

Ausländische Investitionen finden ihren Weg zurück in CEE Länder

29.03.2011

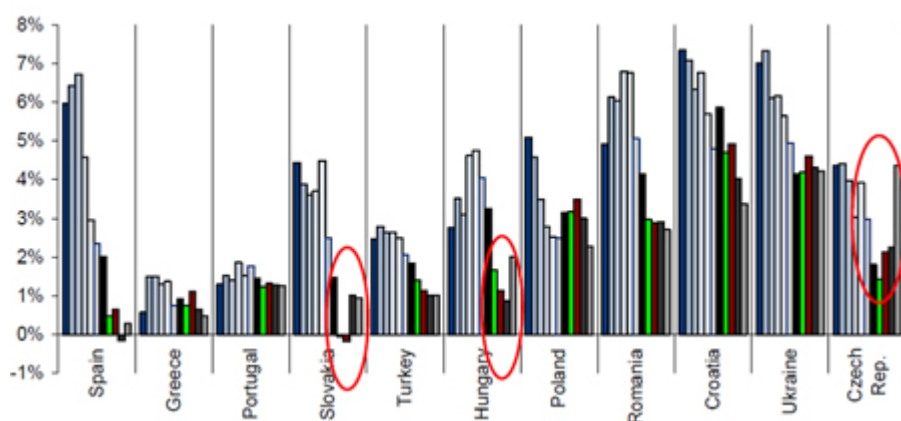
[Download O-Ton](#)

Die ausländischen Direktinvestition in CEE-Ländern sind um 9% gestiegen; den höchsten Zufluss verzeichnete die Tschechische Republik

CEE-Länder werden von den Märkten als attraktiver bewertet als einige der Eurozone-Länder mit besseren Ratings (Italien, Spanien, Portugal)

Die CEE-Länder haben ihre Leistungsbilanzdefizite erheblich reduziert – der Fremdfinanzierungsbedarf ist gesunken

Bei den Kapitalzuflüssen in die Länder Zentral- und Osteuropas (CEE) war 2010 eine Wende zu beobachten. „Nach dem massiven Einbruch im Jahr 2009 (-45% im Vorjahrsvergleich), begannen die ausländischen Direktinvestitionen wieder zu fließen (rund 9% Zuwachs im Vorjahrsvergleich). Die erfreulichste Entwicklung beobachten wir in der Tschechischen Republik, wo sich die Zuflüsse 2010 mehr als verdoppelten und das regional höchste Niveau erreichten. Gute Nachrichten gab es auch aus Ungarn, wo der negative Trend erstmals seit Ausbruch der Krise überwunden werden konnte, sowie aus der Slowakei. Nach unseren Beobachtungen haben die Märkte die starken Fundamentaldaten bereits zur Kenntnis genommen, und sind den Rating-Agenturen damit um eine Nasenlänge voraus: die CDS-Spreads sind enger als in südeuropäischen Ländern“, berichtet Juraj Kotian, Co-Head CEE Macro Research der Erste Group.



In den CEE-Ländern nehmen die ausländischen Direktinvestitionen wieder stark zu. Regional führend in dieser Hinsicht ist die Tschechische Republik, wo sich die Zuflüsse gegenüber 2010 mehr als verdoppelt haben (auf fast 4% des BIP). Nominell überstiegen die ausländischen Direktinvestitionen sogar das Niveau von 2008. Ungarn überraschte ebenfalls positiv: vorläufigen Daten zufolge hat sich der negative Trend gedreht; 2010 verzeichnete das Land wieder Zuflüsse in einer Größenordnung von rund 2% des BIP. Vor dem Hintergrund einer starken Zunahme der reinvestierten Gewinne und einer Stabilisierung der Vergabe konzerninterner Darlehen zwischen Konzernmüttern und lokalen Tochtergesellschaften war auch in der Slowakei ein Anstieg der ausländischen Direktinvestitionen im Ausmaß von 1% des BIP zu beobachten. Ungarn erzielte einen Leistungsbilanzüberschuss (von 2% des BIP), wodurch sich das Land eine sehr solide Basis für eine nachhaltig stabile Zahlungsbilanzentwicklung geschaffen hat. Die Ukraine konnte den Zufluss ausländischer Direktinvestitionen auf hohem Niveau halten (fast 4% des BIP). Damit ist das gesamte Leistungsbilanzdefizit praktisch

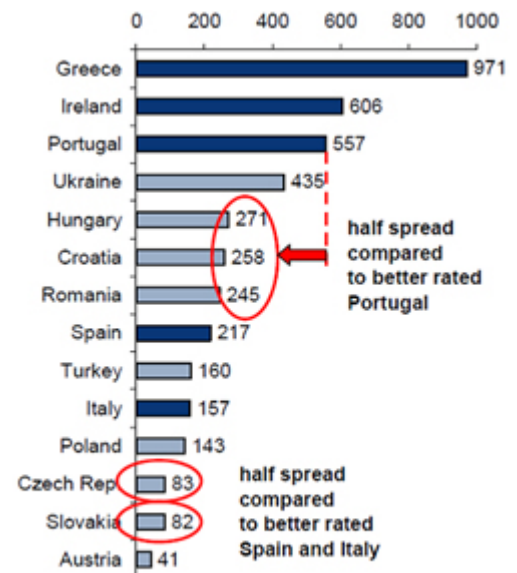
abgedeckt und der Bedarf an Auslandsfinanzierungen deutlich geringer.

Belebung der Portfolioinvestitionen in Polen und der Tschechischen Republik

Seit dem 4Q 2009 ist speziell in der Tschechischen Republik und in Polen eine Wiederbelebung der Portfolioinvestitionen zu beobachten. Der weitaus größte Teil dieser Mittel floss in Schuldtitel, vor allem Regierungsanleihen. Devisenansiedler erhöhten ihre Engagements in tschechischen und polnischen Regierungstiteln um 5 Mrd. bzw. 25 Mrd. Euro oder 3,3% bzw. 6,1% des tschechischen respektive polnischen BIP. Beide Länder standen hoch in der Gunst ausländischer Anleger, da sie eine vergleichsweise geringe öffentliche Verschuldung aufweisen und ihre Volkswirtschaften in der globalen Wirtschaftskrise hohe Standfestigkeit bewiesen hatten. Allerdings unterliegen polnische Titel in Anbetracht fehlender Bemühungen um eine Haushaltskonsolidierung und des Ungleichgewichts zwischen in- und ausländischen Finanzierungsquellen nach Meinung der Analysten der Erste Group höheren Risiken als tschechische.

Von den Märkten werden die CEE-Länder attraktiver eingeschätzt als einige Länder mit besseren Ratings (Italien, Spanien, Portugal).

Zahlreiche zentral- und osteuropäische Volkswirtschaften überstanden die Krise aus eigener Kraft (Tschechische Republik, Slowakei, Polen und Kroatien) und konnten ihren externen Finanzierungsbedarf ohne äußere Unterstützung befriedigen. Einige Länder mussten sich einer wirtschaftlichen Neuausrichtung unterziehen (Ungarn, Rumänien und Ukraine) und Korrekturmaßnahmen bzw. Strukturreformen vornehmen. Durch koordinierte IWF und EU-Unterstützung konnte der Druck auf die externe Finanzierungslage reduziert werden; außerdem schaffte dies Spielraum für Maßnahmen zur Reduktion der Ungleichgewichte. Eurozone-Länder, die durch zu geringe Zuflüsse von privatem Kapital unter Druck geraten waren, konnten durch Inanspruchnahme von EZB-Refinanzierungsmitteln als Ersatz für Zuflüsse von Privatkapital oder externer Unterstützung Zeit gewinnen, und so den Handlungsdruck zur Korrektur ihrer hohen externen volkswirtschaftlichen Ungleichgewichte verringern. Leider war diese „Entlastung“ nicht an strenge Auflagen gebunden, sodass die Ungleichgewichte in den südlichen Randstaaten der Eurozone auch 2010 bestehen blieben oder sogar zunahmen, während die CEE-Länder ihre Leistungsbilanzdefizite erheblich reduzierten. Ungeachtet dieses ausgeprägten Unterschieds dauerte es ziemlich lange, bis die Märkte realisierten, dass sich viele CEE-Länder in wesentlich besserer Verfassung befinden als einige Länder der Eurozone.



Source: Bloomberg, Erste Group Research

„Die nächste Frage ist nun, wie lange die Rating-Agenturen brauchen werden, um die Ratings an die Fundamentaldaten anzupassen – oder berücksichtigen die Märkte die Ratings nicht mehr in vollem Umfang, da sie diese als zu starr und überholt betrachten? Unserer Beobachtung nach geschieht Letzteres bereits. Der slowakische Staat (mit Rating A+) zahlt eine geringere Risikoprämie als das wesentlich besser geratete Spanien (AA) oder das leicht besser geratete Italien (AA-). Kroatien (BBB-) und Ungarn (BBB-), die sich beide am unteren Ende des Investment-Grade-Bereichs befinden, und Rumänien (BB+), das in der Krise auf Junk-Status herabgestuft wurde, können sich billiger Geld beschaffen als das (selbst nach der jüngsten Herabstufung) immer noch höher bewertete Portugal“, meint Kotian abschließend.

Ungarn und Rumänien haben ihr Leistungsbilanzdefizit erheblich gesenkt – der Fremdfinanzierungsbedarf ist gesunken

Ungarn, wo ein starker Rückgang der Portfolioinvestitionen den lokalen Anleihenmarkt lahm legte und auch die Währung unter Druck brachte, war das erste Land, das von der Umkehr der Kapitalflüsse getroffen wurde. Die Regierung sah sich dadurch außer Stande, neue Schuldtitel zu tragbaren Konditionen zu begeben und ersuchte den IWF um Unterstützung. Andere CEE-Länder waren aufgrund ihrer (volumensmäßig) wesentlich geringeren Bestände an Portfolioinvestitionen weniger anfällig gegenüber Abflüssen von Portfoliokapital. Zum Beispiel befanden sich zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Krise nur etwa 3 Mrd. Euro (2% des BIP) an rumänischen Regierungstiteln in den Händen von ausländischen Anlegern, wogegen die letzteren in Ungarn mit rund 30 Mrd. Euro (29% des BIP) in Regierungspapiere investiert waren. Andererseits wurden die Möglichkeiten zur Finanzierung des rumänischen Leistungsbilanzdefizits (in Höhe von damals rund 13% des BIP) durch die globale Finanzkrise eingeschränkt und die Volkswirtschaft musste rasch mit Maßnahmen zur Reduktion dieses Defizits reagieren. Die Anpassungen wurden durch koordinierte IWF und EU-Unterstützung erleichtert, wodurch der Fremdfinanzierungsdruck gemildert und der zur Ergreifung von Maßnahmen zum Abbau der Ungleichgewichte erforderliche Spielraum geschaffen wurde. Eine wichtige Rolle spielte darüber hinaus auch die so genannte Wiener Initiative, unter sich im Land etablierte ausländische Banken verpflichteten, ihr



Juraj Kotian, Co-Head CEE Macro Research der Erste Group

[Download \[jpg; 107.1 KB\]](#)

Engagement trotz der Krise nicht zu verringern. Allein die kürzlich gefällte Entscheidung, das auslaufende IWF-Hilfsprogramm für Rumänien nicht zu verlängern und nur durch eine vorsorgliche Kreditlinie (die nicht in Anspruch genommen werden soll) zu ersetzen, zeigt, wie viel Fortschritt Rumänien schon gemacht hat. Sowohl Ungarn wie auch Rumänien haben ihr Leistungsbilanzdefizit erheblich reduziert und konnten dadurch ihren Bedarf an Fremdfinanzierung auf ein Niveau senken, das problemlos am Markt gedeckt werden kann.

[Präsentation \[pdf; 464.2 KB\]](#)

[Report \[pdf; 231.4 KB\]](#)