

# Markt & Wirtschaft



HAUCK & AUFHÄUSER  
PRIVATBANK SEIT 1796

Ausgabe 10/2021 – 12. Juli 2021

## NGEU: EU-BONDS MIT STARKEM DEBÜT

NextGenerationEU ist in der EU-Geschichte bislang einzigartig und kann die weitere EU-Integration maßgeblich positiv beeinflussen. Bislang ist die Finanzierung für dieses ehrgeizige Programm sehr gut angelaufen. Wir werfen einen Blick auf die Höhe der Mittel und auf die EU-Debüt-Emission.

### EU-WIEDERAUFBAUPLAN GEHT LIVE

Seit rund einem Monat befindet sich EU-Kommissionschefin Ursula von der Leyen auf einer Art „Europa-Tour“. Gestartet war sie Mitte Juni zunächst in Lissabon und Madrid. Portugal und Spanien waren die ersten beiden europäischen Länder, die ihre nationalen Aufbaupläne vorgelegt hatten und grünes Licht für die Auszahlung erhalten haben. Weitere Freigaben erfolgten sodann an Kopenhagen, Athen und Luxemburg. Die Genehmigung für die deutschen Projekte erhielt Berlin als sechste Regierung vergangene Woche, gefolgt von Rom. Die Genehmigung der nationalen Aufbaupläne ist grundsätzlich an folgende Kriterien geknüpft: 37 % der Mittel von NextGenerationEU müssen für den Klimaschutz und 20 % für die Digitalisierung verwendet werden.

Zur Erinnerung: NextGenerationEU (NGEU) ist ein über EUR 806,9 Mrd. schweres, befristetes Aufbauinstrument, das dabei helfen soll, die unmittelbar coronabedingten Schäden für Wirtschaft und Gesellschaft abzufedern. Ziel der Mitgliedsstaaten ist es, dass Europa nach Corona umweltfreundlicher, digitaler und krisenfester ist und aktuellen wie künftigen Herausforderungen besser standhält. Die Aufbau- und Resilienzfähigkeit ist dabei das Herzstück von NGEU, mit Darlehen und Zuschüssen im Umfang von EUR 723,8 Mrd. zur Unterstützung von Reformen und Investitionen der EU-Länder. Die Fähigkeit unterteilt sich in EUR 385,8 Mrd. in Form von Krediten und EUR 338,0 Mrd. an Zuschüssen (Transfers). Die übrigen EUR 83,1 Mrd. teilen sich auf weitere Unter-Programme und hier insbesondere das ReactEU (Aufbauhilfe für den Zusammenhalt und die Gebiete Europas) auf.

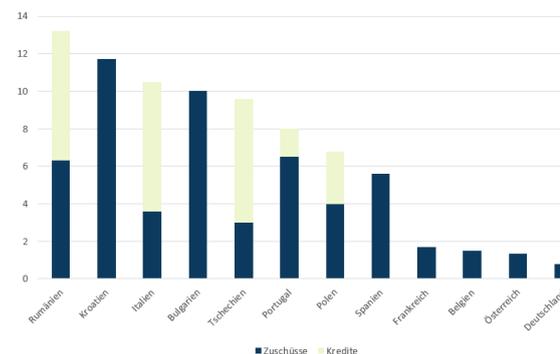
### STRATEGISCHE BEDEUTUNG

Die ökonomischen Effekte von NGEU sind grundsätzlich heterogen. Am meisten dürften die kleineren Pe-

ripherie-Länder profitieren. Allerdings trägt der Hilfsrahmen für alle 27-EU-Länder wesentlich dazu bei, dass der strukturelle Wandel der Volkswirtschaften finanzierbar und mithin umgesetzt wird.

Zum ersten Mal in der Geschichte der EU ist diese basierend auf NGEU in der Lage, für gemeinsame Ziele einen signifikanten Betrag an Schulden aufzunehmen. Dabei haftet jedes Mitgliedsland für diese Schulden in Teilen mit. Im Erfolgsfall – und danach sieht es derzeit aus – ist damit der Weg einer weiteren EU-Integration geebnet. Ein Scheitern hätte spürbar unvorteilhafte Folgen für die Gemeinschaftswährung und die Entwicklung der Peripherie-Spreads.

### ZUSCHÜSSE VS. KREDITE (IN % DES BIP)



Quelle: EU Kommission

### KAPITALMARKT FEIERT NGEU-DEBÜT

Zur Finanzierung von NextGenerationEU nimmt die Europäische Kommission im Namen der EU auf den Finanzmärkten Geld auf, da sie über eine höhere Bonität als viele Mitgliedsstaaten verfügt.

Mit Blick auf das Marktumfeld überstieg das EU EUR-Sovereign-Supranational-Agency- (kurz SSA) Benchmark-Angebot jenes der großen SSA-Emittenten seit

der zweiten Jahreshälfte 2020 deutlich. Vor der Finanzierung für NGEU hat die EU bereits Emissionen für die EU-Arbeitslosenversicherung "Support mitigating Unemployment Risks in Emergency" (SURE) abgewickelt. Das Debüt der zehnjährigen NGEU mit einem Rekordvolumen von EUR 20 Mrd. im Juni 2021 war bereits ein voller Erfolg. In Anbetracht dessen war der Renditeaufschlag von gerade mal zwei Basispunkten gegenüber der SURE-Kurve recht freundlich. Die Aufteilung der Investoren ähnelte dabei dem der SURE-Transaktionen: der größte Anteil ging an Asset Manager, gefolgt von Banken und ausländischen Investoren; geografisch spielen lediglich die EU und mit großem Abstand UK und Asien eine Rolle. Seit der Begebung hat sich der EU-Bond-Risikoaufschlag (Spread) bereits um eine Handvoll Basispunkte eingengt.

Um das verbleibende Emissions-Ziel 2021 von insgesamt EUR 60 Mrd. zu erreichen, dürften zunächst zwei weitere Tranchen im Juli über je EUR 10 bis 15 Mrd. begeben werden. Mit Blick auf die enge Bepreisung sowie den hohen Anteil von EUR-SUPRAS (also Anleihen von supranationalen Emittenten wie der EU) an der PEPP-Kaufrate (im Rahmen des Pandemic-Emergency-Purchase-Programm der EZB) dürfte es ob des kommenden Angebots jedoch keine merklichen Sorgen hinsichtlich der Platzierbarkeit geben.

#### EU-ANGEBOT MIT NEBENWIRKUNGEN

Wengleich das NGEU-Debüt angemessen positiv bewertet wurde, hat das durationsintensive Angebot der EU gewisse Begleiterscheinungen. Im Vergleich zu ihren SSA-Mitbewerbern muss die EU seit dem vierten Quartal 2020 höhere Neuemissionsprämien (NIPs) bezahlen. Diese NIP-Aufschläge sind unseres Erachtens dadurch zu erklären, dass die EU-Emissionen (EUR-Benchmark) die Summe aus Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank, European Stability Mechanism und European Financial Stability Facility übersteigt. Da der Angebotsbedarf seitens der EU aufgrund der anstehenden NGEU-Auszahlungen absehbar hoch ist, kann die EU ferner weniger opportunistisch emittieren; sie kann also volatilere Marktphasen wie zuletzt im Mai nicht einfach abwarten, woraus Timing-Nachteile entstehen. Für technisch interessierte Leser heißt dies, dass die relative Angebotsdynamik (mittelfristig anhaltendes Durationsangebot der EU) und die weiterhin vorhandenen Renditeabschläge gegenüber der OAT-

Kurve (OAT: französische Staatsanleihen) derzeit mehr für ultra-lange OATs als für EU-Bonds sprechen. Nichtsdestotrotz wird die EU immer mehr zu einem Sovereign (also Staatsemittenten) und ähnelt demnach immer weniger einem SSA-Emittenten. Darauf deuten auch die aktuellen Handelsvolumina hin, die EU-Papiere seit dem SURE-Start auf dem Niveau von OATs und BTPs (BTP: italienische Staatsanleihe) und weit vor der EIB sehen. Summa summarum dürfte die EU-Kurve immer mehr zu den EGB-Kurven konvergieren (EGB: European Government Bond = europäische Staatsanleihe). Für die anstehenden NGEU-Emissionen liefert derweil die SURE-Kurve entsprechende Preisindikationen.

#### ZUKÜNFTIG MEHR GEMEINSAME SCHULDEN?

Wie eingangs erwähnt, besteht ein Vorteil von NGEU in der gemeinsamen Schuldenaufnahme, sodass die EU als supranationale Institution mit einer hervorragenden Bonität recht niedrige Zinsen bezahlen muss. Alle Länder, wirtschaftlich starke und weniger starke Länder, haften über ihre künftigen Beiträge zum Haushalt der Europäischen Union gemeinschaftlich für die Schulden von NGEU. Fällt einer von ihnen aus, müssen die übrigen Staaten gemäß ihrem Anteil am EU-Haushalt einspringen. Für Deutschland liegt dieser Anteil am Haftungsrisiko bei 24 Prozent.

Es gibt nicht wenige Stimmen, die nun die Büchse der Pandora geöffnet sehen und eine dauerhafte und weiterführende Vergemeinschaftung der Schulden befürchten (Stichwort Fiskalunion). Unseres Erachtens ist die Zweckbindung der Hilfsmittel zur Bewältigung der Krise zwar mit wenig Kontrollmechanismen ausgestattet. Allerdings sind die Kriterien für die Auszahlung im Grundsatz sehr eindeutig, wie der Auslöser für diesen Rettungsmechanismus, die Corona-Pandemie. Wengleich die Covid-19-Krise mit ihren wirtschaftlichen und sozialen Folgen nicht zuletzt mit Blick auf neue Mutationen die Volkswirtschaften noch länger beschäftigen dürfte, so sehen wir für die EU politisch nur eine geringe „Gefahr“, dass die genannten Dimensionen an Hilfsmitteln für Szenarien einer fortgesetzten, vernachlässigten Haushaltsdisziplin in einzelnen Staaten abermals freigegeben werden. Für eindeutige EU-weite Krisenfälle, welche die Gemeinschaftswährung gefährden und die Finanzierung einzelner Staaten unverschuldet (Kriterium: exogener Schock) gefährden, haben sich EU-Bonds bislang bewährt.

---

#### DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden ausschließlich zu Informationszwecken für den Empfänger erstellt. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird. Anlagen in Aktien sind sowohl mit Chancen als auch mit Risiken verbunden. Allgemeine Informationen zu den mit einem Investment in Aktien verbundenen Risiken können den Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren entnommen werden, die Ihre Beraterin/Ihr Berater für Sie bereit hält. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG unter <https://www.hauck-aufhaeuser.com/rechtliche-hinweise/rechtliche-hinweise> veröffentlicht.

Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG oder deren assoziierter Unternehmen dar. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird.