Können sich die CEE-Länder ihre Staatsverschuldung leisten?

Zurück

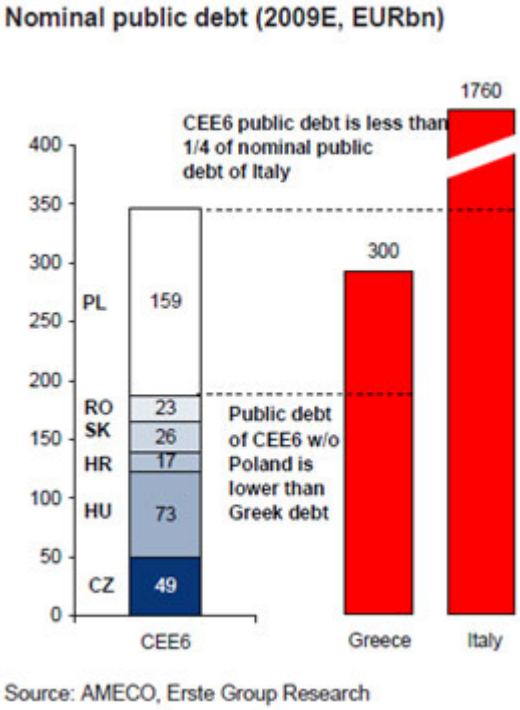
18.02.2010

- Die Staaten der CEE-Region weisen eine Verschuldung auf, die weit unter dem Durchschnitt des Euroraums liegt. Damit ist auch ihr Refinanzierungsbedarf geringer
- Der auf den CEE-Märkten bestehende Liquiditätsüberschuss sollte die Nachfrage nach Staatsanleihen auf hohem Niveau halten
- Die Haushaltsdefizite sind in CEE gestiegen. Nun müssen die Länder ihre Hausaufgaben machen, um negative Entwicklungen umzukehren
- Die CEE6-Länder erwarten weniger schmerzhafte Konsolidierungsmaßnahmen als den Euroraum, doch könnte eine strengere Auslegung des Nachhaltigkeitskriteriums die Euro-Einführung bis 2015-2016 verzögern
- Auf Grund der Haushaltsentwicklung der CEE-Länder werden die Aufschläge für ihre Staatsanleihen im laufenden Jahr sinken

Die steigende Staatsverschuldung und die mit ihrer Finanzierung potenziell verbundenen Probleme verursachen in Europa zunehmend Nervosität. Im vergangenen Jahr wurde das Problem der Haushaltsdefizite durch die zur Stabilisierung des Finanzsektors großzügig zur Verfügung gestellte Liquidität verdeckt. Nun müssen viele EU-Staaten die Rechnung für die finanzpolitische Lockerung bezahlen und dazu Sparmaßnahmen ergreifen, die die wirtschaftliche Erholung verlangsamen könnten.

Staatsverschuldung aller CEE-Länder unter 60% des BIP, die Ungarns entspricht dem Euroraum-Schnitt

„In den CEE6-Ländern [1] liegt die Staatsverschuldung sowohl nominell als auch relativ (auf das BIP bezogen) deutlich unter jener der Länder des Euroraums. Die Staatsverschuldung Ungarns, der Tschechischen Republik, der Slowakei, Rumäniens und Kroatiens beträgt zusammen etwa EUR 200 Mrd und damit weniger als die Staatsschuld Griechenlands (EUR 300 Mrd). Selbst bei Berücksichtigung Polens liegt die Verschuldung der gesamten CEE6-Region noch unter EUR 400 Mrd und damit unter jener Spaniens (die auf EUR 700 Mrd geschätzt wird). Sie beträgt nicht einmal ein Viertel der Staatsschuld Italiens (die auf EUR 1.800 Mrd geschätzt wird", so Juraj Kotian, Co-Head Macro/Fixed Income CEE. Alle CEE-Länder (außer Ungarn) konnten ihre Staatsverschuldung unter 60% des BIP halten. Die ungarische Staatsschuld wird für 2009 auf etwa 80% des BIP geschätzt, was genau dem Durchschnitt des Euroraums entspricht.

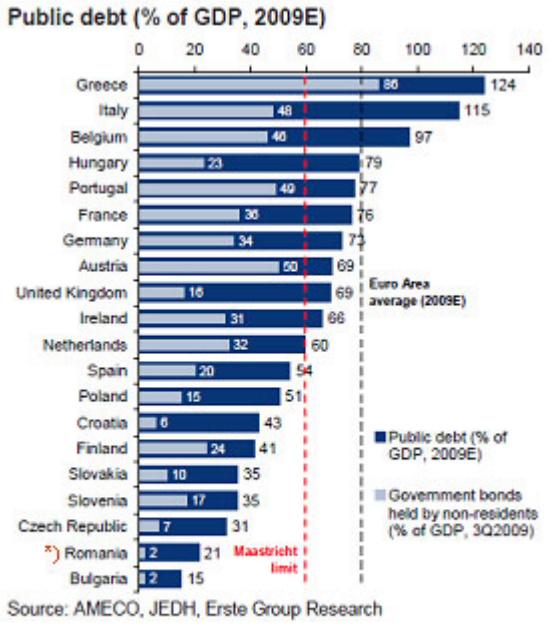


Source: AMECO, Erste Group Research

Ein wichtiger Indikator in Bezug auf die Staatsverschuldung ist der Anteil der von im Ausland gehaltenen Staatsanleihen. Ist diese Kennzahl hoch, steigt die Wahrscheinlichkeit eines raschen Abverkaufs. Dies ist bei Griechenland der Fall, wo etwa 2/3 der Staatsschuld (90% des BIP) im Ausland gehalten werden. Im

Vergleich dazu beträgt der entsprechende Anteil in CEE6 etwa 1/4 (2-23% des BIP).

Die Analysten der Erste Group weisen daher darauf hin, dass „angesichts der wesentlich geringeren Staatsverschuldung und der niedrigeren Haushaltsdefizite der CEE-Volkswirtschaften im Vergleich zu den Ländern des Euroraums Erstere wesentlich weniger Mittel aufnehmen werden." Die Tschechische Republik, die Slowakei und Rumänien werden von ihrer geringeren Verschuldung profitieren und das geringste Volumen an fällig werdenden Schulden (etwa 4-5% des BIP) refinanzieren müssen. Polen, Kroatien und Ungarn müssen höhere Volumina an fällig werdenden Staatsanleihen im Ausmaß von etwa 8-10% des BIP refinanzieren.



Liquiditätsüberschuss an den CEE-Märkten sollte die Nachfrage nach Staatsanleihen auf hohem Niveau halten

Wenngleich der Refinanzierungsbedarf unter jenem der Eurozone liegt, stellt sich dennoch die Frage, wer Staatsanleihen der CEE6 kaufen wird. „Der auf den CEE-Märkten bestehende Liquiditätsüberschuss sollte die lokale Nachfrage stützen", erklärt Kotian. Einerseits werden die Banken auch weiterhin einen großen Anteil des Einlagenzuwachses in Staatspapieren anlegen, da das Kreditwachstum gedämpft bleiben wird. Die Nettonachfrage der lokalen Banken nach Staatsanleihen, die sich aus den Veränderungen in den Kundeneinlagen und den Krediten ergibt, sollte insgesamt etwa 1% des BIP betragen. Neben den Banken sollte die Nachfrage nach Staatsanleihen seitens lokaler Pensionsfonds, Versicherungen und Investmentfonds 2010 etwa 0,5-2,0% des BIP erreichen. Polen konnte dieses Jahr bereits Eurobonds begeben. Es ist mit hoher Wahrscheinlichkeit anzunehmen, dass auch die Tschechische Republik, Ungarn, Rumänien, die Slowakei und Kroaten die internationalen Märkte in Anspruch nehmen werden, was zu einer Entspannung auf den lokalen Anleihenmärkten führen sollte.

Die Haushaltsdefizite sind in CEE gestiegen. Nun müssen die Länder ihre Hausaufgaben machen, um negative Entwicklungen umzukehren

Die Haushaltsdefizite haben sich in den CEE6 in letzter Zeit ausgeweitet. Dafür gab es zwei Gründe. Erstens haben diese Länder die guten Jahre nicht dazu genutzt, um ihre Defizite weiter abzubauen. Damals ließ das hohe Wirtschaftswachstum die Steuereinnahmen anschwellen. Diese schlugen sich jedoch in einer noch stärkeren Ausweitung der Ausgaben nieder und verschleierten in der Periode 2005-2007 wachsende strukturelle Defizite. Das Fehlen einer tief greifenden Konsolidierung trat dann im Zuge des Wirtschaftseinbruchs zutage. Zweitens haben einige Staaten ihre Haushalte zu spät überarbeitet und die Ausgaben an die geänderten makroökonomischen Annahmen zu spät angepasst. Dies führte zu einer weiteren Verschärfung der strukturellen Defizite in allen Ländern außer Ungarn und Rumänien, die im Rahmen des IWF-Programms rasch handeln und das Wachstum der Ausgaben streng überwachen mussten.

Ungarn Vorreiter bei Budgetkonsolidierung

Allerdings haben die Länder der CEE6-Region durchaus Maßnahmen zur Umkehrung der negativen Entwicklung ihrer Staatshaushalte ergriffen. Zur Steigerung des Steueraufkommens erhöhten viele von ihnen (Ungarn, Kroatien, Tschechische Republik) die Mehrwertsteuersätze. Rumänien könnte eine Anhebung der Mehrwertsteuer vermeiden, führte jedoch andere Maßnahmen ein, um die IWF-Auflagen dieses Jahr zu erfüllen (Kürzung der Personalkosten in öffentlichen Sektor, Reduzierung von Ermessensausgaben und diverse strukturelle Änderungen, wie eine Überarbeitung des Pensionsrechts). Ungarn nimmt bei der Budgetkonsolidierung eine Vorreiterrolle ein. Das Land konnte sein Haushaltsdefizit trotz des schwachen Wirtschaftswachstums und der Auswirkungen der globalen Wirtschaftskrise innerhalb von drei Jahren von 9,4% auf weniger als 4% des BIP senken.

Die CEE6-Länder erwarten weniger schmerzhafte Konsolidierungsmaßnahmen als den Euroraum, doch könnte eine strengere Auslegung des Nachhaltigkeitskriterium die Euro-Einführung bis 2015-2016 verzögern

„Angesichts des Umstands, dass die Defizite der CEE-Länder unter dem Durchschnitt des Euroraums liegen und dass einige Länder bereits früher mit den Konsolidierungsbemühungen begonnen haben (Mitte 2009 und Anfang 2010 [2]), wird die Konsolidierung dort leichter zu erreichen sein und weniger schmerzhaft als im Euroraum ausfallen," meint Kotian. Gemäß seinem Konvergenzprogramm muss Ungarn sein Defizit bis 2011 auf unter 3% senken. Polen und Rumänien sollten ihre übermäßigen Defizite bis 2012, die Tschechische Republik und die Slowakei die ihrigen bis

2013 korrigieren. Ausgehend vom Niveau des Jahres 2009 werden Polen und Rumänien ihre Defizite pro Jahr um fast 2 Prozentpunkte reduzieren müssen, um das für 2012 gesteckte Ziel zu erreichen.

Die Analysten der Erste Group erwarten, dass die Europäische Kommission neben der Senkung des gesamtstaatlichen Defizits auf unter 3% des BIP auch der "glaubhaften und nachhaltigen" Erfüllung der Maastricht-Kriterien vermehrt Aufmerksamkeit schenken wird. Dies bedeutet, dass die Kandidatenländer in Zukunft vermutlich die Kriterien mit großem Spielraum (über)erfüllen und/oder ihr Defizit über einen längeren Zeitraum hinweg (und nicht nur zu einem bestimmten Zeitpunkt) unter 3% des BIP halten müssen, um eine positive Bewertung zu erlangen. Die Europäische Kommission könnte auch eine Senkung der strukturellen Defizite unter 3% des BIP [3] sowie die Einleitung von Strukturreformen (Reform des Gesundheitswesens, der Pensionen) fordern, um die Auswirkungen der höheren Lebenserwartung auf die Staatsfinanzen zu reduzieren. Dies würde eine positive Beurteilung der Maastricht-Kriterien frühestens ein Jahr nach der Reduktion des Defizits unter das Niveau von 3% bedeuten, was die Einführung des Euro für CEE-Länder (außer Estland [4]) auf 2015-16 hinausschieben könnte.

Auf Grund der Haushaltsentwicklung in den CEE-Ländern werden die Aufschläge für ihre Staatsanleihen im laufenden Jahr sinken

Die Entwicklung des Staatshaushalts sollte auf die Zinsaufschläge für Staatsanleihen einen wesentlich größeren Einfluss als in früheren Jahren haben. Angesichts der Stabilität der ungarischen und rumänischen Währung sowie der bereits erfolgten Haushaltskonsolidierung können die Zentralbanken ihre Politik der geldpolitischen Lockerung fortsetzen. Dies wird eine weitere Absenkung der Renditen nach sich ziehen. So hat Rumänien zum Beispiel eine der geringsten Staatsverschuldungen in der EU, was die Wahrscheinlichkeit einer deutlichen Defizitreduzierung erhöht. Die Analysten der Erste Group erwarten, dass die Renditen der rumänischen Staatsanleihen von derzeit 8% auf etwa 6,5% im Sommer dieses Jahres sinken werden. In Ungarn, einem Land mit einem der geringsten Haushaltsdefizite, könnten die Renditen von derzeit 7% bis Jahresende auf 6% zurückgehen. Angesichts des hohen Nettoemissionsvolumens von tschechischen und slowakischen Staatsanleihen könnten die Renditen bei einer Stimmungsverschlechterung gegenüber CEE steigen. Der Liquiditätsüberschuss der tschechischen Banken ist relativ hoch, was die Aufnahme des großen Angebots jedoch erleichtern könnte. Andererseits besitzen die slowakischen Banken bereits hohe Bestände an Staatspapieren (20% der Bilanzsumme), da sie nach dem Beitritt zum Euroraum ihre freie Liquidität in Staatsanleihen angelegt haben.[5] Damit ist die Finanzierung der neuen slowakischen Staatsschuld stärker von der Nachfrage durch Devisenausländer und der Refinanzierung durch die EZB abhängig.

[1] Dieser Bericht umfasst die sechs CEE-Länder Polen, Ungarn, Tschechische Republik, Slowakei, Rumänien und Kroatien. Auf Serbien und die Ukraine wird darin nicht eingegangen, da diese Länder mit den CEE6 keine homogene Region bilden. Sie sind (auch noch auf absehbare Zeit) keine EU-Mitglieder und haben ihre Staatsschulden bisher noch nicht in ähnlichem Umfang verbrieft.

[2] Ungarn begann mit der Haushaltskonsolidierung bereits 2007, nachdem das Budgetdefizit 2006 9,3% des BIP erreicht hatte.

[3] Die Slowakei hätte bei Bereinigung des Defizits um die konjunkturelle Komponente die Bedingungen für die Euro-Einführung nicht erfüllt.

[4] Estland wird den Euro – auch dank des historisch niedrigen Budgetdefizits und der geringen Staatsverschuldung – vermutlich 2011 einführen.

[5] Derzeit treten die slowakischen Banken gegenüber der EZB als Nettokreditnehmer auf, da sie offenbar – wie auch andere Mitglieder des Euroraums – das niedrige Zinsniveau für Carry Trades nutzen (sie nehmen die Refinanzierung über die EZB für den Ankauf höher rentierender Staatsanleihen in Anspruch).

Report CEE Fiscal development [pdf; 133.7 KB]

Präsentation CEE and their public debt [pdf; 103,1 KB] [pdf; 103.1 KB]

Zurück

© 2012 Erste Group Bank AG