



CEE-Staatsanleihen zählen dieses Jahr zu den besten Investments Europas dank hohem Ertrag und geringer Volatilität

Der CEE-Staatsanleihenmarkt ist der fünftgrößte Europas (Gesamtmarktkapitalisierung rund EUR 400 Mrd); CEE-Staatsanleihen bieten eine bessere Performance als 5-jährige deutsche oder französische Papiere

Rumänien ist bei Bonds in Lokalwährung Klassenbesten in CEE (5-jährige Anleihe mit 9,8% Gesamtertrag); Ungarn übertrifft mit bester Eurobond-Performance der Region (10% Ertrag) selbst Italien und Spanien

Wachsendes Investoreninteresse an CEE-Anleihen dank ausgewogenerem Verhältnis von Aufwärts-/Abwärtsrisiken und attraktiven Renditen im Vergleich zu den meisten Eurozone-Anleihen

Allgemein gute Finanzierungs-Position der CEE-Staaten:

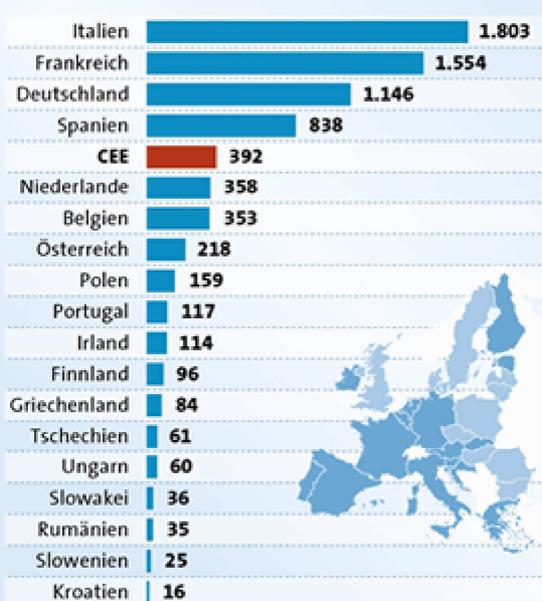
- Polen, die Slowakei, Slowenien, Tschechien und Ungarn werden im 4. Quartal 2014 vermutlich auf internationale Emissionen verzichten
- Kroatien, Serbien, Rumänien und die Türkei könnten die günstige Marktstimmung nützen und im 4. Quartal 2014 Vorfinanzierungen vornehmen
- Polen und die Slowakei wollen sich erst im 1. Quartal 2015 Geld von internationalen Märkten holen

Der CEE-Staatsanleihenmarkt hat in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen, da sich die Ratings dieser Länder im Vergleich zur Eurozone relativ verbessert haben (einige CEE-Länder wurden hinaufgestuft, während sich die Ratings vieler Eurozonenländer verschlechtert haben) und CDS-Spreads geschrumpft sind. CEE-Staatsanleihen zählen insbesondere heuer aufgrund ihrer im Verhältnis zu den Fundamentaldaten/Ratings guten Renditen sowie der historisch niedrigen Marktvolatilität europaweit zu den Topperformern, wie der jüngste Bericht des Erste Group Research „CEE Eurobonds auf der ‘Sonnenseite‘“ bezeugt.

„Eines der heißesten Investmentthemen ist derzeit das Niedrigzinsumfeld, in dem institutionelle Investoren zunehmend ihr Portfolio diversifizieren und damit CEE-Staatsanleihen in Betracht ziehen. Angesichts des deutlichen Anstiegs der Marktkapitalisierung von CEE-Anleihen haben wir beschlossen, zwei Erste CEE Bond-Indices vorzustellen, mit denen die Performance der CEE-Staatsanleihen abgebildet werden kann. Im Zuge der Erstellung dieser Indices zeigte sich, dass CEE-Staatsanleihen in Europa zu Anlageklassen mit bester

Ausstehendes Volumen von Staatsanleihen

im 2. Quartal 2014, in Mrd. Euro



CEE: CZ, CRO, HU, PL, RO, SK, SL

Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

APA-AUFTRAGSGRAFIK

Performance zählen“, so Juraj Kotian, Head of CEE Macro/Fixed Income Research bei der Erste Group.

[Download \[jpg; 636.0 KB\]](#)

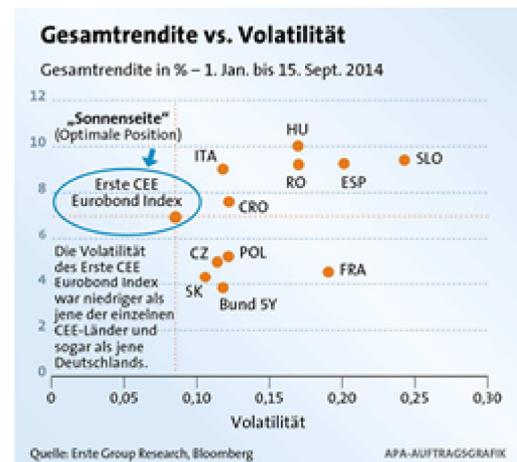
Wie am Erste CEE Eurobond Index abzulesen ist, haben Veranlagungen in einen Korb aus Eurobonds von CEE-Ländern den Investoren dieses Jahr höhere Erträge geliefert (6,9%) als in EUR bewertete Investitionen in auf lokale Währung lautende CEE-Anleihen (5,3%), die im Erste CEE Local Currency Bond Index enthalten sind. Beide Indices zeigen, dass CEE-Anleihen eine bessere Performance erzielten als 5-jährige deutsche und französische Papiere, die über denselben Zeitraum nur 3,8% bzw. 4,6% (seit Jahresbeginn, einschließlich Wertsteigerungen) abwarfen. Zu den in diesen Indices enthaltenen CEE-Ländern zählen Kroatien, Tschechien, Ungarn, Polen, Rumänien, Slowenien und die Slowakei (wobei die letzteren zwei nicht in den Erste CEE Local Currency Bond Index aufgenommen wurden, da beide Länder Mitglieder des Euroraums sind).

„Von den auf lokale Währungen lautenden Anleihen erzielten 5-jährige rumänische Papiere mit einem Gesamtertrag von 9,8% eine bei Weitem bessere Performance als die Gesamtregion. Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass sich die Währung nicht abgeschwächt hat (da sie von der Zentralbank weitgehend stabil gehalten wurde) und der Liquiditätsüberschuss die Renditen sinken ließ. Während sich in Forint denominated Anleihen schlechter als unser Erste CEE Local Currency Bond Index entwickelten, zählten ungarische Eurobonds zu den besten Performern. Mit einer Jahresrendite von 10% schlugen sie sogar italienische, spanische und slowenische Anleihen. Ungarische Eurobonds konnten von der weiteren Spreadeinengung bei europäischen Staatsanleihen am meisten profitieren“, erklärt Juraj Kotian.

Das wachsende Investoreninteresse an CEE-Anleihen ist einem ausgewogeneren Verhältnis von Aufwärts-/Abwärtsrisiken und den im Vergleich zu den meisten Eurozone-Anleihen attraktiven Renditen zuzuschreiben

CEE-Eurobonds haben sich auch risikobereinig sehr gut entwickelt. Die Volatilität des Erste CEE Eurobond Index war – an den Standardabweichungen der täglichen Schwankungen gemessen – geringer als jene einzelner CEE-Länder oder sogar Deutschlands.

In den vergangenen Jahren war der Rückgang der Credit Default Spreads in den CEE-Ländern bemerkenswert. Zu einem gewissen Grad war dies dem stetigen Sinken des globalen Risikoindex (VIX) und dem Schrumpfen der Risikoaufschläge zuzuschreiben. Trotz des in sämtlichen CEE-Ländern zu beobachtenden Abwärtstrends sind die Abstände zwischen den Credit Default Spreads nach Meinung der Erste-Analysten nicht unbedeutend. „Obwohl die Region oft als homogen betrachtet wird und die Märkte dazu neigen, auf Veränderungen der globalen Stimmung im Gleichschritt zu reagieren, erklären die Unterschiede in den Fundamentalzahlen vermutlich, warum sich die Credit Default Spreads innerhalb der Region unterschiedlich entwickeln. Darüber hinaus dürfen sie das Ausmaß der Reaktionen auf zunehmende Risikoaversion beeinflussen“, meint Kotian.



[Download \[jpg; 389.6 KB\]](#)

Ein enger Zusammenhang besteht insbesondere zwischen der Reaktion eines Landes auf Änderungen der globalen Risikoaversion und seinem relativen Rating. Mit anderen Worten: Länder mit starken Fundamentaldaten (einem besseren relativen Rating) erweisen sich bei globalen Umbrüchen als widerstandsfähiger.

Was den Ausblick und die Performance von CEE-Anleihen im 4. Quartal 2014 betrifft, wird die Entwicklung des externen Umfelds entscheidend sein. In vielen Ländern Europas ist der Spielraum für weitere Renditenrückgänge fast erschöpft, während das aktuelle Renditeniveau (in einigen Ländern bei 5-jährigen Anleihen unter 1%) Aufwärtsrisiken nicht adäquat einpreist. Aus dieser Perspektive bieten viele CEE-Anleihen immer noch ein ausgewogeneres Verhältnis von Aufwärts-/Abwärtsrisiken und den daraus resultierenden Renditen. Außerdem sehen die Erste-Analysten noch vor Jahresende ein gewisses Potenzial für kurzfristige Währungsgewinne in Ungarn und Polen, was die Performance des Erste CEE Local Currency Bond Index beflügeln könnte.

Die Liquiditätsposition der CEE-Staaten ist im Allgemeinen entspannt

Eine Betrachtung des Tilgungsplanes und der in CEE und der Türkei vorhandenen Liquiditätspuffer zeigt, dass manche Länder es nicht besonders eilig haben sollten, zu emittieren. Einige Länder sollten gar das Volumen ihrer Staatsschulden im 4. Quartal 2014 entweder durch Rückkäufe oder geringere Primäremissionen senken, um die Regeln ihrer Verschuldungsbremsen einzuhalten (Slowakei, Ungarn). Andere Länder verfügen über einen sehr hohen Liquiditätspolster (Tschechien, Slowenien), der es ihnen erlauben wird, im 4. Quartal 2014 und darüber hinaus auf Nettoemissionen zu verzichten. Für manche Länder könnte eine Vorfinanzierung von 2015 fälligen

Tilgungen jedoch durchaus eine Option darstellen (z.B. Polen). Andere müssen dieses Jahr noch größere Finanzmittel aufbringen, da sie nicht in der Lage sind, einen Finanzplan fertig zu stellen oder zu geringe Liquiditätspuffer haben (insbesondere Rumänien).

Was Auslandsemissionen betrifft, so erwartet Erste Group Research, dass sich Kroatien, Serbien, Rumänien und die Türkei noch heuer an Auslandsmärkte wenden werden, um Vorfinanzierungen für 2015 zu tätigen, während Polen und die Slowakei die Auslandsmärkte möglicherweise Anfang 2015 anzapfen werden.

Die von ausländischen Investoren gehaltenen Bestände an CEE-Schuldtiteln sollten stabil bleiben oder sogar ansteigen, was durch die zusätzlichen Schritte der EZB gefördert wird. Auch das Interesse der Banken sollte angesichts der im Bankensektor in CEE allgemein hohen Liquidität beträchtlich bleiben. Eine Ausnahme könnte Ungarn bilden, wo die Umwandlung von Fremdwährungs- in Forint-Kredite die Nachfrage nach Liquidität in Forint erhöhen und damit den Appetit der Banken auf Staatspapiere verringern könnte.

Die Zentralbanken der Region sollten auch weiterhin das kurze Ende der Zinskurve stabil und die Leitzinsen niedrig halten (oder sie in Polen sogar weiter senken). Die Inflation sollte in CEE eher gedämpft bleiben und nach den für 2014 prognostizierten bescheidenen 0,4% im Jahr 2015 im Durchschnitt unter 2% liegen.

„Insgesamt sollten ein mäßiges Angebot, die erwartete Unterstützung durch EZB-Maßnahmen, eine geringe Inflation und eine allgemein lockere Geldpolitik die Renditen der Staatsanleihen in CEE relativ niedrig halten. Kurzfristig gesehen bildet Rumänien hier eine Ausnahme, da das politische Risiko dort die Spreads im vierten Quartal vorübergehend ausweiten könnte, während die relativ geringen Cash-Reserven und eine schwierige Refinanzierungsstruktur die Renditen ansteigen lassen könnten. Auf der anderen Seite des Spektrums sollten in Tschechien die Renditen auf den aktuellen Niveaus verharren und (angesichts der günstigen Cash-Position keine Pläne für Nettoemissionen und solide Fundamentaldaten) der Spread gegenüber den Bund-Renditen 2015 sogar negativ werden“, so Zoltan Arokszallasi, Senior Analyst Fixed Income Research in der Erste Group.

Ausblick für Q4 2014 und 2015:

Kroatien: Erste Analysten erwarten, dass das Finanzministerium im 4. Quartal 2014 einiges an Vorfinanzierungen tätigen wird, da der Eurobond (EUR 750 Mio) Anfang 2015 abreift und der Zeitpunkt zur Abdeckung eines Teils des Finanzierungsbedarfs für 2015 günstig ist. 2015 wird der Bruttofinanzierungsbedarf hoch bleiben und fast 22% des BIP erreichen.

Tschechien: Das Finanzministerium möchte die Gesamtstaatsverschuldung auf dem aktuellen Niveau (CZK 1,68 Billionen; unabhängig von der Konjunktorentwicklung) zumindest bis Ende 2015 stabilisieren und wird daher weder 2014 noch 2015 neue Emissionen auf den Markt bringen.

Ungarn: Ungarn hat im laufenden Jahr insgesamt EUR 5,4 Mrd an Fremdwährungsrückzahlungen abzudecken. Nächstes Jahr werden die Tilgungen in Fremdwährung nur EUR 2,4 Mrd betragen. Wenngleich die Regierung für das Gesamtjahr keine Eurobond-Emissionen plant und die Nachfrage nach lokalen in EUR denominierten Anleihen deutlich zurückgehen wird (da sie nur für Retail-Investoren in Frage kommen), weisen die jüngsten Signale der Regierung darauf hin, dass eine Eurobond-Emission (eventuell in Form einer Privatplatzierung) bei günstigen Bedingungen doch möglich wäre.

Polen: Polen hat den Finanzierungsbedarf des laufenden Jahres bereits abgedeckt und sollte im 4. Quartal 2014 mit der Vorfinanzierung des nächsten Jahres beginnen. Das Finanzministerium erwartet für das kommende Jahr einen Anstieg des Bruttofinanzierungsbedarfs auf PLN 154,8 Mrd (2014: PLN 127 Mrd), was rund 9% des BIP entspricht.

Rumänien: Per Ende September hatte das Finanzministerium erst rund 82% des Gesamtfinanzierungsbedarfs des laufenden Jahres abgedeckt. Damit muss das Land dieses Jahr noch weitere Mittel aufnehmen. Im Rahmen der Finanzierungsstrategie konnten die Laufzeiten ausgedehnt werden, womit sich der Bruttofinanzierungsbedarf für 2015 auf rund RON 50 Mrd verringert hat. Davon könnten 22 bis 23% vom Ausland aufgenommen werden, während der Rest aus dem Inland kommen sollte.

Serbien: Das Finanzministerium könnte sich noch vor Jahresende auf dem Eurobond-Markt ein Volumen von rund EUR 750 Mio beschaffen. Der Zeitpunkt dafür wird unserer Einschätzung nach vom Fortschritt der bevorstehenden Gespräche mit dem IWF bestimmt werden. Für 2015 erwarten wir, dass der Finanzierungsbedarf auf über 20% des BIP steigen wird.

Slowakei: 2015 wird die Staatsschuldenstelle rund EUR 4 Mrd refinanzieren müssen, doch könnte sie einen Teil dieses Volumens eventuell bereits 2014 unter Einsatz von Cash-Reserven und einer Anleiheemission tilgen. Neben der Zinsersparnis besteht für den Staat aufgrund der Beschränkung der Staatsverschuldung durch die lokale Schuldenbremse ein zusätzlicher Anreiz für die vorzeitige Tilgung von Anleihen.

Slowenien: Nach einem 2014 schwierigeren Finanzierungsprofil (Bruttofinanzierungsbedarf rund 14,5% des BIP) dürfte sich die Lage 2015 etwas entspannen und das Volumen bei rund 10% des BIP liegen. Was die Renditeerwartungen betrifft, sehen wir Spielraum für einen weiteren Renditerückgang auf 2,5 bis 2,6% und danach – wegen der erwarteten Entwicklung der Bund-Renditen – eine allmähliche Aufwärtsbewegung.

Türkei: In den nächsten Quartalen werden der globale Zinsausblick, der Inflationstrend in der Türkei und die Geldpolitik die wichtigsten Einflussfaktoren sein. Wir erwarten, dass die Rendite der 2-jährigen Anleihe zum Jahresende mit 9% nach wie vor hoch sein wird und dass die Renditen bis zum 2. Quartal 2015 auf 9,4% anziehen könnten. Danach ist im restlichen Jahresverlauf eine Abschwächung auf 9% sehr wahrscheinlich, da der Rückgang der Inflation einem Anstieg der nominellen Renditen entgegenwirken wird, trotz des global stärkeren Aufwärtsdrucks auf die Realzinsen. Wir glauben allerdings, dass die Türkische Zentralbank die Liquidität verknappen und die Finanzierungskosten 2015 über den Leitzins steigen lassen wird.

[Präsentation \[pdf; 183.6 KB\]](#)

© 2015 Erste Group Bank AG