



RENTENMONITOR

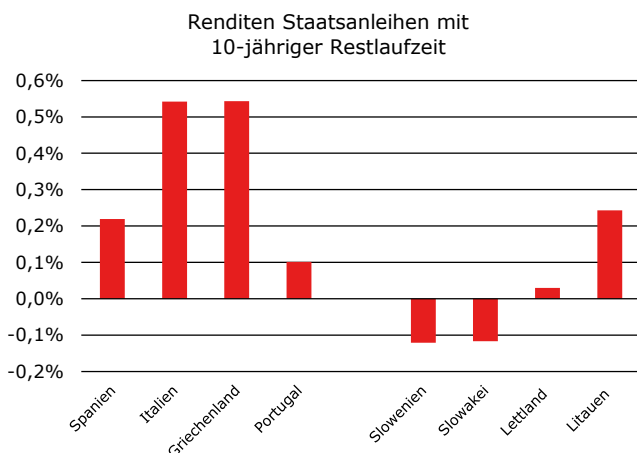
13. August 2021

Thema dieser Ausgabe:

- Staatsanleihen: Chancen und Risiken in Osteuropa

Staatsanleihen: Chancen und Risiken in Osteuropa

Die deutliche Renditerückgang bei Staatsanleihen der Eurozone hat dafür gesorgt, dass sich u.a. fast die gesamte Renditekurve für Bundesanleihen im negativen Terrain befindet. Nur extreme Langläufer mit einer Laufzeit von 30 Jahren kratzen an der 0%-Marke. Aber auch bei Staatsanleihen der anderen kern- und westeuropäischen Länder sieht es nicht viel besser aus. Bei einer Restlaufzeit von 10 Jahren gibt es in der Eurozone nur noch in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien positive Renditen, die sich aber auch in einem Band von 0,1% bis 0,55% bewegen.



Quelle: Bloomberg

In dieses Band reihen sich auch einige der deutlich besser gerateten Eurozonen-Anleihen aus Mittel- und Ost-

europa ein. Lettland und Litauen verzeichnen beim einem Rating im A-Bereich Renditen von 0,03% bzw. 0,24%. Die deutlich liquideren Papiere aus Slowenien und der Slowakei rentieren in diesem Laufzeitensegment auch schon negativ. Mit der Annahme, dass die Renditen vom aktuellen Niveau aus nicht weiter fallen werden, ist also mit Staatsanleihen der Eurozone nur wenig Geld zu verdienen. Daher lohnt sich aus unserer Sicht der Blick über den Tellerrand nach Osten. Hier gibt es mit Ungarn und Rumänien zumindest zwei Kandidaten bei denen die Renditekurve in EUR positive Vorzeichen aufweist. Aber auch Polnische Staatsanleihen könnten attraktiv sein, wenn man denn bereit ist, in USD-Emissionen zu investieren.

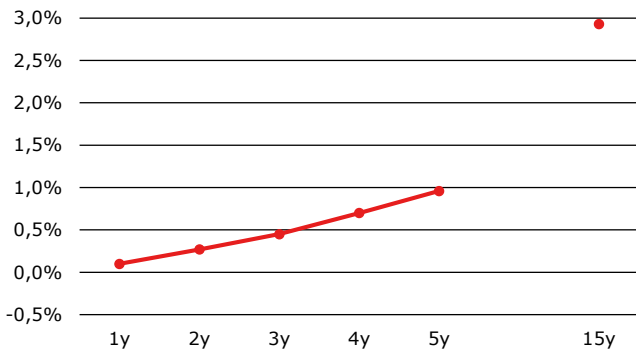
Die Länder aus Mittel- und Osteuropa haben unter der Corona-Krise stark gelitten. Aber mit dem Blick nach vorne zeichnet sich nicht nur in diesem Jahr, sondern auch im nächsten Jahr, ein signifikanter wirtschaftlicher Aufschwung ab. Unterstützt wird dieses Szenario durch die Gelder, die die Länder aus dem Wiederaufbaufonds der EU (NGEU) erhalten werden. Denn gemessen an der Wirtschaftsleistung bekommen sie ähnlich hohe oder sogar höhere Anteile als die Mittelmeer-Länder.

Polen

Die Rezession in Polen in 2020 fiel mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um -2,7% geringer aus als in vielen Ländern der Eurozone. Für das laufende Jahr liegen die Wachstumsprognosen bei rd. 4%; für 2022

mit rd. 5% noch darüber. Die expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen im Rahmen der Corona-Krise haben in 2020 zu einem Haushaltsdefizit von über 7% geführt, welches aber in 2021, auch dank höherer Steuereinnahmen auf unter 4,5% sinken sollte. Für die Entwicklung der Staatsschulden bedeutet dies, dass sich die Verschuldungsquote gemessen am Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr nicht weiter erhöhen sollte, nach dem Anstieg in 2020 auf 57%. Der positive wirtschaftliche Ausblick in Polen wird allerdings durch die politischen Differenzen Polens mit der EU und auch den USA getrübt. Im Kern der Streitigkeiten geht es darum, dass Polen vorgeworfen wird mit Gesetzen gegen EU-Recht zu verstoßen. Dies könnte die Auszahlung der Gelder aus dem Wiederaufbaufonds verzögern.

Interpolierte Renditekurve Staatsanleihen Polen in USD



Quelle: Bloomberg

Die Kreditaufschläge für polnische Staatsanleihen sollten sich in den kommenden Monaten vor diesem Hintergrund eher seitwärts bewegen. Sollte der Streit mit der EU beigelegt werden können ist allerdings noch weiteres Einengungspotenzial möglich. Da sich die Renditekurve polnischer Staatsanleihen in EUR weitestgehend im negativen Bereich befindet, bietet sich alternativ ein Blick auf die USD-Kurve an. Hier sind die Restlaufzeiten deutlich kürzer. So bietet die Fälligkeit in 2026 eine Rendite von 0,9% bei einem Rating von A2/A-/A-. Dabei sollte aber beachtet werden, dass die Volatilität der Währungsentwicklung in vielen Fällen höher ist als die der Renditen und dass die Rendite für laufzeitgleiche US-Treasuries (Rating AAA) mit 0,8% nur geringfügig niedriger ist.

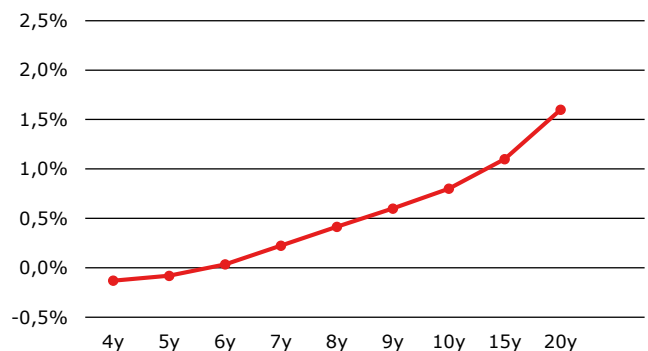
Ungarn

In Ungarn zeigt sich bei der Entwicklung des Wirtschaftswachstums ein ähnliches Bild wie in Polen. Nach dem Einbruch in 2020 (-5%) liegen die Prognosen der

Ökonomen für 2021 bei ca. 4,4% und für 2022 bei 5,9%. In Ungarn trägt vor allem der private Konsum zu dieser positiven Wachstumsentwicklung bei. Diverse fiskalpolitische Maßnahmen haben aber auch das Haushaltsdefizit in die Höhe schnellen lassen. Nach einem Defizit von über 8% in 2020 erwartet die EU-Kommission für 2021 nur eine geringfügige Verbesserung auf ca. 7%. Erst für 2022 wird wieder ein Wert von unter 5% erwartet. Dies hat zur Folge, dass die in 2020 stark angestiegene Verschuldung (über 80% gemessen am Bruttoinlandsprodukt) im laufenden und im nächsten Jahr kaum sinken wird. Auch Ungarn liegt, wie Polen, zum Thema Rechtsstaatlichkeit mit der EU im Streit, was ausländische Investoren abschrecken könnte.

Ungarische Staatsanleihen haben in den letzten Wochen nach einer deutlichen Outperformance bis Mitte des laufenden Jahres im Rahmen der steigenden Covid-19-Neuinfektionen unter dem Risk-Off-Sentiment leiden müssen. Auf Jahressicht ist von der zwischenzeitlichen Outperformance von über 300 Basispunkten im Vergleich zu Bundesanleihen kaum noch etwas übriggeblieben.

Interpolierte Renditekurve Staatsanleihen Ungarn in EUR



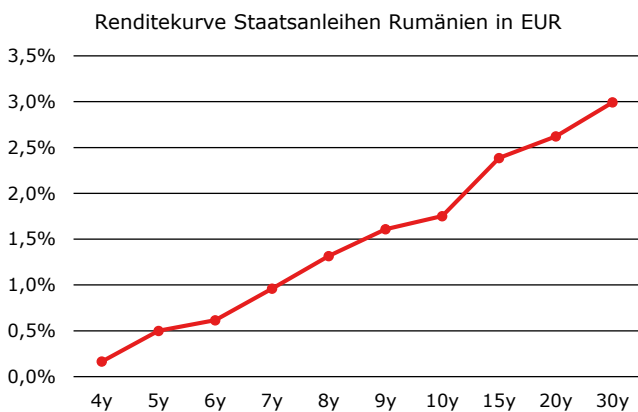
Quelle: Bloomberg

Bei einem Rating von Baa3/BBB/BBB bieten Ungarische Staatsanleihen in EUR einen leichten Rendite-Pick-Up im Vergleich zu Anleihen aus Kerneuropa. Bei z.B. einer Restlaufzeit von 9 Jahren liegt die Rendite aktuell ca. bei 0,6%. Da das ungarische Schatzamt für den Rest des Jahres keine internationalen Anleihen mehr begeben will, sieht das technische Bild gut aus, so dass sich die zuletzt herausgelaufenen Kreditaufschläge wieder einengen könnten. Eine Zuspitzung im Streit mit der EU wäre allerdings ein Belastungsfaktor.

Rumänien

Bei der Analyse Rumänischer Staatsanleihen ist der aktuell wichtigste Faktor die Ratingentwicklung. Bei zwei von drei Ratingagenturen hängt das Investment-grade-Rating am seidenen Faden. Moody's und Fitch vergeben das unterste Investmentgraderating (Baa3 bzw. BBB-) in Verbindung mit einem negativen Ausblick. Allerdings befinden sich beide Einstufungen derzeit nicht unter Review für einen möglichen Downgrade. Standard & Poor's hingegen hat gerade bei einem Rating von BBB- den Ausblick von negativ auf stabil angehoben, so dass in den nächsten Monaten hier nicht mit einem Downgrade zu rechnen ist. Hier scheint die Agentur auf die neue Regierung zu vertrauen, die als einen der obersten Punkte ihrer Agenda die Neuordnung der Fiskalpolitik anstrebt.

Aktuell reizt die Regierung allerdings zur Bekämpfung der Corona-Krise ihren haushaltspolitischen Spielraum nahezu aus. Das Haushaltsdefizit sinkt seit dem Höchststand von -9,2% in 2020 nur langsam und wird auch noch in 2022 bei rd. -7% liegen. Allerdings zeigt sich der Erfolg diese Politik in hohen Wachstumszahlen. Für das laufende Jahr wird ein Wachstum von über 7% und für 2022 von rd. 5% erwartet. Haupttreiber sind hier die Investitionen und der private Konsum.



Quelle: Bloomberg

Nach dem durch die Corona-Krise ausgelösten Einbruch in 2020 haben sich Rumänische Staatsanleihen komplett erholt und notieren wieder auf den Ständen von 2019. Für eine 10-jährige in EUR denominated Anleihe bekommt der Investor sehr attraktive 1,7% Rendite. Dieser hohe Kreditaufschlag im Vergleich zu den anderen Emittenten aus Mittel- und Osteuropa ist hauptsächlich mit dem Downgrade-Risiko in den High-Yield-Bereich zu begründen, das allerdings durch die Anhebung des

Ausblicks bei Standard & Poor's etwas abgenommen hat. Bei Investitionen in Rumänien sollten die Anleger in ihren Anlagerichtlinien die Möglichkeit zum Halten von High-Yield-Anleihen festgelegt haben, da bei einer Verschlechterung der Corona-Situation oder einer Verfehlung der haushaltspolitischen Ziele der neuen Regierung ein Downgrade noch nicht vom Tisch ist.

Fazit

Risiken und Chancen halt sich bei Staatsanleihen aus Mittel- und Osteuropa die Waage. Während die risikoreicheren Emittenten aus der Eurozone (Litauen, Lettland, Slowenien, Slowakei) kaum noch Rendite-Pick-Up zu ihren westeuropäischen Pendanten liefern, findet man bei Emittenten wie Polen, Ungarn und Rumänien zwar attraktivere Renditen. Allerdings gibt es in diesen Ländern Risiken in der Politik sowie in der Haushaltsführung, so dass die Renditeaufschläge weitestgehend gerechtfertigt erscheinen. Für risikofreudige Investoren, die sich nicht mit Kleinst- oder negativen Renditen im Staatsanleihebereich zufrieden geben wollen, lohnt sich aber dennoch ein Blick über den westeuropäischen Tellerrand.

Wichtige Daten in den nächsten Wochen

16.8. USA: Empire-State-Index

17.8. Eurozone: BIP Q2

17.8. USA: Einzelhandelsumsätze, Industrieproduktion, Kapazitätsauslastung, Lagerbestände, NAHB-Wohnungsmarkt-Index

18.8. USA: Baugenehmigungen, Baubeginne, FOMC-Protokoll

19.8. USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Philadelphia-Fed-Index, Frühindikator

20.8. D: Produzentenpreise

23.8. D/Eurozone/USA: Markt Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor

23.8. Eurozone: Verbrauchervertrauen

23.8. USA: Wiederverkäufe Häuser

24.8. D: BIP Q2 (final)

24.8. USA: Richmond-Fed-Index, Neubauverkäufe

25.8. D: IFO Geschäftsklima-Index

25.8. USA: Auftragseingänge langlebige Güter

26.8. D: GfK Verbrauchervertrauen

26.8. Eurozone: Geldmenge M3

26.8. USA: BIP Q2, Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Privater Konsum, PCE-Kernrate, Kansas-City-Fed-Index

Rentenmonitor

27.8. Lagerbestände Großhandel, Private Einkommen, Konsumentenausgaben, PCE-Deflator

30.8. D: Verbraucherpreise

30.8. Eurozone: Wirtschafts- und Industrier Vertrauen

30.8. USA: Dallas-Fed-Index

31.8. D: Arbeitsmarktbericht

31.8. Eurozone: Verbraucherpreise

31.8. USA: Einkaufsmanagerindex Chicago, Verbrauchervertrauen Conference Board

Rentenbarometer

	Aktuelle Positionierung
Duration	neutral
Länderallokation Staatsanleihen	Peripherie profitiert weiter von EZB-Käufen
Kurve	neutral
Pfandbriefe/Covered Bonds	untergewichten
IG Unternehmensanleihen	übergewichten
High Yield Unternehmensanl.	übergewichten - BB-Bereich interessant
Financials	neutral
Nachrangsanleihen	übergewichten
Schwellenländeranleihen	neutral

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Nils Essmann
+49 40 3282-2135
nessmann@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichungen des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.