



RENTENMONITOR

14. August 2018

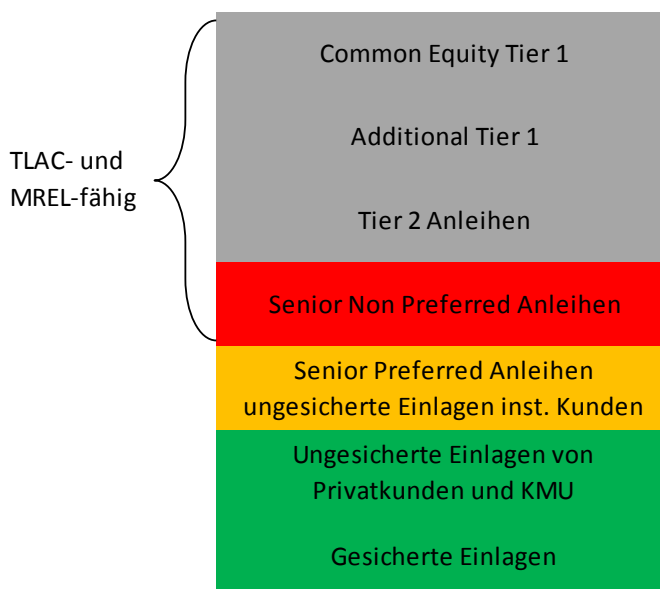
Themen dieser Ausgabe:

- Bankenmarkt Deutschland: Senior Preferred Anleihen als neue Assetklasse
- Italien: Ein heißer Spätsommer/Herbst für Staatsanleihen?

Bankenmarkt Deutschland: Senior Preferred Anleihen als neue Assetklasse

In Deutschland hat der Bundesrat im Juli den Weg freigegeben für die Anpassung der deutschen Haftungskaskade für Bankverbindlichkeiten an die harmonisierte europäische Kaskade.

Europäische Haftungskaskade nach BRRD-2



Im Gegensatz zu den anderen europäischen Nationen war die Bail-In- bzw. Nachrangigkeitsfrage in Deutschland bisher gesetzlich geregelt. Zukünftig ermöglicht es

die Neufassung des §46f KWG den deutschen Banken, vertraglich geregelt nachrangige Senioranleihen (Senior Non Preferred) oder vorrangige Senioranleihen (Senior Preferred) zu begeben. Für Altanleihen, die vor dem 21. Juli emittiert wurden, gilt die „alte“ gesetzliche Regelung, die besagt, dass die Struktur der Anleihe darüber entscheidet, wo die Anleihe in der Haftungskaskade eingeordnet wird.

Viele deutsche Banken haben schon ein beachtliches Volumen an Senior Non Preferred Anleihen (alt: Senior unsecured, nicht strukturiert) in den Büchern und somit die TLAC- und MREL-Anforderungen (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities) weitestgehend erfüllt. Daher sollte aus Kostengründen zukünftig die Emission von Anleihen im neuen Format Senior Preferred im Vordergrund stehen. Der Hauptgrund ist hierbei auf der Kostenseite zu sehen, da die Vorrangigkeit zu geringeren Spreads führen wird. Zudem sind Senior Preferred Anleihen im Gegensatz zu den Senior Non Preferred Anleihen EZB-fähig, so dass viele Institute die neue Assetklasse nutzen werden, um Bestände in Pfanddepots auszutauschen.

Wo werden nun die Spreadniveaus der neuen Assetklassen liegen und was bedeutet die Emission der neuen Anleihen für die Altbestände? Senior Non Preferred Anleihen in Deutschland sind aktuell im Vergleich zu ihren europäischen Pendanten bis auf wenige Ausnahmen (z.B. Deutsche Bank) relativ teuer. Dies beruht vor al-

lem auf der guten Bonität der Bundesrepublik Deutschland als auch auf dem schon sehr hohen ausstehenden Volumen, was sich positiv in Bezug auf eine potenzielle Bail-In-Quote auswirkt. Derzeit notieren die Senior Non Preferred Anleihen von einigen deutschen Instituten (z.B. LBBW und Berliner Hypothekenbank) unter dem Niveau des Marktes für Senior Preferred Anleihen gemessen am iBoxx Senior Preferred Index. Bei diesen Instituten ist zu erwarten, dass der Spreadunterschied zur neuen Assetklasse Senior Preferred relativ gering ausfallen wird. Spürbare Preisunterschiede, die sich auf dem Niveau z.B. französischer oder spanischer Pendanten bewegen (40 bis 50 Basispunkte bei mittleren Laufzeiten), sollten sich nur bei den Instituten einstellen, deren Senior Non Preferred Anleihen aus unternehmensspezifischen Gründen schon jetzt deutlich über dem Marktdurchschnitt liegen (z.B. Deutsche Bank).

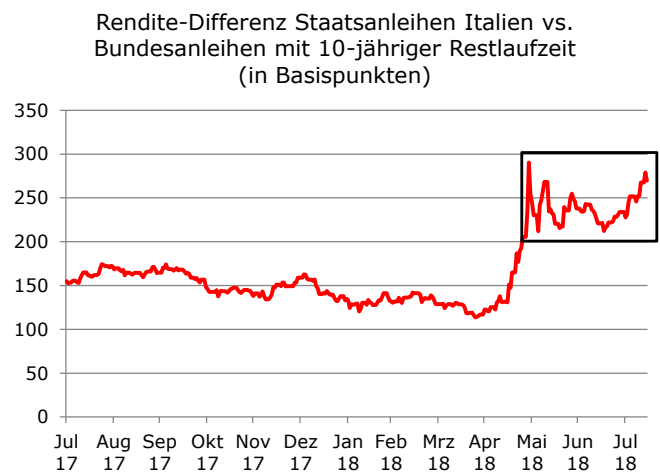
Die zweite Frage, wie sich die zukünftige Entwicklung der Altanleihen darstellen wird, ist nicht eindeutig zu beantworten. Für eine Spreadausweitung der Altanleihen bei Emission der neuen Anleihen spricht, dass Investoren aus Sicherheitsgründen in die neue Assetklasse wechseln und zu dem unter Umständen auch noch Neuemissions-Aufschläge vereinnahmen wollen. Zudem hat sich bei den europäischen Pendanten gezeigt, dass sich die Spreads der Assetklasse Senior Non Preferred in einer Marktschwäche stärker ausweiten als die von Senior Preferred Anleihen.

Was jedoch gegen eine deutliche Spreadausweitung spricht ist zum einen, dass die Auswirkungen durch etwaige Ratingdowngrades – wie gerade durch die Agentur Moodys geschehen – doch sehr überschaubar bleiben und zum anderen, dass aus technischer Sicht das Angebot an neuen Senior Preferred Bonds deutlich geringer werden wird und die Suche der Anleger nach Rendite ungebrochen anhalten sollte.

Insgesamt ist die Vereinheitlichung auf europäischer Ebene sehr zu begrüßen, da so die Vergleichbarkeit der verschiedenen Anleiheklassen erhöht wird. In Bezug auf die Preisfindung der neuen und die Performance der alten Anleiheklassen in Deutschland werden wir die Marktentwicklungen eng begleiten, sehen aber aktuell keinen Handlungsbedarf.

Italien: Ein heißer Spätsommer/Herbst für Staatsanleihen?

Die Staatsanleihen aus Italien sind nach deutlichen Entspannungstendenzen zu Beginn des Sommers in den letzten beiden Wochen wieder kräftig unter Druck geraten. Nachdem die Spread-Differenz zwischen 10-jährigen italienischen Papieren und 10-jährigen Bundesanleihen die seit Mai bestehenden Tradingrange nach unten zu verlassen schien, ist sie am aktuellen Rand wieder deutlich angestiegen.



Dazu beigetragen hat neben einem hohen Nettoemissionsvolumen im Juli vor allem der Newsflow in Bezug auf die Haushalts-Beratungen der populistischen Regierung in Rom. Hier scheinen sich zwei Fronten aufgebaut zu haben. Auf der einen Seite stehen die beiden politischen Führer Salvini und Di Maio, die dafür eintreten, die Forderungen aus den Wahlprogrammen umzusetzen, ohne Rücksicht auf die Entwicklung des Haushaltes und der Einhaltung der EU-Kriterien in Bezug auf das Haushaltsdefizit und damit auf Konfrontationskurs zur EU gehen. Auf der anderen Seite stehen Premierminister Conte und Wirtschaftsminister Tria, die sich dafür einsetzen, einen gemäßigten Kurs gegenüber die EU zu fahren und die in den Wahlprogrammen versprochenen Ausgaben, wie Steuererleichterungen und Erhöhung der Pensionen, erst gegenzufinanzieren. Bis dato ist noch nicht auszumachen, welche Seite sich in den Haushaltsberatungen durchsetzen wird. Und genau diese Unsicherheit belastet die italienischen Staatsanleihen.

Aus unserer Sicht wird für die weitere Entwicklung entscheidend sein, wie schnell sich die politische Führung in Rom auf einen Haushaltsentwurf einigen kann, um die Unsicherheit zu beseitigen. Dabei erwarten wir

allerdings, dass sich die Beratungen noch eine Zeit lang hinziehen werden, da derzeit noch keine der beiden Seiten bereit ist, Abstriche an ihren Positionen zu machen. Denn auch wenn nur die ersten Schritte in Bezug auf die versprochenen Wahlgewinne unternommen werden sollten, so wäre es für eine Entspannung am italienischen Staatsanleihemarkt notwendig, dass dies nicht ohne Gegenfinanzierung geschieht. Hier sind aber aktuell noch keine Maßnahmen genannt worden.

Sollten sich die politischen Führer durchsetzen und sich der Ton gegenüber der EU wieder verschärfen, erwarten wir, dass sich die Spread-Differenz zwischen den italienischen Staatsanleihen und Bundesanleihen weiter erhöht, auch über 300 Basispunkte hinaus. Würde das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Regierung in Rom allerdings wieder ansteigen, z.B. durch ein verabschiedetes Haushaltsdefizit für 2019 von unter 2%, so gehen wir davon aus, dass die Spread-Differenz vom aktuellen Niveau (270 Basispunkte) auf 200 Basispunkte zurückgeht. Da aber noch nicht absehbar ist, wer in dieser regierung-internen Auseinandersetzung die Oberhand behält, bleiben wir in Bezug auf den Erwerb von italienischen Staatsanleihen weiter vorsichtig und raten davon ab, jetzt Positionen aufzubauen.

Wichtige Daten in den nächsten Tagen

- 15.08. USA: Empire-State-Index, Einzelhandelsumsätze, Industrieproduktion, Kapazitätsauslastung, Lagerbestände, NAHB-Wohnungsmarkt-Index
- 16.08. USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Philadelphia-Fed-Index, Baubeginne, Baugenehmigungen
- 17.08. USA: Frühindikator, Verbrauchervertrauen Universität Michigan
- 22.08. USA: Wiederverkäufe Häuser, Protokoll FOMC-Meeting
- 23.08. D/Eurozone: Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor
- 23.08. Eurozone: Verbrauchervertrauen
- 23.08. USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Markt-Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor, Neubauverkäufe, Kansas-City-Fed-Index verarbeitende Industrie
- 24.08. USA: Auftragseingänge langlebige Güter
- 24.08. D: BIP Q2 (final)
- 27.08. D: Ifo-Geschäftsklima-Index, Einzelhandelsumsätze

- 27.08. USA: Chicago-Fed-National-Activity-Index, Dallas-Fed-Index verarbeitende Industrie
- 28.08. Eurozone: Geldmenge M3
- 28.08. USA: S&P-CoreLogic-Hauspreis-Index, Richmond-Fed-Hersteller-Index, Verbrauchervertrauen Conference Board
- 29.08. D: GfK Verbrauchervertrauen
- 29.08. USA: BIP Q2, Schwebende Hausverkäufe, PCE-Kernrate
- 30.08. D: Verbraucherpreise, Arbeitsmarktbericht
- 30.08. Eurozone: Wirtschafts-, Konjunktur- und Industrievertrauen
- 30.08. USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe
- 31.08. Eurozone: Verbraucherpreise
- 31.08. USA: Chicago-Einkaufsmanager-Index

Rentenbarometer

	Aktuelle Positionierung
Duration	neutrale Duration
Länderallokation Staatsanleihen	Peripherie: Spanien weiter übergewichten Portugal und Osteuropa beimischen
Kurve	neutral
Pfandbriefe/Covered Bonds	neutral
IG Unternehmensanleihen	übergewichten vs. Staatsanleihen USA leicht übergewichten vs. Europa
High Yield Unternehmensanl.	neutral USA übergewichten vs. Europa
Financials	neutral
Nachrangsanleihen	attraktive Beimischung
Schwellenländeranleihen	untergewichten

Rentenmonitor

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

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

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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 Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.
Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.