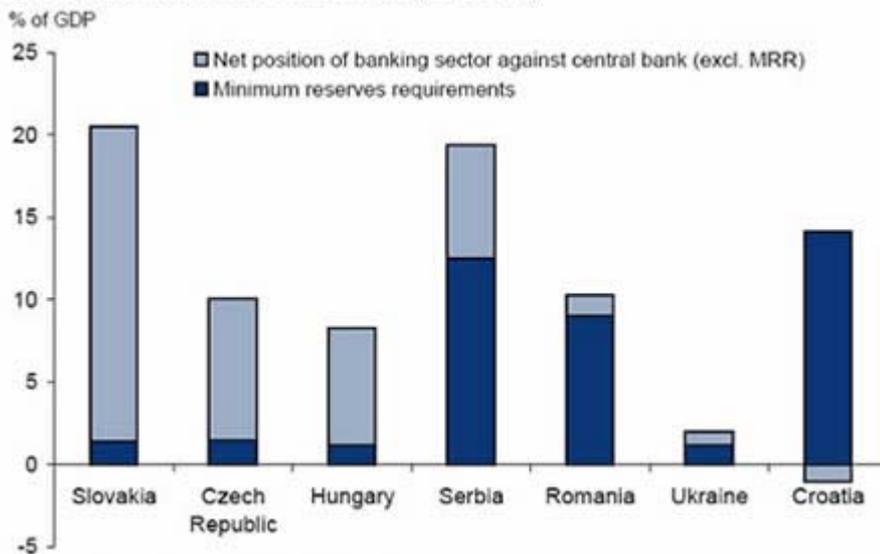
Source: EC interim forecasts, Bloomberg, Erste Group Research

**Staatsverschuldung in CEE8 sehr niedrig; damit sollte auch die Nettoemission von Staatsanleihen eher niedrig ausfallen**

Angesichts der in CEE8 relativ niedrigen Niveaus von Staatsverschuldung und Haushaltsdefiziten sollte das Angebot an Staatsanleihen trotz der relativ kürzeren durchschnittlichen Laufzeiten der Staatspapiere auf vernünftiger Höhe bleiben. Das höchste Bruttovolumen wird in Ungarn emittiert werden, da ein großer Teil der Staatsschuld (19% des BIP) 2009 fällig wird. Auf Grund des Übereinkommens mit IWF/EU, wonach etwa 5% der fällig werdenden Schulden verlängert werden sollten, wird die ungarische Regierung nicht gezwungen sein, Kredite im Ausland aufzunehmen. Das Nettoemissionsvolumen sollte damit negativ sein und Emissionen sollten nur in Landeswährung erfolgen. Letzten Endes werden gegenüber 2008 weniger ungarische Staatsanleihen im Umlauf sein.

Damit sollte der einheimische Markt in der Lage sein, das Angebot an Staatspapieren einfach durch Ersetzung der abreifenden Wertpapiere aufzunehmen. Neben dem negativen Nettoemissionsvolumen sollte auch der Abwärtstrend der kurzfristigen Zinsen auf die Staatspapiere stützend wirken.

**Liquidity situation on local markets (Dec-2008)**



Source: Central banks, Erste Group Research

**Die Liquiditätslage und eine weitere Lockerung der Geldpolitik sollten Nachfrage nach Staatsanleihen steigen lassen**

„Ganz allgemein erwarten wir, dass die Abschwächung des starken Kreditwachstums in CEE8 und der wachsende Markt für Pensionsfonds (hauptsächlich in Polen und in der Slowakei) die Nachfrage nach Staatsanleihen um 1-2% des BIP erhöhen wird“, so Juraj Kotian, Co-Head CEE Macro & Fixed Income Research von Erste Group. Außerdem verfügen die meisten Banken in CEE8 über überschüssige Liquidität (am meisten in der Slowakei – fast 20% des BIP). Die Banken werden sich wohl beeilen, diese überschüssige Liquidität in Staatsanleihen anzulegen,

statt sie zu niedrigen Zinsen auf Konten der Zentralbanken zu parken. Bereits im ersten Monat des Jahres herrschte kräftige Nachfrage nach Staatspapieren. Die Auktionen waren stark überzeichnet. Neben Zinssenkungen könnten die Zentralbanken auch eine Reduzierung der Mindestreserveanforderungen beschließen, um damit die Geldpolitik zu lockern und das Kreditwachstum/die Emission von Staatsanleihen zu fördern. Ungarn, die Ukraine, Rumänien und Kroatien haben ihre außerordentlich hohen Mindestreserveverpflichtungen bereits (teilweise) verringert, da diese zu viel Liquidität vom Markt abgeschöpft hatten. Wir erwarten, dass die Zentralbanken die Maßnahmen zur „Normalisierung“ der Mindestreserveverpflichtungen (insbesondere in Landeswährung) 2009 fortsetzen und damit die derzeit gebundene Liquidität wieder zurück in den Markt fließen lassen werden. Angesichts der Abschwächung des Kreditwachstums sind derart hohe Mindestreserveverpflichtungen nicht mehr erforderlich. Sie könnten durch die übermäßige Liquiditätsverknappung auf diese Volkswirtschaften, die Renditen von Staatsanleihen und das Kreditwachstum nur einen ungünstigen Einfluss haben.

### **Aussichten für hochwertige CEE-Papiere haben sich verbessert**

Die düsteren globalen Wirtschaftsaussichten, die hohe Risikoaversion und die aggressive geldpolitische Lockerung haben die Renditen von Staatsanleihen auf den großen Märkten auf extrem niedrige Niveaus gedrückt. Dies gilt jedoch nicht für die CEE8-Länder, wo die Aufschläge auf Staatsanleihen und CDS trotz der rückläufigen Inflation, einer scharfen Wachstumsabschwächung und der für die meisten CEE8-Länder erwarteten weiteren Lockerung der Geldpolitik hoch geblieben sind. „Wir erwarten für die kommenden Monate auf Grund der erhöhten Nachfrage nach Staatspapieren (hauptsächlich von Seiten einheimischer Investoren) eine Verringerung der Aufschläge auf CDS und Staatsanleihen. Gleichzeitig denken wir, dass bei einigen hoch verschuldeten westeuropäischen Ländern das Risiko eines Anstiegs der Aufschläge besteht.“, erklärt Kotian. Dies schafft beträchtlichen Spielraum für qualitätsvolle Anbieter wie die Tschechische Republik, die Slowakei, Ungarn und Rumänien (mit Unterstützung durch den IWF) im Gegensatz zu Irland, Griechenland oder Spanien.

### **Einzelanalyse der CEE-Länder: Erwarten Sie Schwierigkeiten bei der Finanzierung des Haushaltsdefizits auf inländischen oder internationalen Märkten?**

- Auf Basis der revidierten Prognosen rechnen wir nun bei der Slowakei mit einem Haushaltsdefizit von knapp 3% des BIP, selbst wenn keine größeren zusätzlichen Ausgabenprogramme durchgeführt werden (die Regierung plant, Mittel durch eine Umschichtung von Ausgaben freizumachen)", erklärt Michal Mušák, Makroanalyst von Slovenska Sporitelna. „Die Regierung sollte allerdings kein Problem damit haben, zusätzliche Mittel aufzunehmen, da viele Leute Ende 2008, vor der Euroeinführung, Geld zu den Banken brachten, das sie zuvor unter dem Kopfkissen verwahrt hatten. Dieses Jahr war die Nachfrage bei den Auktionen von Staatspapieren sehr stark, da die Banken diese neuen Kundeneinlagen anlegen wollten.“
- Obwohl der Budgetentwurf 2009 in Rumänien hinsichtlich der Kürzung von Staatsausgaben sehr ehrgeizig ist und die Verschiebung von Lohnerhöhungen sowie die Aussetzung von Bonuszahlungen im öffentlichen Sektor vorsieht, wird das Haushaltsdefizit unserer Einschätzung nach bis zu 5% betragen (das Ziel der Regierung ist 2%), meint Lucian Anghel, Makroanalyst bei Banca Comerciala Romana. „Die rumänische Regierung hat ein Konjunkturbelebungsprogramm bisher nur angekündigt. Man wird sehen, ob dieses Teil des endgültigen Staatshaushalts 2009 (nach Annahme durch das Parlament) sein wird. Die Unterstützung der Zentralbank ist für die Finanzierung des Haushaltsdefizits 2009 sehr wichtig. Eurobonds sollten nur als Alternative und nur für geringere Volumina in Betracht gezogen werden. Gleichzeitig könnte die Bereitstellung zusätzlicher Mittel durch eine internationale Finanzinstitution zur Finanzierung des Haushaltsdefizits positive Auswirkungen auf den Devisenkurs und die Glaubwürdigkeit haben und die Investoren gegenüber dem rumänischen Markt positiver stimmen“.
- Da der Rückgang des BIP 2009 in Ungarn vermutlich unter dem geplanten Ausmaß von -1% gegenüber dem Vorjahr liegen wird, könnten im Budget Einnahmen in Höhe von etwa 1% des BIP fehlen. Damit könnte das Haushaltsdefizit dieses Jahr bis zu 3,5-3,6% des BIP erreichen," so Orsolya Nyeste, Makroanalyst bei Erste Bank Hungary. Insgesamt würden weder die Finanzmärkte noch der IWF ein Haushaltsdefizit von mehr als 3% des BIP akzeptieren. „Wir gehen grundsätzlich von der Annahme aus, dass das angepeilte Zieldefizit in Höhe von 2,6% des BIP unangetastet bleiben wird, da dies die Glaubwürdigkeit des Landes erhöhen und ihm damit den möglichst raschen Übergang von der aktuellen Nichtmarktfinanzierung (IWF-Kredit) zu einer Marktfinanzierung erleichtern sollte. Wegen des IWF-Standby-Kredits sollte es kurzfristig zu keinen Finanzierungsproblemen kommen. Da diese Situation jedoch künstlich herbeigeführt wurde, gibt es für Ungarn auch weiterhin keine Möglichkeit für eine deutliche Ausweitung des Finanzbedarfs.“
- „In der Tschechischen Republik gibt es kein strenges Defizitlimit. Es heißt, das Maastricht-Kriterium von 3% des BIP sollte eingehalten werden, doch wird diese Marke unserer Meinung nach nicht als sakrosankt gelten. Sollte das Wirtschaftswachstum deutlich unter Null fallen, könnte sie (insbesondere bei der Umsetzung von Konjunkturmaßnahmen) leicht überschritten werden“, betont Martin Lobotka, Makroanalyst bei Ceska Sporitelna. Was die Finanzierung betrifft, hat sich der inländische Anleihenmarkt in der Tschechischen Republik

seit Herbst etwas konsolidiert (was zum Beispiel in den geringeren Geld-Brief-Spannen zum Ausdruck kommt), und die Nachfrage hat sich verbessert. Was den Auslandsmarkt betrifft (der für die kommende Eurobond-Emission von hoher Bedeutung ist), sind die Märkte offen, allerdings nicht billig. So hat Polen zum Beispiel die jüngste fünfjährige Euroanleihe zu einem Kurs von 300 Basispunkten über Mid-Swaps emittiert“.

■ „Das Haushaltsdefizit 2009 der Ukraine soll 3% des BIP betragen. Wir halten diese Vorgabe angesichts der jüngsten niedrigen Zahlen für die Jänner-Staatseinnahmen für unrealistisch. Die Regierung ist gegenwärtig nicht in der Lage, auf dem Inlandsmarkt Mittel aufzubringen, konnte allerdings einen Teil der garantierten Staatsschulden durch Auslandskredite refinanzieren. Unserer Einschätzung nach wird das Budget bald überarbeitet werden, um die zunehmende Lücke zwischen Ausgaben und Einnahmen zu reduzieren“, meint Maryan Zablotsky, Markoanalyst von Erste Bank Ukraine.

■ „Wir erwarten, dass das kroatische Haushaltsdefizit wegen der übermäßig optimistischen Planungsannahmen das angepeilte Ziel von 0,9% des BIP nicht erreichen wird. Es solle vielmehr – auch wegen des konjunkturell bedingten negativen Einflusses - im Bereich von 2,5 - 3% liegen“, erklärt Alen Kovac, Makroanalyst von Erste Bank Croatia. „Derzeit orientiert sich das Finanzministerium am heimischen Markt und konnte den Finanzbedarf aus dieser Quelle bisher auch erfolgreich decken. Mittelfristig werden die dort verfügbaren Kapazitäten allerdings vermutlich beschränkt sein. Daher hat das Finanzministerium angekündigt, es werde eine Anleihenemission auf den internationalen Märkten versuchen. Falls erfolgreich, würde dies Druck vom inländischen Markt nehmen“.

[Special Report – Financing of government debt in CEE in 2009 \[pdf; 160.4 KB\]](#)

[Zurück](#)