



Staatsanleiherenditen dürfen nicht steigen

23. März 2020

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

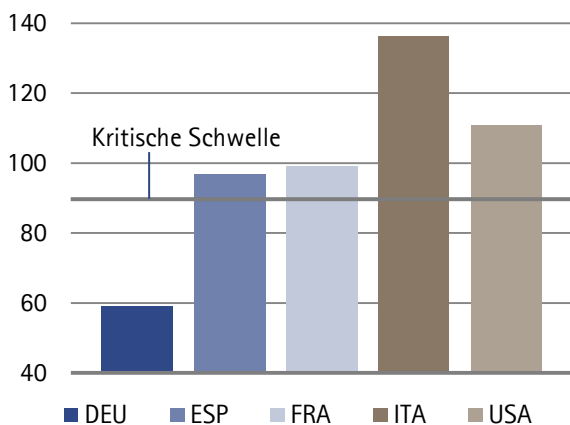
Durch die Corona-Krise wird sich die Staatsschuldenlage in wichtigen Industrieländern (weiter) zuspitzen. Mit einem nachhaltigen Renditeanstieg für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen rechnen wir mittel- bis langfristig aber nicht. Unseres Erachtens ist die Notwendigkeit tiefer Zinsen durch die Krise nochmals stark gestiegen, sie wird von den Notenbanken durchgesetzt werden. Unser Renditeblick bleibt abwärts gerichtet.

Schuldentragfähigkeit wieder im Visier der Investoren

Im Zuge der sprunghaften Ausbreitung des Corona-Virus sind die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen zu Beginn der vergangenen Woche deutlich gestiegen. Auslöser hierfür waren vor allem aufkommende Zweifel an der Staatsschuldentragfähigkeit vieler Staaten, die von Investoren insbesondere für den Euroraum und die USA gesehen werden. Zu Recht, wie wir meinen: Die wegen des Corona-Virus stattfindenden Einnahmeausfälle und die angekündigten massiven staatlichen Mehrausgaben¹ verschärfen eine schon vor Krisenausbruch in vielen Ländern als schwierig zu bezeichnende Schuldensituation. Diese war vor allem durch die jahrelange extreme Tiefzinspolitik und aufgeblähte Notenbankbilanzen bisher beherrschbar geblieben. Auch wenn sich die Lage am Staatsanleihemarkt zuletzt etwas gebessert hat, sehen wir uns dennoch weiter mit der Frage konfrontiert, ob durch stark ausufernde Staatsschulden nicht Kräfte bestehen, die das Renditeniveau dauerhaft erhöhen werden. Dazu stellen wir die nachstehende theoretische Überlegung an.

Nur Deutschland hat Platz

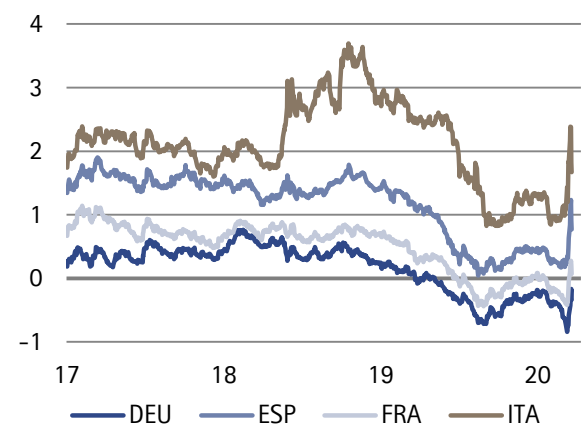
Staatsverschuldung (2019, % des nominalen BIP)



Quelle: Refinitiv Datastream, Bankhaus Lampe

Besser nicht gegen die EZB wetten

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

Pfeiler für die Schuldentragfähigkeit brechen derzeit weg

Wirtschaftspolitischer Einfluss ist begrenzt

In dieser konzentrieren wir uns auf die mittel- bis langfristige Perspektive, in der die gegenwärtig akute Krisensituation nicht mehr besteht. Für diese spricht wenig hinsichtlich der Befürchtung nachhaltig höherer erstklassiger 10-jähriger Staatsanlei-

¹ Unter anderem haben die USA ein Konjunkturpaket von 1,2 Bio. US-\$ angekündigt, das sind rund 6 % des nominalen US-BIP. Im Euroraum ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt und in Deutschland die Schuldenbremse außer Kraft gesetzt worden. Nachtragshaushalte haben Hochkonjunktur.

herediten, bei derer etwa die Rendite für Bundesanleihen ein klar positives Vorzeichen aufweist. Da die Staatsschuldenstände vielerorts bereits sehr hoch sind, ist die langfristige Aufrechterhaltung tragfähiger Staatsschulden durch die Corona-Krise nochmals deutlich schwieriger geworden. Augenscheinlich wird dies bei der Betrachtung der Stellschrauben, an denen zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit wirtschaftspolitisch angesetzt werden kann. Mit dem BIP-Wachstum und der Inflationsrate, die beide schon vor Krisenausbruch viel zu niedrig waren, und Staatshaushalten, die zuvor bestenfalls leicht überschüssig ausfielen, entwickeln sich derzeit drei Stellschrauben durch die Corona-Krise markant gegenläufig zu dem, was zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit eigentlich gebraucht wird.

Ob er „will“ oder nicht: Der Zinssatz wird die zusätzlichen Lasten tragen

Linderung wird bei diesen Ansatzpunkten nicht von heute auf morgen zu erreichen sein. Wir gehen zudem unverändert davon aus, dass Staatsinsolvenzen und Schuldenschnitte auch weiterhin nicht als probate Krisenmedizin angesehen werden. Somit bleibt wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern gar keine andere Wahl, als sich auf die vierte Stellschraube, den Zinssatz, zu konzentrieren. Für ihn bestand angesichts hoher Staatsschuldenstände in wichtigen Industrieländern unserer Ansicht nach schon vor Krisenausbruch kein Aufwärtspotenzial. In der aktuellen Lage, in der die Unterstützung von gleich drei „Mitstreitern“ massiv entfällt, ist dies unseres Erachtens erst recht nicht der Fall. Vielmehr wird umgekehrt ein Schuh daraus: Um die Ausfälle beim Wirtschaftswachstum, bei Inflationsraten und Staatshaushalten hinsichtlich der Sicherung der Schuldentragfähigkeit aufzufangen, kommen wirtschaftspolitische Entscheidungsträger aus unserer Sicht gar nicht umhin, das allgemeine Zinsniveau weiter als bisher nach unten zu manipulieren. Angesichts dieser Überlegung wären neue historische Renditetiefs bei 10-jährigen Staatsanleihen daher nicht als Betriebsunfall zu werten, sondern als Teil einer aus Schuldensicht notwendigen (Überlebens-)Strategie. Sie trüge dazu bei, eine erneute Staatsschuldenkrise (mit systemischen Verwerfungen) unter der Decke zu halten.

Notenbanken agieren bereits in Richtung tieferer Zinsen

Für uns kommt es daher nicht überraschend, dass Notenbanken weltweit, insbesondere in Industrieländern mit hohen Staatsschulden, in der gegenwärtigen Krisenspitze bereits frühzeitig und vehement auf das geldpolitische Gaspedal getreten haben. Sie werden aus unserer Sicht während der Corona-Krise, aber auch danach alles Erdenkliche tun, um systemische Verwerfungen im Keim zu ersticken. Der geldpolitische Expansionsgrad dürfte daher extrem hoch bleiben bzw. sogar noch steigen. Neue Maßnahmen, etwa Gemeinschaftsanleihen, überraschten uns nicht.

Neue Renditetiefs bei Staatsanleihen – warum nicht?

Realzinsen benötigen größeres Minuszeichen

Unsere theoretische Überlegung zeigt, dass dem Zinssatz durch die Corona-Krise eine nochmals größere Bedeutung für die Sicherung der Schuldentragfähigkeit zugefallen ist, als dies vor Krisenausbruch bereits der Fall war. Solange Staatsinsolvenzen und Schuldenschnitte politisch tabu sind und Tagesschwankungen, die in der gegenwärtigen Krisenhochphase auch aus hoher Verunsicherung resultieren, außen vor gelassen werden, weist der mittel- bis langfristige Trend unseres Erachtens eher auf neue historische Renditetiefs bei 10-jährigen Staatsanleihen hin. Insbesondere die Fed und die EZB werden aus unserer Sicht bestrebt sein, das finanzielle Repressionsumfeld mit noch tieferen Realzinsen auszubauen. Sofern das nicht reicht, dürfte die Regulatorik aushelfen und Investoren zum Kauf von Staatsanleihen verpflichten.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Fed	Federal Reserve Bank (US-Zentralbank)
EZB	Europäische Zentralbank	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben

Begriff	Erklärung
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank (auch: Zentralbank)	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds

Quelle: Bankhaus Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

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

Diese Studie 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 Bankhaus Lampe KG.

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:

ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.

Herausgeber dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Alter Markt 3, 33602 Bielefeld, HRA-Nr. 12924, Amtsgericht Bielefeld.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Bankhaus Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494

Standorte

BANKHAUS LAMPE KG

BERLIN

Carmerstraße 13
10623 Berlin
Telefon +49 30 319002-0
Telefax +49 30 319002-324

BIELEFELD

Alter Markt 3
33602 Bielefeld
Telefon +49 521 582-0
Telefax +49 521 582-1195

BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16
53113 Bonn
Telefon +49 228 850262-0
Telefax +49 228 850262-99

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-0
Telefax +49 211 4952-111

LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-197
Telefax +49 211 4952-188

LAMPE CAPITAL UK LIMITED

LONDON

25 Sackville Street
London W1S 3AX
United Kingdom
Telefon +44 203 405-1037

FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65
60323 Frankfurt/Main
Telefon +49 69 97119-0
Telefax +49 69 97119-119

HAMBURG

Ballindamm 11
20095 Hamburg
Telefon +49 40 302904-0
Telefax +49 40 302904-18

MÜNCHEN

Briener Straße 29
80333 München
Telefon +49 89 29035-600
Telefax +49 89 29035-799

MÜNSTER

Domplatz 41
48143 Münster
Telefon +49 251 41833-0
Telefax +49 251 41833-50

Lampe Capital North America LLC

NEW YORK

712 Fifth Avenue, 28th floor
New York, NY 10019
USA
Telefon +1 212 218-7410

LAMPE CREDIT ADVISORS GMBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-390
Telefax +49 211 4952-849

OSNABRÜCK

Schloßstraße 28/30
49074 Osnabrück
Telefon +49 541 580537-0
Telefax +49 541 580537-99

STUTTGART

Büchsenstraße 28
70174 Stuttgart
Telefon +49 711 933008-0
Telefax +49 711 933008-99

LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 95742-500
Telefax +49 211 95742-570

FRANKFURT/MAIN

Bockenheimer Anlage 44
60322 Frankfurt/Main
Telefon +49 69 2444878-0
Telefax +49 69 2444878-99

LAMPE PRIVATINVEST MANAGEMENT GMBH

HAMBURG

Speersort 10
20095 Hamburg
Telefon +49 40 688788-0
Telefax +49 40 688788-70

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

Mariahilfer Straße 17/6
1060 Wien
Österreich
Telefon +43 1 8903507-0
Telefax +43 1 8903507-50