

CEE-Anleihemärkte 2014: wenige Auswirkungen nach Verlangsamung der Anleihenkäufe durch Fed erwartet; inländische Faktoren dämpfen Renditen

12.12.2013

Verlangsamung der Anleihenkäufe durch die US-Notenbank Fed in CEE-Anleihen weitgehend eingepreist; Budgetdisziplin und steigendes BIP-Wachstum halten Verschuldung in CEE stabil

Umfangreiche Vorabfinanzierungen und Anleihe-Tilgungen zum Jahresende verschaffen CEE Spielraum im ersten Halbjahr 2014

Die Region im Überblick:

Tschechien – üppige Liquidität und geringeres Bruttoangebot halten Renditen auf niedrigem Niveau

Kroatien – Renditen sollten kräftig auf 5,50%-5,75% steigen; Einmaleffekte bewirken Mittelzuflüsse auch ohne Schuldenaufnahme

Ungarn – hohe Auslandsverschuldung und kurze Laufzeiten von Staatsanleihen könnten Anstieg von Renditen auslösen

Polen – Änderungen bei offenen Pensionsfonds werden Anleihen-Angebot deutlich reduzieren

Rumänien – Reduktion der Reserveanforderungen sollten inländische Nachfrage nach Staatsanleihen stärken

Slowakei – Mitglied des Klubs der „ausgezeichneten Schuldner“; Rückkäufe sollten Emissionsvolumen niedrig halten

Serbien – Hoher Finanzierungsbedarf für 2014 ist auf die Restrukturierung staatseigener Unternehmen und eines Segments des Finanzsektors zurückzuführen

Die bevorstehende Verlangsamung von Wertpapierkäufen durch die US-Notenbank gilt im Jahr 2014 als die bedeutendste Einflussgröße für die Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen. Laut dem heute veröffentlichten Bericht der Erste Group „Ausblick auf den CEE-Anleihenmarkt 2014 – was ist vom Ende der ultralockeren Geldpolitik der Fed und der Erholung in CEE zu erwarten?“ sollte der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik in CEE-Anleihen bereits weitgehend eingepreist sein und auf die Finanzierungsbedingungen der CEE-Länder daher nur marginale Auswirkungen haben. „Es sieht danach aus, dass die Reduktion der Wertpapierkäufe durch die Fed sehr kontrolliert verlaufen wird. Die US-Notenbank wird versuchen einen übermäßigen Anstieg der US-Renditen zu vermeiden, um die laufende Konjunkturerholung nicht zu gefährden. Damit ist auch das Aufwärtsrisiko für Renditen von CEE-Anleihen begrenzt. Wir erwarten daher für nächstes Jahr nur eine sehr moderate Ausweitung der Renditen um 20 bis 70 Bp“, erklärt Juraj Kotian, Head of CEE Macro/FI Research der Erste Group.

„Die CEE-Regierungen haben mit Ende 2013 bereits einen großen Teil ihres Finanzierungsbedarfes abgedeckt und Wertpapiere getilgt, womit sie im ersten Halbjahr 2014 über beträchtlichen Spielraum verfügen werden. Darüber hinaus sollten niedrigere Budgetdefizite, anhaltende, wenn auch etwas abgeschwächte, Konsolidierungsbemühungen und bessere Prognosen für das BIP-Wachstum in allen CEE-Ländern ebenfalls zu stabiler Schuldentragfähigkeit beitragen“, so Kotian. Die Analysten der Erste Group erwarten, dass sich das BIP-Wachstum in CEE im Jahr 2014 auf 2,2% beschleunigen wird, während jenes der Eurozone bei 1,0% liegen soll.

Tschechien – 2014 liegt der Bruttofinanzierungsbedarf bei ~9,5% des BIP: üppige Liquidität und ein geringeres Bruttoangebot sollten die Renditen auf niedrigem Niveau halten

Der Bruttofinanzierungsbedarf Tschechiens wird für das Jahr 2014 auf rund CZK 370 Mrd bzw. rund 9,5% des nominellen BIP geschätzt. Darin sind CZK 270 Mrd an abreifenden (länger- und kurzfristigen) Schuldverschreibungen sowie das für 2014

geschätzte Defizit von CZK 100 Mrd enthalten. Dieses Defizit beinhaltet bereits einige Zusatzausgaben. Das für nächstes Jahr erwartete Wirtschaftswachstum von rund 2% sollte der Regierung einen gewissen Budgetspielraum einräumen, ohne das Defizitziel von 3% zu gefährden. Inländische Faktoren wie Zinsen nahe dem Nullpunkt und der üppige Liquiditätsüberschuss des tschechischen Bankensektors, der durch die jüngsten Interventionen gegen die tschechische Krone noch weiter erhöht wurde, sollten deutlichen Renditeanstiegen entgegenwirken. Zusätzlich plant die tschechische Regierung, die Staatsfinanzierung durch ein besseres Cash-Management öffentlicher Institutionen zu unterstützen.

Die Liquiditätsschwemme des tschechischen Bankensektors ist dem Kredit-Einlagen-Verhältnis von 73%-75% zuzuschreiben. Damit ist das Geldvolumen, das Banken für Investitionen bleibt, seit 2011 stetig angewachsen und war auch ausschlaggebend dafür, dass der Bankensektor tschechische Staatsanleihen kaufen konnte. Dieser Trend sollte sich auch 2014-2015 fortsetzen, da der Markt angesichts der zögerlich verlaufenden wirtschaftlichen Erholung ein weiterhin verhaltenes Kreditwachstum erwartet. Der tschechische Bankensektor sollte in diesem Zeitraum einen Liquiditätsüberschuss von insgesamt etwa CZK 160 Mrd generieren, davon CZK 65-70 Mrd im Jahr 2015.

Kroatien – Renditen sollten auf 5,50%-5,75% steigen; diverse Einmaleffekte könnten für Mittelzuflüsse sorgen, ohne den Finanzierungsbedarf zu erhöhen

Von den untersuchten CEE-Ländern ist Kroatien das Land mit dem größten Risiko eines kräftigen Renditeanstiegs, da es eines der höchsten Staatsdefizite aufweist. Zusätzlich erfordern seine Devisenvorschriften ein straffes Liquiditätsmanagement, das die Renditen steigen lässt, sobald die Währung unter Druck gerät.

Die Staatsschuld hat kürzlich 60% des BIP (inklusive staatlicher Garantien beträgt diese 75%) überschritten, Tendenz steigend. Etwa ein Fünftel der Staatsschuld wird 2014 fällig. Davon entfällt mehr als die Hälfte auf kurzfristige Anleihen („T-Bills“), die vorwiegend von inländischen Investoren gehalten werden. 40% der für 2014 geplanten Bruttoanleiheemissionen wurden bereits durch die jüngste Emission in Höhe von USD 1,75 Mrd abgedeckt. Die Analysten der Erste Group erwarten, dass sich das kroatische Finanzministerium zur Jahresmitte 2014 wieder an die globalen Märkte wenden wird. Während die Risiken für einen Marktzugang derzeit gering sind, wird der Zinssatz von dem Tempo, mit dem die Fed ihre lockere Geldpolitik drosselt, sowie von der Umsetzung der lokalen Pläne für eine Fiskalkonsolidierung abhängen.

HRK-Renditen sollten einen Aufwärtstrend zwischen 5,50%-5,75% verzeichnen. Mögliche Einmaleffekte, etwa aus der Veräußerung einer Lizenz für den Betrieb der kroatischen Autobahnen und aus der Reduktion der staatlichen Beteiligung an INA auf 25%+1, würden zusätzliche Mittel in die Kasse spülen und den Finanzierungsbedarf 2014 deutlich verringern.

Ungarn – hohe Auslandsverschuldung und kurze Laufzeiten von Staatsanleihen könnten Renditen steigen lassen

Die Gesamtverschuldung Ungarns beträgt rund EUR 74 Mrd (74% des BIP), wovon etwa 60% in HUF und 40% in Fremdwährungen denominated sind. Mehr als 60% der Gesamtverschuldung werden in den kommenden fünf Jahren fällig. 50% der Staatsschuld werden von Devisenausländern gehalten, womit das Land auf Änderungen in der Risikobeurteilung ziemlich empfindlich reagieren könnte. Neben Ausländern halten Geschäftsbanken einen beträchtlichen Anteil (etwas mehr als ein Fünftel) der in Forint eingegangenen Schulden.

2014 wird das Gesamtangebot an ungarischen Staatsanleihen etwa EUR 12 Mrd (12,5% des BIP) betragen. Im zweiten Halbjahr werden höhere Tilgungen in Fremdwährungen zu tätigen sein, da dann ein EU-Kredit in Höhe von EUR 2 Mrd, der im Rahmen des von EU, IWF und Weltbank 2008 geschnürten Hilfspakets gewährte wurde, auslaufen wird. Es ist daher anzunehmen, dass die Staatsschuldenagentur die Emission von Fremdwährungsanleihen (im Rahmen des Anleiheprogramms im Umfang von USD 5 Mrd) fortsetzen wird. Die derzeit hohen staatlichen Rücklagen (EUR 3,8 Mrd ohne Verkauf von USD-Anleihen) und ein kräftiger Leistungsbilanzüberschuss (zu erwarten sind EUR 1,8 Mrd) werden es jedoch erlauben, die Tilgungen von Fremdwährungskrediten zum Teil aus HUF-Mitteln zu refinanzieren. Was die HUF-Emissionen betrifft, wird das Angebot im kommenden Jahr davon abhängen, ob die Staatsschuldenagentur die fällig werdenden Fremdwährungsschuldverschreibungen durch Forint-Emissionen ersetzen wird. Dies könnte die Forint-Renditen ein wenig in die Höhe treiben, insbesondere angesichts der Erwartung, dass das externe Marktumfeld aufgrund der Verlangsamung der extrem lockeren Fed-Geldpolitik weniger Unterstützung bieten wird.

Da ungarische Anleihen vor allem von ausländischen Institutionen gekauft werden, könnten für ausländische Anleihegläubiger in Ungarn durch die Reduzierung der Wertpapierkäufe durch die Fed zusätzliche Risiken entstehen. Angesichts der Nachfrage nach ungarischen Anleihen in den Jahren 2012-2013 und des Interesses, das an den Märkten für die als spekulativ eingestuften ungarischen Papieren besteht, erwarten die Analysten der Erste Group jedoch keinen dramatischen Rückgang der in Auslandsbesitz stehenden fixverzinsten ungarischen Papieren, prognostizieren für die Zukunft jedoch eine geringfügige Abnahme dieses Anteils.

Polen – Reform des Pensionssystems wird das Angebot an Anleihen 2014 deutlich reduzieren

Die polnische Staatsschuld ist in letzter Zeit angestiegen und überschreitet das erste gesetzliche Limit von 50% des BIP. Sie kommt bereits dem zweiten Limit von 55% gefährlich nahe, seit sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt hat. Der Großteil davon (70%) ist in Landeswährung, der Rest vorwiegend in EUR und USD. Die durchschnittliche Laufzeit der Inlandsverschuldung ist mit 4,37 Jahren etwas niedriger, während jene der Auslandsschulden mit 7,43 Jahren höher liegt. Das Finanzministerium erwartet, dass die bevorstehenden Änderungen im Pensionssystem die Laufzeit der Inlandsschuld um etwa 0,2 Jahre verkürzen werden.

Unter der Annahme, dass die Reform des Pensionssystems mit Ende Jänner in Kraft treten wird, rechnet man für 2014 mit

einer Abnahme des Bruttofinanzierungsbedarfs auf etwa PLN 132 Mrd (circa 7,7% des BIP). Eine weitere Folge der Pensionsreform werden Veränderungen in der Eigentümerstruktur der staatlichen Finanzschuld sein. Es wird erwartet, dass der von Auslandsinvestoren gehaltene Anteil von Staatsschuldtiteln auf rund 44% (von derzeit 35%) steigen wird. Ihr Anteil an der Gesamtverschuldung soll sich auf etwa 62% (von derzeit 53%) erhöhen.

Obwohl die erwarteten Änderungen der Inhaberstruktur polnischer Anleihen eine stärkere Marktvolatilität nach sich ziehen werden, wird Polen auch in Zukunft über stabile Ratings und eine positive Wahrnehmung auf den internationalen Märkten verfügen, da es kaum Gründe für einen deutlichen Anstieg der Staatsrisiken gibt. Eine stärkere Abhängigkeit von der globalen Marktstimmung bedeutet jedoch, dass Risiken auch von globalen Ereignissen beeinflusst werden. So wird etwa eine erste Verlangsamung von Wertpapierankäufen durch die Fed Auswirkungen auf die Renditen haben und den aktuellen Aufwärtsdruck verstärken.

Rumänien – Senkung der Reserveanforderungen sollte inländische Nachfrage nach Staatsanleihen stärken

Der Bruttofinanzierungsbedarf Rumäniens wird für das Jahr 2014 auf RON 65 Mrd bzw. 9,8% des BIP geschätzt und liegt damit geringfügig unter dem 2013 verzeichneten Niveau von RON 70 Mrd (11,2% des BIP). Dank der Strategie des Finanzministeriums, die Laufzeiten von im Inland emittierten, auf Landeswährung lautenden Anleihen zu verlängern und die Finanzierungskosten unter Kontrolle zu halten, ist in den kommenden Jahren mit einer ausgewogeneren Verteilung der Staatsschulden zu rechnen. Auch das Investorenuniversum hat sich 2013 deutlich erweitert. Im Herbst 2013 wurden 22% der auf RON lautenden lang- und kurzfristigen Anleihen von ausländischen Investoren gehalten, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg von 6% entspricht.

Unter Berücksichtigung der nach wie vor gedämpften Inflation erwarten die Analysten der Erste für das Jahr 2014 einen stabilen Leitzinssatz von 4% und zu Beginn des Jahres eine Senkung der in RON zu haltenden Mindestreserven auf 12%, womit RON 4 Mrd in den Markt fließen sollten. Dies wird vor allem Auswirkungen auf die kurzfristigen Renditen haben, während die Renditen langfristig unter dem Einfluss externer Ereignisse, wie des Ausstiegs der Fed aus der extrem lockeren Geldpolitik, sowie der politischen Entwicklungen im Inland stehen. Eine weitere Senkung des Leitzinses um 25 Bp im Jänner 2014 ist nicht auszuschließen, vermutlich wird der Leitzins aber nicht unter 3,75% sinken. Die Erste Group prognostiziert für 5-jährige Staatsanleihen eine Rendite von 4,9% per Juni 2014 und 5,1% per Dezember 2014. Die Beendigung der extrem lockeren Geldpolitik der Fed, die Normalisierung der Inflation und die mit der anstehenden Präsidentschaftswahl Ende 2014 verbundenen Risiken lassen einen allmählichen Anstieg der staatlichen Finanzierungskosten erwarten. Eine Hinaufstufung des Ratings und positive Nebeneffekte aus dem mit dem IWF und der EU vorsorglich abgeschlossenen Beistandsabkommen könnten den Aufwärtsdruck auf Renditen in Landeswährung zwar abschwächen, eine allgemeine Tendenz zu höheren Renditen bleibt jedoch bestehen.

Für die Zukunft wird erwartet, dass die Staatsverschuldung Rumäniens unter 40% des BIP bleibt und das Haushaltsdefizit bis 2018 sehr langsam auf 2,5% des BIP sinkt.

Slowakei – profitiert von ihrem Status als „ausgezeichneter Schuldner“; Tilgungen sollten Emissionsvolumen im kommenden Jahr niedrig halten

Die slowakische Staatsschuld hat sich nach der Finanzkrise deutlich erhöht. Das Fiskaldefizit ist auf 8% des BIP hinaufgeschneit und konnte nur langsam wieder abgebaut werden. Auch die Beiträge zu europäischen

Rettungsmechanismen haben die Verschuldung erhöht. Die seit 2011 durchgeführten Konsolidierungsmaßnahmen sollten das Defizit bis 2013 jedoch wieder auf etwa 3% des BIP sinken lassen. Da auch für die Folgejahre eine Fortsetzung des Konsolidierungskurses geplant ist, sollten sich das Neuemissionsvolumen und die Zunahme der Verschuldung in Grenzen halten.

Abgesehen vom gesunkenen Defizit profitiert die slowakische Staatsschuldenagentur auch davon, dass 2014 aus der bevorstehenden Privatisierung der staatlichen Minderheitsbeteiligung am größten Telekombetreiber sowie aus Sonderdividenden staatlicher Unternehmen auch ohne zusätzliche Schuldenaufnahme mehr Mittel zur Verfügung stehen werden. Insgesamt könnte das Anleihevolumen 2014 rund EUR 6,0 Mrd betragen, womit es um fast 30% unter dem Niveau des laufenden Jahres liegen würde. Davon werden EUR 4,1 Mrd auf die Refinanzierung auslaufender Anleihen entfallen.

Die Nachfrage seitens inländischer Investoren wird vermutlich unter dem Niveau der vergangenen Jahre liegen, da Kredite rascher als Einlagen wachsen und damit Ansprüche an die Bankenliquidität stellen sollten. Zum Teil könnte dies allerdings durch die Nachfrage von Pensionsfonds wettgemacht werden. Das Interesse internationaler Investoren wird jedoch vermutlich groß bleiben, da slowakische Anleihen Teil des schrumpfenden Angebots an Papieren mit dem ausgezeichneten Rating A/A2 sind. Der Bestand an ausstehenden Schuldverschreibungen mit dem Prädikat „ausgezeichnet“ („prime“) ist im Euroraum innerhalb relativ kurzer Zeit von knapp EUR 7 Billionen auf nur mehr etwas über EUR 4 Billionen zurückgegangen. Damit hat sich der Anteil der Slowakei an den im Euroraum ausstehenden Anleihen mit Prime-Rating von 0,3% im Jahr 2009 auf gegenwärtig rund 0,9% praktisch verdreifacht.

Die Renditen slowakischer Staatsanleihen sollten sich im Gleichschritt mit dem allgemeinen Anstieg der Renditen deutscher Bundesanleihen erhöhen, wobei allerdings die starke Finanzposition der Staatsschuldenagentur als deutlich dämpfender Faktor zu sehen ist. Der Renditeabstand zwischen slowakischen und deutschen 10-jährigen Bundesanleihen sollte unter 100 Basispunkten bleiben.

Serbien – Der hohe Finanzierungsbedarf für das Jahr 2014 ist auf die Restrukturierung staatseigener Unternehmen

und eines Segments des Finanzsektors zurückzuführen

Die Staatsverschuldung Serbiens sollte zum Jahresende 2013 etwas über 50% des BIP betragen, wobei mittelfristig mit einer Verschlechterung zu rechnen ist. Der Finanzierungsbedarf für 2014 wird höher liegen, was den Kosten für die Restrukturierung staatseigener Unternehmen und eines Segments des Finanzsektors zuzuschreiben ist. Diese Kosten werden laut Finanzplan des Finanzministeriums auf 1,7% des BIP geschätzt. Der Schwerpunkt für den Haushaltsfinanzierungsplan 2014 liegt vor allem auf dem inländischen Markt für kurz- und langfristige Anleihen sowie auf bilateraler Kreditabkommen, speziell einer Kreditvereinbarung mit den Vereinigten Arabischen Emiraten in Höhe von bis zu EUR 3 Mrd. Zusätzlich soll auch die Weltbank eine wichtige Rolle spielen (ca. USD 800 Mio), insbesondere zur Unterstützung der Restrukturierung der in Staatseigentum befindlichen Unternehmen und der Re-Kapitalisierung der Einlagensicherungsagentur. Der Finanzierungsplan sieht eine geringere Inanspruchnahme des Eurobond-Markts vor. Es ist ein Emissionsvolumen von rund EUR 600 Mio geplant und die jüngst erfolgte Emission einer Anleihe in Höhe von USD 1 Mrd ist als Teil der Abdeckung des Finanzierungsbedarfs 2014 zu sehen. Die Analysten der Erste Group schließen daher die Möglichkeit nicht aus, dass das Finanzministerium 2014 keine weiteren Emissionen durchführen wird.

Da die Finanzierungsbedingungen für 2014 eher von inländischen Faktoren beeinflusst werden, kommt der politischen Stabilität, der Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik und einer potenziellen Vereinbarung mit dem IWF entscheidende Bedeutung zu. Politische Spannungen haben nachgelassen und vom bevorstehenden Beginn der Verhandlungen mit der EU erwartet man eine Stärkung der politischen und makroökonomischen Stabilität. Die fiskalische Glaubwürdigkeit wurde durch einen Budgetentwurf, der Konsolidierungsbemühungen vorsieht, sowie durch eine positivere Einstellung zum Abschluss einer neuen Vereinbarung mit dem IWF kurzfristig gestärkt. Dieser Zustand könnte sich jedoch als kurzlebig erweisen, da die Finanzierungslücke insgesamt mehr als 7% des BIP beträgt und die für 2015-16 gesteckten ehrgeizigeren Defizitziele unserer Einschätzung nach nur sehr begrenzten Spielraum für eine fiskalische Lockerung bieten. Zum IWF wird die serbische Regierung auch weiterhin eine abwartende Haltung einnehmen. Solange Finanzierungsmöglichkeiten bestehen, wird man sich eher nicht zu einem strengeren Austeritäts-Kurs verpflichten, meinen die Analysten der Erste Group.

[Präsentation \[pdf; 702.5 KB\]](#)

[Special Report \[pdf; 939.8 KB\]](#)