



Staatsanleihemarkt: Hausse und Italien-Blues

Die Hausse bei Staatsanleihen war für viele Investoren bereits mit auskömmlichen Erträgen verbunden. Doch wie geht es in den kommenden Quartalen am Markt für Staatsanleihen weiter und welche Laufzeitenbereiche sind dabei zu präferieren? Während ein weiterer Renditerückgang zu erwarten ist, rücken mittelfristige Inflationstreiber wieder in Sicht. Neben diesen Aspekten werfen wir heute einen Blick nach Italien: Neben Risiken bietet das Land auch Chancen.

Zinsgipfel erreicht

Die vergangene Woche hat es überaus deutlich gemacht: Die großen Zentralbanken in der westlichen Hemisphäre diskutieren bereits jetzt über Zinssenkungsschritte in 2024. Die weltweit wichtigste Notenbank – die US-amerikanische Fed – hat auf ihrer geldpolitischen Sitzung Mitte Dezember verkündet, dass sie derzeit selbst drei Zinssenkungen für das kommende Jahr erwartet. Die Europäische Zentralbank und die Bank of England dürften in nahezu gleicher Größenordnung ihre Leitzinsen senken.

Renditestrukturkurven verschieben sich

Mit dem fortschreitenden Rückgang der Inflation und niedrigeren Inflationserwartungen beiderseits des Atlantiks sinken die sogenannten Laufzeitenprämien als Bestandteil der Staatsanleiherenditen. Ein weiterer zinsdämpfender Effekt für die Renditen besteht darin, dass die sogenannte Erwartungshypothese wirkt: Nach dieser ist der langfristige Zinssatz ein Durchschnitt der erwarteten künftigen kurzfristigen Zinsen. Da die kurzfristigen Zinsen (diese reagieren am sensibelsten auf die zukünftig sinkenden Leitzinsen) perspektivisch sinken dürften, „drückt“ dies auch auf die Renditen im längeren Laufzeitenbereich.

Investoren können seit Mitte Oktober 2023 von einem sogenannten *Bull-Flattening* profitieren. Bei dieser Veränderung der Form der Renditestrukturkurve fallen die Renditen im mittleren und längeren Laufzeitenbereich stärker als am kurzen Ende. Wie starten wir nach dieser massiven Reallokation ins neue Jahr? Nachdem die Präferenz der Marktteilnehmer,

sich die attraktiven Renditeniveaus langfristig zu sichern, dazu beigetragen hat, dass die mittleren und langfristigen Renditen in den Sinkflug übergegangen sind, dürfte das Tempo des Renditerückgangs zu Beginn des neuen Jahres abnehmen. Während der Markt derzeit sechs Leitzinssenkungen der Fed erwartet, prognostizieren wir „nur“ vier. In anderen Worten: die Markterwartungen sind hier unseres Erachtens zu weit vorgeprescht. Wenngleich der Inflationsrückgang insbesondere in den USA weitergehen dürfte, ist die US-Konjunktur zu resilient, um die eingepreisten Zinsschritte zu erklären.

Benchmarkrenditen: deutlich gesunken



Quelle: Bloomberg; 10-j. US-Treasury- und Bund-Renditen, %

Die Rallye am Staatsanleihemarkt hat Grenzen

Im Verlaufe des Jahres 2024 werden wohl vermehrt Faktoren in den Vordergrund rücken, welche unterstreichen, dass die Inflation ein wichtiger Faktor bleiben dürfte. Wir erwarten im Zuge dessen Phasen mit fallenden Staatsanleihekursen – sprich steigenden Rendite. Kurzfristig haben die vergangenen Tage gezeigt, dass die Rohölmärkte weiterhin sehr volatil

sind. So könnten die höheren Frachtkosten durch die Krise im Suezkanal und auch die CO₂-Preis-Erhö-
hung in Deutschland einen erneuten Impuls für brei-
tere Preiserhöhungen geben.

Zu den mittelfristigen Inflationstreibern, die unseres
Erachtens weiterhin signifikant sind, gehören (i) die
grüne Transformation, (ii) hohe Staatsausgaben, (iii)
der Arbeitskräftemangel und (iv) die Demographie.
Laut Berechnungen der Vereinten Nationen, wonach
in den großen Volkswirtschaften das Wachstum der
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter stagnieren
oder sogar kräftig schrumpfen könnte, droht Inflation.
Denn ohne einen Ausgleich durch ein entsprechen-
des Produktivitätswachstum wäre ein Konsumüber-
hang die Folge. Den relativ vielen, konsumierenden
Rentnern stünden weniger Arbeitskräfte zwecks Pro-
duktion des nachgefragten Angebots gegenüber. Der
strukturelle Arbeitskräftemangel in vielen Volkswirt-
schaften verstärkt an dieser Stelle zudem das Demo-
graphie-Problem. Die grüne Transformation gibt es
nicht umsonst gibt. Ferner bereiten Staatsausgaben,
partiell verstärkt durch geopolitische Konflikte (Stich-
wort Militärausgaben), den Boden für Inflationsdruck.

Staatsanleihen der Industriestaaten bleiben 2024
also in unruhigem Fahrwasser. Die Rendite zehnjäh-
riger US-Treasuries dürfte bis zum dritten Quartal
2024 nichtsdestotrotz die Marke von 3,75% und äu-
ßerst die 3,50% erreichen. Damit dominieren unse-
res Erachtens die kommenden Zinssenkungen der
Zentralbanken. Der Weg für weitere Kursperfor-
mance im sichersten Investment-Vehikel der Welt ist
also vorerst frei. Dies gilt erst recht bei aufkommen-
den Rezessionssorgen.

Fokus Italien: Risiken im Stiefel

Auch bei der Peripherie stellt die Frage nach weiterer
Performance. Das Renditeniveau italienischer
Staatsanleihen ist zwar relativ weiterhin attraktiv.
Aber auch hier lauern Gegenwinde.

Die post-pandemische Erholung in Italien, getrieben
durch eine Tourismus-Erholung und Staatsausga-
ben, läuft aus. Mit Blick auf die Einkaufsmanager-In-
dizes (PMIs) sind bereits im Spätsommer dunkle
Konjunkturwolken aufgezogen. So rangiert der PMI

für den Dienstleistungssektor seit August 2023 unter-
halb der Schwelle von 50 Indexpunkten, die histo-
risch ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung ange-
deutet hat. Sein Pendant für das Verarbeitende Ge-
werbe ist bereits seit April 2023 auf rund 44 Punkte
abgetaucht. Bislang haben die großzügigen Trans-
fers des EU-Covid-Recovery-Fonds der Wirtschaft
unter die Arme gegriffen. Doch diese Unterstützung
wird Ende 2024 weniger. Nach den Covid-Sonderef-
ekten treten somit die strukturellen Probleme Italiens
wieder in den Vordergrund.

Um das Risiko einer Investition in italienische Staats-
anleihen zu bemessen, blicken Investoren neben
strukturell bedingten Wachstumsproblemen auch auf
die Staatsverschuldung. Aus dieser wird die Wahr-
scheinlichkeit eines Staatsbankrottes (*Default*) abge-
leitet. Die Staatsschuldenquote (Verschuldung in
Prozent des BIP) betrug im Jahr 2020 besorgniserre-
gende 155%. Für das Jahr 2023 projiziert der Inter-
nationale Währungsfonds immer noch eine Staats-
verschuldung von 144% des BIP. Laut diversen em-
pirischen Studien wird bei einer hohen Staatsschul-
denquote (einige Studien sehen das kritische Schul-
denlevel bei rund 80%) das Wirtschaftswachstum ne-
gativ beeinträchtigt, u. a. durch die hohe Zinslast.

BTP-/Bund-Spread: Volatilität voraus



Quelle: Bloomberg; 10-j. Spread von italienischen Staatsanleihen
gegenüber Bunds gleicher Laufzeit, Basispunkte

Die schwierige makroökonomische Lage Italiens be-
lastete in der Vergangenheit auch immer wieder die
Kurse der italienischen Staatsanleihen. Allerdings ist
das Land in einer Währungsunion wie der Eurozone
nicht isoliert zu betrachten. Die Bereitschaft der Staa-
tengemeinschaft und der EZB ein Schutzschild um

einzelne Staaten zu bilden, wurde seit der Staatsschuldenkrise im Euroraum 2011/12 nicht mehr getestet und dies sollte sich auch 2024 nicht ändern. Allerdings fällt eine wichtige Unterstützung für die europäischen Staatsanleihenmärkte weg: Die Reinvestitionen des Krisenankaufprogrammes der EZB (PEPP) werden wohl Ende des kommenden Jahres auslaufen. In diesem Programm hatte die EZB die Freiheit, vermehrt Anleihen einzelner Länder zu kaufen, sollten die Risikoaufschläge (Spreads) gegenüber Bundesanleihen Niveaus erreichen, die nicht fundamental abzuleiten waren. Dies geschah beispielsweise 2022 nach einer erhöhten politischen Unsicherheit rund um die Parlamentswahlen in Italien.

Wir gehen davon aus, dass die EZB im Jahresverlauf 2024 Details zu dem zukünftigen Anleihebestand in ihrer Bilanz beschließen wird.¹ Es dürfte wohl ein permanentes Bond-Portfolio der EZB geben. Dieses sollte neben Supras (Anleihen von staatsnahen Emittenten, beispielsweise der KfW oder von multilateralen Entwicklungsbanken), Staatsanleihen auch das Credit-Segment enthalten. Es dient zwar vor allem dem Liquiditätsmanagement der EZB, dürfte aber darüber hinaus als Absicherung gegen zu stark steigende Spreads von EWU-Peripherie-Staatsanleihen implizit fungieren.

Und nun?

Während des Übergangs vom PEPP zum permanenten Bond-Portfolio der EZB dürfte der Wind an den europäischen Staatsanleihenmärkten etwas rauer werden. Denn es gibt innerhalb des EZB-Direktorium auch gewichtige Stimmen, die sich dafür aussprechen, dass die EZB wenig Spielraum hat, welche nationalen Anleihen sie wann kauft.² Fundamentale Daten und politische Ereignisse könnten so 2024 an

Einfluss auf die Staatsanleihekurse gewinnen. Ein Anstieg der Spreads italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen gleicher Laufzeit sollte unseres Erachtens regelmäßig als taktische Investmentmöglichkeit geprüft werden.

Mit Blick auf die kommenden Veränderungen bei der EZB-Politik (Übergang PEPP zum permanenten Bond-Portfolio) respektive die Diskussionen hierzu, die erwartete erhöhte Emissionsflut seitens der EWU-Staaten im Jahr 2024 und das erneute Erscheinen der strukturellen Inflationstreiber am Horizont ist ein gewisser Gegenwind im Euro-Staatsanleihen-Segment vorprogrammiert. Um diesen zu Beginn des neuen Jahres besser „verdauen“ zu können, haben wir Mitte Dezember die Duration in unseren Portfolios moderat unter Benchmarkniveau abgesenkt.

Bei Portfolios, die auch High-Yield-Anleihen umfassen, kommt potentiell eine Credit-Barbell-Strategie mit Staatsanleihen im längeren Laufzeitenspektrum und Hochzinsanleihen mit niedriger Duration in Frage. Zur Erinnerung: eine traditionelle Barbell-Strategie kombiniert üblicherweise Anleihen an entgegengesetzten Laufzeitenden der Renditestrukturkurve, um Erträge zu erzielen und gleichzeitig das Durationsrisiko herauszunehmen.

¹ Siehe Altavilla, C., M. Rostagno und J. Schumacher (2023), "DP18581 Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation", CEPR Discussion Paper No. 18581.

² Siehe Rede von Isabel Schnabel, Mrz. 2023, „Back to normal? Balance sheet size and interest rate control“: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230327_1~fe4adb3e9b.en.html

Appendix

Performance Aktien



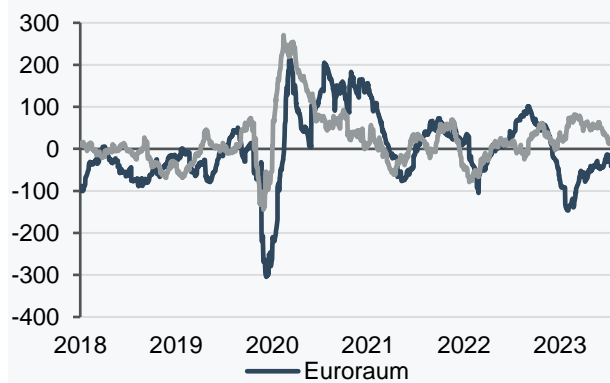
Quelle: Bloomberg, Index: Jan 2018=100, Stand: 18.12.23

Bewertung Aktien



Quelle: Bloomberg, Stand: 18.12.23

Konjunkturüberraschungen



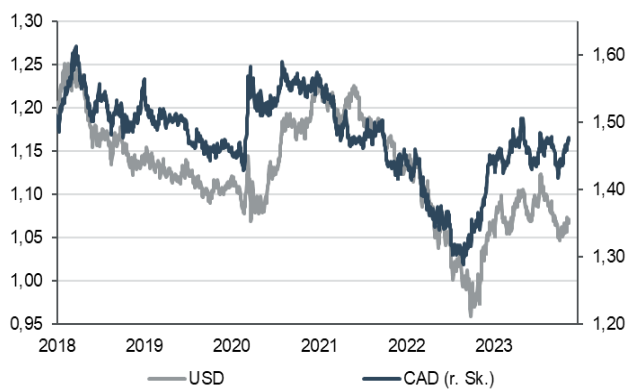
Quelle: Bloomberg, Stand: 18.12.23

10-j. Renditen in %



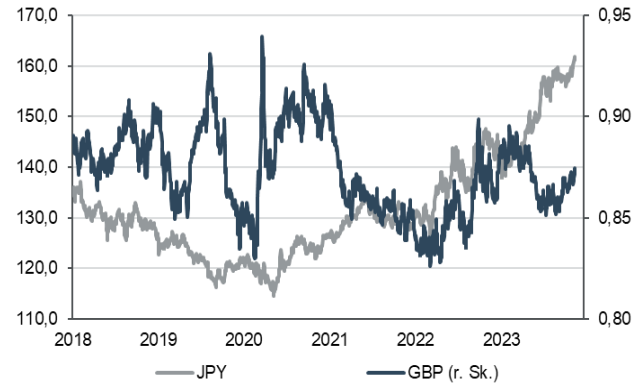
Quelle: Bloomberg, Stand: 18.12.23

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 18.12.23

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 18.12.23

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 18.12.2023