

## Die CEE8 Länder sollten keine Problemen mit externer Finanzierung haben - dank stark fallender Leistungsbilanzdefizit

[Zurück](#)

24.06.2009

- Höhere Investitionen in CEE, die zu Kapazitätsausweitungen und Produktivitätssteigerungen führten, waren in Ländern mit geringen Sparquoten für höhere Leistungsbilanzdefizite verantwortlich
- Das Austrocknen von ausländischen Kapitalzuflüssen verringerte die Investitionen und erhöhte die Sparquote
- In Folge sanken die Leistungsbilanzdefizite stark, was einen stärkeren BIP-Rückgang, aber auch wesentlich geringere Kapitalerfordernisse bedingte
- Unter Annahme der zugesagten Mittelzuflüsse von internationalen Institutionen und Refinanzierungsraten für fällige Auslandsschulden sollten die CEE 8 keine Probleme mit externer Finanzierung haben



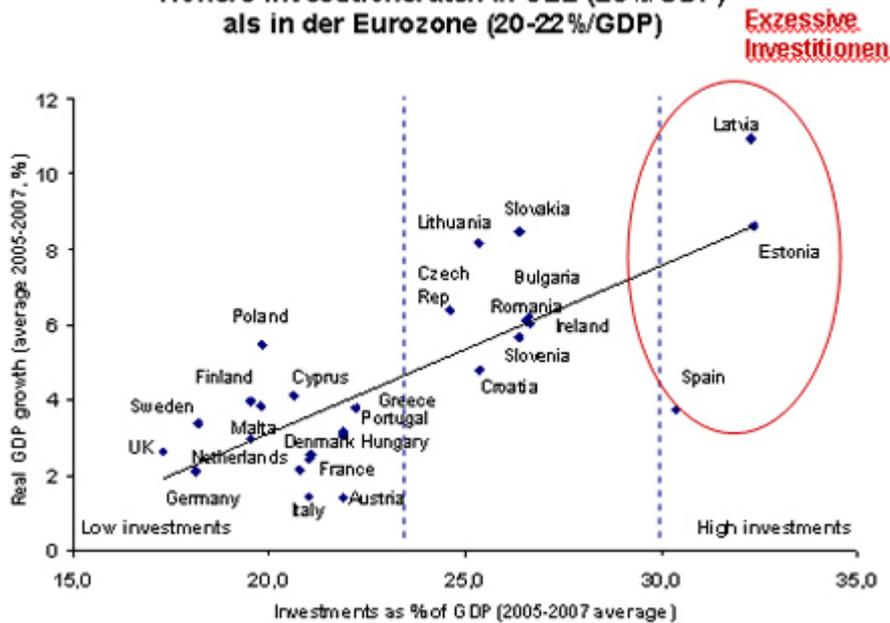
[Download \[jpg; 243.5 KB\]](#)

In den vergangenen fünf Jahren lag das Wachstum in Zentral- und Osteuropa durchschnittlich um nahezu vier Prozentpunkte über dem Wachstum der Eurozone und wurden zum attraktiven Ziel für ausländische Direkt- und Portfolioinvestitionen. Der globale Verschuldungsabbau und der Zusammenbruch des globalen Handels haben die Region hart getroffen und führten, ähnlich wie in der Eurozone, zu Minuswachstum. Welche Rolle spielen die Kapitalflüsse für das BIP-Wachstum in CEE?

### **Höheres Investitionswachstum in CEE vorwiegend für Kapazitäts- & Produktivitätssteigerungen verwendet**

Vor Ausbruch der Krise profitierten die CEE-Volkswirtschaften von der Aufhebung der Handelsbeschränkungen, stark steigenden Exporten und hohen Kapitalzuflüssen, die das Investitionswachstum antrieben und zur Erhöhung der Beschäftigung und des Wachstumspotenzials beitrugen. „Die CEE-Volkswirtschaften verzeichneten ein wesentlich höheres Investitionswachstum sowie höhere Investitionsquoten als die Länder der Eurozone (durchschnittlich für 2005-07: rund 26% des BIP in CEE vs. 20-22% des BIP in der Eurozone). Sie wurden in den meisten CEE-Ländern vor allem für den Ausbau der Produktionskapazität, zu Produktivitätssteigerungen und für Infrastrukturprojekte verwendet“, sagt Juraj Kotian, Co-Head Macro/Fixed Income CEE.

### Höhere Investitionsraten in CEE (26%/GDP) als in der Eurozone (20-22%/GDP)



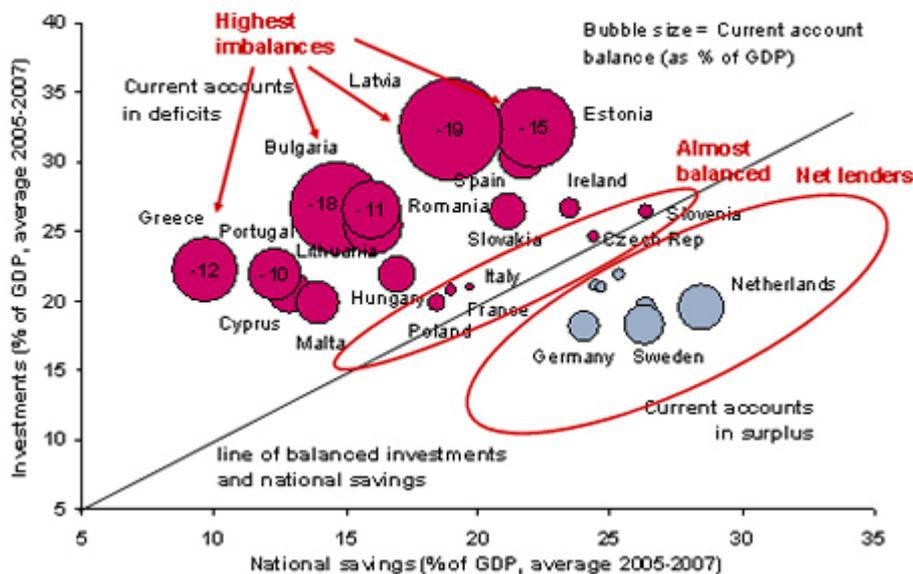
**Unterschiedliches Niveau der Sparquote implizierte unterschiedlichen Bedarf nach ausländischem Kapital: den niedrigsten in Tschechien, den höchsten im Baltikum**

Die höchsten Investitionsraten privater Haushalte verzeichneten Irland (26%), Spanien (15%) und Estland (14%), was zu einem Boom-und-Bust-Zyklus am Häusermarkt führte. Länder mit exzessiven Investitionen waren mit externen Ungleichgewichten konfrontiert, da ihre Sparquote 2) nicht hoch genug war um diese Investitionen zu decken. Dies war in den Baltischen Staaten der Fall, wo hohe Investitionen durch Kapitalzuflüsse gedeckt wurden, die wiederum das Leistungsbilanzdefizit in die Höhe trieben.

1) CZ, CRO, HU, PL, RO, SRB, SK und UKR

2) Sparquote wird als Verhältnis des BIPs zum BIP minus Konsum definiert

### Baltikum hatte den höchsten Bedarf an Auslandskapital, CZ und PL den niedrigsten in CEE



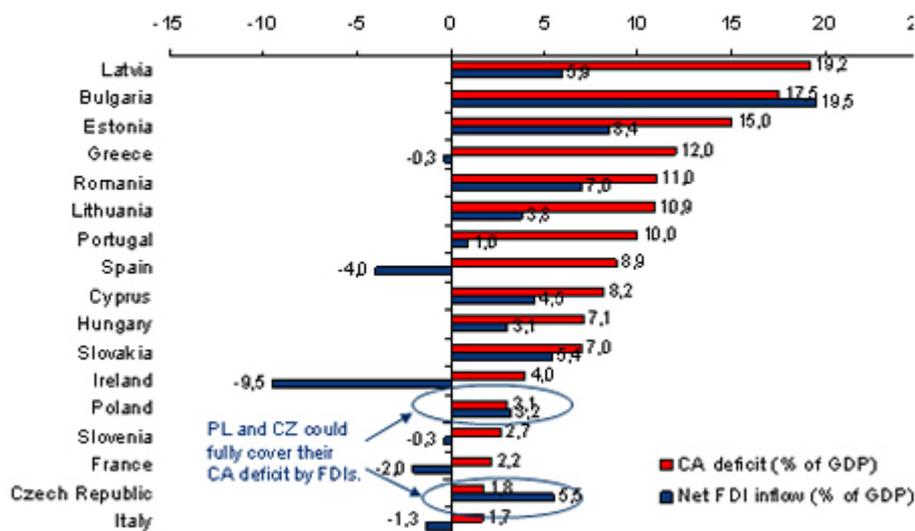
Quelle 1. Graphik: Eurostat, Erste Group Research Quelle 2. Graphik: Eurostat, European Commission, Erste Group Research

### Die Höhe der Sparquote sowie der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen wirken sich auf die Leistungsbilanzdeckung aus

In Lettland und Litauen deckten die Nettozuflüsse ausländischer Direktinvestitionen nur etwa ein Drittel des Leistungsbilanzdefizits, wodurch die Auslandsverschuldung dramatisch anstieg und diese Volkswirtschaften für die

Folgen von Kapitalabflüssen anfälliger machte. Im Gegensatz dazu benötigte die Tschechische Republik mit ihrer relativ hohen Sparquote weniger Auslandskapital und konnte in der Periode 2005 bis 2007 das gesamte Leistungsbilanzdefizit durch die Nettozuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen decken.

**Während in CZ und PL das Leistungsbilanzdefizit zur Gänze mit FDI gedeckt wurde, war es in Lettland and Litauen nur 1/3 des Leistungsbilanzdefizits** (average 2005-2007, in % of GDP)



Quelle: Grafik: Eurostat, European Commission, Erste Group Research

**Verschuldungsabbau und das Austrocknen der ausländischen Kapitalzuflüsse lässt den Abstand zwischen der Investitions- und der Sparquote schrumpfen.**

Durch den globalen Verschuldungsabbau und das Austrocknen der ausländischen Kapitalzuflüsse muss der Abstand zwischen der Investitions- und der Sparquote entweder durch Rücknahme der Investitionstätigkeit oder durch den Anstieg der Sparquote wesentlich schrumpfen – entweder durch den Einbruch des Konsums oder massive fiskalpolitische Konsolidierungsmaßnahmen. Genau das passiert in den Ländern, die hohe Leistungsbilanzdefizite angehäuft haben: „Der höchste Rückgang der Investitionen ist in Ländern mit hohen Investitionsraten zu beobachten – Irland, Lettland, Litauen und Estland – wo die Investitionen im ersten Quartal 2009 im Vorjahresvergleich um 25% bis 40% eingebrochen sind. Diese Länder wiesen in der Vergangenheit die höchsten Ungleichgewichte auf. Dagegen lag der Rückgang der Investitionen in der Tschechischen Republik, der Slowakei, Ungarn, Polen und Rumänien im ersten Quartal 2009 nur im einstelligen Bereich, verglichen mit 10% Rückgang in der Eurozone“, fasst Kotian die Lage zusammen.

**Der negative Aspekt: der rasche Abbau der Leistungsbilanzdefizite führt zu einem stärkeren BIP-Rückgang**

**Der positive Aspekt: die Länder brauchen weniger ausländisches Kapital zur Finanzierung ihres Außendefizits**

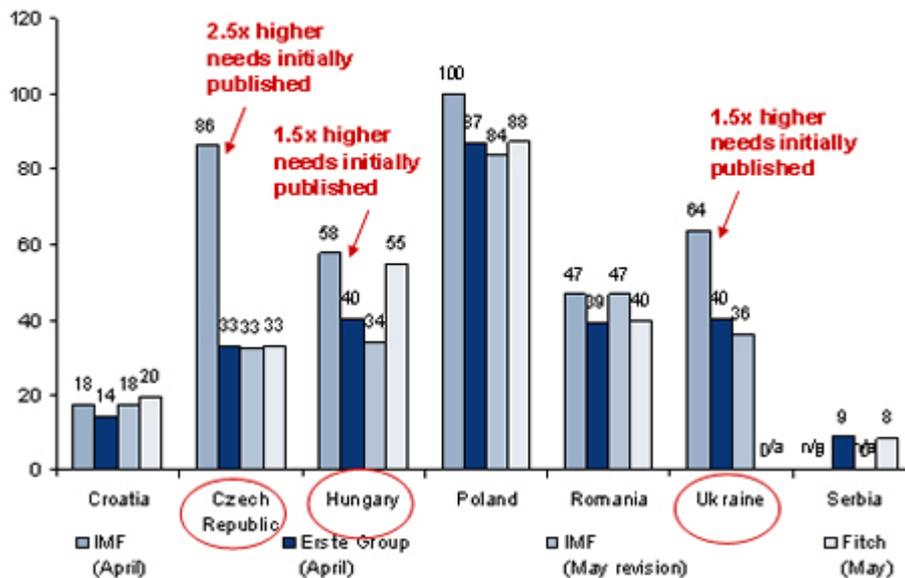
Der negative Aspekt der raschen Leistungsbilanzverbesserung ist ein stärkerer negativer zyklischer Effekt auf das Wirtschaftswachstum. Der Rückgang der Investitionswachstumsraten auf die Hälfte des Niveaus der Vorjahre kostet 1-3 Prozentpunkte der durchschnittlichen BIP-Wachstumsraten. „Unserer Meinung nach gibt es gute wirtschaftliche Gründe (wettbewerbsfähige Arbeitskosten und höhere Kapitalerträge) für eine Steigerung der Investitionen in den Produktionssektor in CEE sobald das Wachstum wieder anzieht. Der kurzfristige positive Aspekt ist, dass die Länder weniger ausländisches Kapital brauchen werden, um ihr Außendefizit zu finanzieren“, meint Kotian.

**Juraj Kotian meint abschließend: „Die CEE 8 Länder sollten kein Problem mit externer Finanzierung haben“**

- Wir erwarten die niedrigste Rate (ca. 60%) für die Refinanzierung langfristiger Unternehmenskredite, eine höhere Refinanzierungsrate für den Bankensektor (70-90%, denn der hohe Anteil an Finanzierungen durch Mutterbanken, die sich dazu verpflichtet haben, die Kreditvolumen in diesen Ländern stabil zu halten, erhöht die Refinanzierungsrate), während die Refinanzierungsrate für Staatsschulden hauptsächlich von den Möglichkeiten abhängt, in diesem Jahr Euro-Anleihen in den Auslandsmärkten zu platzieren.

- Für die Länder im IWF Programm ist unsere Schätzung mit einer Refinanzierungsrate von 0% eher konservativ (der IWF wird die auslaufenden Staatsanleihen refinanzieren); die Begebung von Euro-Anleihen würde die Finanzierungsstruktur verbessern.
- Allerdings stehen die Chancen gut, dass die CEE8 Länder ihre (vom Privatsektor gehaltenen) Brutto-Auslandsschulden verringern können und die bleibende Finanzierungslücke (falls vorhanden) durch die Fremdwährungsreserven und die Verringerung von anderen Auslandsschulden finanziert wird.
- Angesichts des bereits bestätigten Mittelzuflusses seitens internationaler Organisationen sowie der erwarteten moderaten Refinanzierungsrate auslaufender Auslandsschulden sollten die CEE8 Länder keine Problemen mit der externen Finanzierung haben.

### Geschätzter Bedarf an externer Finanzierung in 2009 (in Mrd USD)



Quelle 4. Grafik: IMF Stability Report, Erste Group Research, Fitch Ratings

#### Fallstudie: Rumänien

Rumänien könnte sein Leistungsbilanzdefizit durch den Konsumrückgang und die Verbesserung der negativen Sparquote dieses Jahr um die Hälfte kürzen

Die Leistungsbilanzdefizite sind seit Anfang des Jahres trotz der schwierigen Situation auf den Exportmärkten in fast allen CEE-Ländern am Schrumpfen. „Es ist sehr wahrscheinlich, dass wir in Rumänien dieses Jahr eine äußerst beeindruckende Verbesserung des Leistungsbilanzdefizits sehen werden, wahrscheinlich sogar um die Hälfte auf 6-7% des BIP von ca. 13% des BIP in den letzten zwei Jahren<sup>3)</sup>. Hauptsächlich aufgrund des Konsumrückgang (vor allem bei langlebigen Gütern) und der Verbesserung der negativen Sparquote“, schätzt Kotian. Durch die ca. 15% ige Abwertung des RON/EUR (gegenüber dem durchschnittlichen Wechselkurs im 2008) war die Anpassung des Leistungsbilanzdefizits in Rumänien milder (weniger Druck auf nominale Löhne, Preiskonkurrenz einheimischer Produktion gegenüber Importen) als in Ländern mit einem fixen Wechselkursregime oder Ländern, deren Währungen an andere Währungen gekoppelt sind.

3) Rumänien hatte ein viel niedrigeres Leistungsbilanzdefizit im Vergleich zu den baltischen Ländern und Bulgarien, die Defizite von ca. 20 bis 30% des BIP aufwiesen

#### Datenbasis:

**Graphik 2: Baltikum hatte den höchsten Bedarf an Auslandskapital, CZ und PL den niedrigsten in CEE**

	<u>Savings</u>	Investments	<u>CA deficit</u>
<u>Belgium</u>	24,4	21,0	2,6
Germany	24,0	18,1	6,4
<u>Ireland</u>	23,5	26,7	-4,0
<u>Greece</u>	9,7	22,2	-12,0
Spain	21,7	30,4	-8,9
France	19,0	20,8	-2,2
<u>Italy</u>	19,7	21,0	-1,7
<u>Cyprus</u>	12,8	20,6	-8,2
Malta	13,9	19,8	-8,0
<u>Netherlands</u>	28,5	19,5	9,0
<u>Austria</u>	25,4	21,9	2,6
Portugal	12,3	21,9	-10,0
<u>Slovenia</u>	26,3	26,4	-2,7
<u>Slovakia</u>	21,1	26,4	-7,0
<u>Finland</u>	26,4	19,5	4,3
Bulgaria	14,6	26,6	-17,5

**Graphik 4: Geschätzter Bedarf an externer Finanzierung in 2009 (in Mrd USD)**

	<u>IMF</u> (April)	<u>Erste Group</u> <u>Research</u> (April)	<u>IMF</u> (May <u>revision</u> )	<u>Fitch</u> (May)
CRO	17,7	14,4	17,7	19,6
CZ	86,4	32,8	32,6	32,9
HU	57,8	40,1	34,1	54,9
PL	100,2	87	83,6	87,6
RO	46,9	39,3	46,9	40
UKR	64,1	40,1	36,0	n/a
SRB	n/a	8,9	n/a	8,4

Capital Flows and Growth in CEE

Special Report - Capital flows and growth in CEE [ppt; 299.0 KB]

Zurück