

## CEE-Länder mit mehr Spielraum im Falle steigender Renditen für Staatsanleihen

06.02.2012

[Download O-Töne \(Englisch\)](#)

[Download Video \(Englisch\)](#)

**Kein großer Abverkauf von CEE-Anleihen wie nach Lehman-Pleite, auch nicht bei ungarischen Papieren**

**Rumänien, die Tschechische Republik und die Slowakei mit größtem Spielraum bei stark anziehenden Renditen; Ungarn sollte Finanzierungen über 6% vermeiden**

**Investment Grade bestimmt Qualität des Investorenpools – die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei profitieren von guten Ratings und niedriger staatlicher und privater Verschuldung**

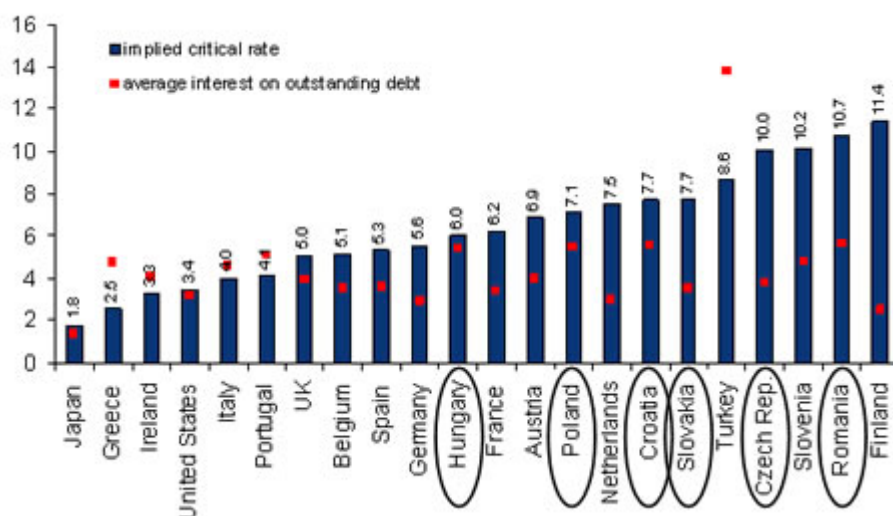
**Budgetdefizit wird 2012 in den CEE6 auf 3,6% des BIP sinken; Durchschnittswert für Eurozone bei 3,4% des BIP**

Zwar haben die im Euroraum andauernde Staatsschuldenkrise und die verstärkte Risikoaversion die Nachfrage nach CEE-Staatsanleihen gedämpft, doch sehen die Analysten der Erste Group keinen größeren Abverkauf wie nach der Lehman-Pleite. „Die aktuellen Turbulenzen im Euroraum haben die Renditespanne nach oben getrieben und Diskussionen darüber ausgelöst, welches Renditeniveau sich die Länder angesichts ihrer Liquidität noch leisten können“, erklärte Juraj Kotian, Co-Head Macro/Fixed Income Research CEE bei der Erste Group und Verfasser des Special Report.



[Download \[jpg; 841.9 KB\]](#)

### Kritische Zinssätze & durchschn. Zinskosten (2012E)



Quelle: EK-Herbstprognosen, Erste Group Research

**Laut Berechnungen der Erste Group bestünde selbst bei einem steilen Anstieg der Renditen rumänischer,**

### tschechischer und slowakischer Papiere noch ausreichend Luft nach oben

Als Maßstab zogen die Analysten der Erste Group das Verhältnis der Zinskosten der Staatsschuld zu den staatlichen Einnahmen heran. Diese Kennzahl wird auch von den Ratingagenturen in deren Heat Maps beobachtet. Entsprechend der Annahme, dass „ein staatlicher Schuldner nach herkömmlicher Definition dann zahlungsfähig ist, wenn er seine Schulden aus dem Steueraufkommen bedienen kann“, liegt für die Analysten der Erste Group die kritische Höhe der Zinskosten bei einem Zehntel der Steuereinnahmen. „Wir haben für die einzelnen Länder jenen kritischen Punkt berechnet, bei dem die Zinskosten 10% des Steueraufkommens überschreiten würden. Im Falle plötzlicher Marktturbulenzen können höhere Kreditkosten eine Schuldenspirale auslösen. Glücklicherweise liegt bei Rumänien, der Tschechischen Republik und der Slowakei der für die Staatsschulden jeweils noch tragbare Durchschnittszinssatz viel höher. Daher ist der kritische Punkt dieser Länder, bei dem die Staatsfinanzen unter starken Druck geraten würden, noch weiter entfernt. Ungarn sollte jedoch umfangreiche Kreditaufnahmen zu einem Zinssatz von mehr als 6% vermeiden, um unter dem kritischen Niveau zu bleiben“, so Kotian.

### Langfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB mit positivem Effekt auf CEE-Assets

Die von der Europäischen Zentralbank (EZB) durchgeführten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit drei Jahren Laufzeit hatten eine positive Wirkung auf die Spannungen im europäischen Bankensektor und senkten die Kreditkosten für Staaten nicht nur in der Eurozone, sondern dank der dadurch verbesserten Stimmung auch in CEE. „Da viele Fonds- und Versicherungsgesellschaften Gelder nur in Staaten mit entsprechenden Ratings veranlagen dürfen, ist die Zahl jener Länder, in welche sie investieren können, kleiner geworden. Die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei (alle drei mit „Investment Grade“ bewertet) könnten von ihrem relativ guten Rating und der geringen privaten und staatlichen Verschuldung profitieren“, erklärte Kotian.

### Emission von Euro-Anleihen soll durchschnittliche Laufzeit verlängern

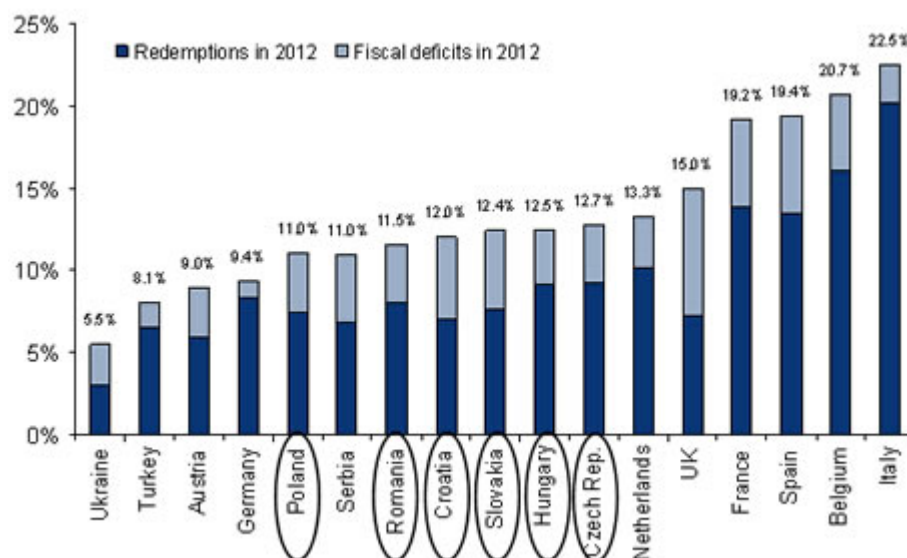
Die CEE-Staaten zapfen mit in Euro emittierten Anleihen und Konsortialkrediten ausländische Märkte an, um die durchschnittliche Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern. Die Slowakei hat bereits 2011 erfolgreich syndizierte Anleihen im Volumen von einer Milliarde Euro und einer Laufzeit von fünf Jahren platziert. Die Tschechische Republik dürfte dieses Jahr folgen. „Der Hauptgrund für Auslandsemissionen wäre die Diversifizierung des Investorenpools und eventuell die weitere Ausdehnung von Laufzeiten, da in CEE die durchschnittliche Laufzeit von Staatspapieren mit etwa vier Jahren relativ kurz ist. In den großen Ländern des Euroraums sind im Vergleich dazu sechs bis sieben Jahre üblich. Die Durchführung von Pensionsreformen, Preisliberalisierungen und eine konsequent vorsichtige und vorhersehbare Finanzpolitik würde die Nachfrage nach in Landeswährung emittierten langfristigen Anleihen steigen lassen“, kommentierte Kotian.

### Finanzierungsbedarf der CEE-Staaten bei einem Neuntel des Eurozonen-Niveaus

Die CEE6-Staaten sollten die Sanierung ihrer Staatsfinanzen auch 2012 fortsetzen. Nach dem bereits erfolgten Abbau des Haushaltsdefizits von 6,4% im Jahr 2010 auf einen geschätzten Durchschnitt von 4,1% des BIP im Jahr 2011 sollte das durchschnittliche Defizit 2012 weiter auf 3,6% des BIP schrumpfen.

Unter der konservativen Annahme, dass kein Geld über den Verkauf von Staatsvermögen aufgebracht werden wird, müssten die CEE6-Länder 2012 Anleihen in Höhe von etwa EUR 35 Mrd neu auf den Markt bringen. Im Vergleich zum Nettoemissionsvolumen im Euroraum von rund EUR 300 Mrd ist der Finanzierungsbedarf in Osteuropa relativ gering.

### Geschätzte Bruttoemissionen (in % BIP)

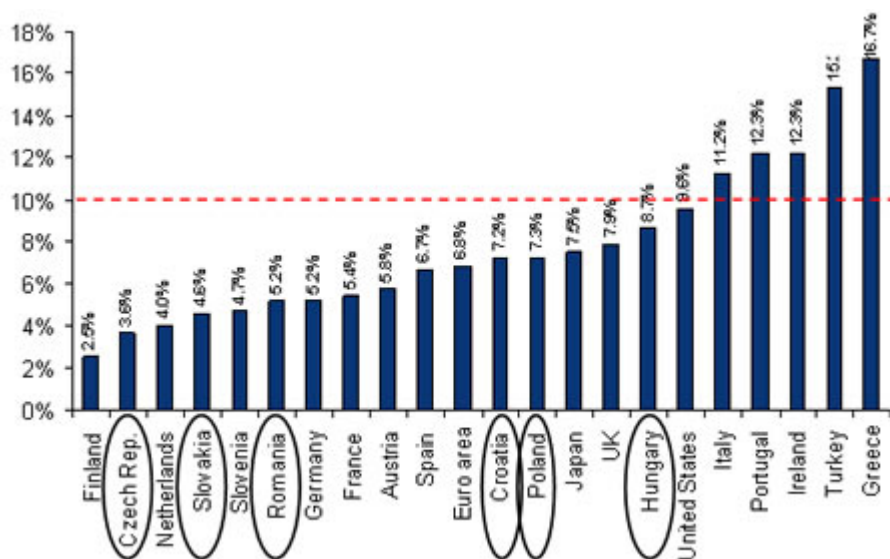


Quelle: EK-Herbstprognosen, Erste Group Research

Angesichts der Tatsache, dass die CEE6-Staaten abreifende Schulden im Umfang von EUR 72 Mrd (im Durchschnitt 8% des BIP) refinanzieren müssten, beträgt das Bruttoemissionsvolumen an Staatspapieren in den CEE6 insgesamt EUR 107 Mrd.

Etwa die Hälfte des Nettoemissionsvolumens von Staatspapieren wird von ausländischen Investoren wie Investment- und Pensionsfonds sowie Versicherungen gezeichnet. Insgesamt erwarten die Analysten der Erste Group in CEE seitens der einheimischen Finanzinstitute eine organische Nachfrage nach Staatspapieren im Bereich von 1,5 bis 2,5% des BIP, womit etwa ein Drittel bis die Hälfte der prognostizierten Haushaltsdefizite (Nettoemissionsvolumen) finanziert werden sollte. Der Rest sollte von ausländischen Investoren übernommen werden.

### Zinsdienst in % des Steueraufkommens (2012F)



Quelle: EK-Herbstprognosen, Erste Group Research

### (english)Anstieg der Finanzierungskosten im Herbst 2011

Die Ausweitung der Risikoprämien für Staatsschulden der CEE-Länder hatte im vergangenen Jahr einen Anstieg der CDS um 100 bis 300 Basispunkte zur Folge. Gleichzeitig gingen die Renditen von Anleihen der Tschechischen Republik und Polens sogar zurück. „Die extrem niedrigen Renditen haben es vielen Industrieländern ermöglicht, über Wasser zu bleiben und ihren hohen Schuldenbestand ohne ernsthafte Probleme zu bedienen“, erklärte Kotian.

Aber was geschieht, wenn ausländische Investoren nicht zugreifen? „Neben der Nutzung zugesagter Kreditlinien können Staaten ihre Barreserven ausgeben, liquide Anlagen verkaufen und nicht zuletzt Staatsvermögen privatisieren. Die Tschechische Republik, Ungarn und Polen verfügen über vergleichsweise enorme Finanzpuffer, da ihren Banken überschüssige Liquidität in Höhe von 7 bis 13% des BIP zur Verfügung steht, die sie bei der Zentralbank geparkt haben“, so Kotian abschließend.

[Präsentation \[pdf; 321.5 KB\]](#)

[Report \[pdf; 157.4 KB\]](#)