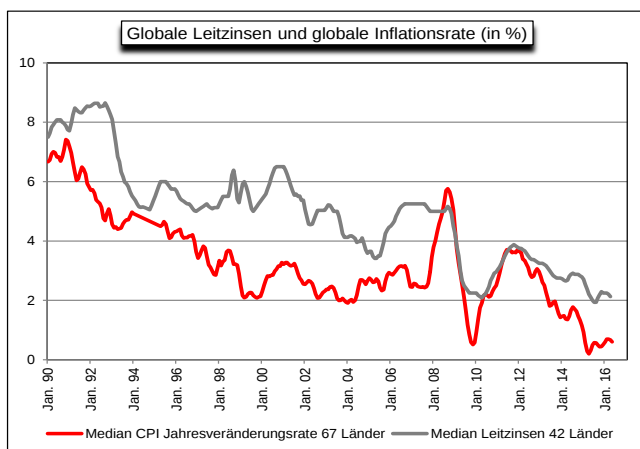


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Warum die Zinsen noch lange niedrig bleiben (müssen)

Viele deutsche Anleger befinden sich in einem Dilemma: Einerseits will man keine zu großen Risiken eingehen, weshalb man nur sporadisch und in überschaubarem Ausmaß in Aktien investiert. Angesichts des turbulenten Jahresauftaktes an den Börsen wird man sich mit dieser Einstellung wohl sogar bestätigt sehen. Andererseits bringt das Anlegen in Zinsprodukte immer weniger, zumindest wenn man auf traditionelle Sparformen wie Tagesgeldkonten, Sparbücher oder vermeintlich sichere Bundesanleihen setzt. Denn hier hat die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank dazu geführt, dass die Zinsen bzw. Renditen mittlerweile bei null oder sogar schon im negativen Bereich angekommen sind. Was also tun? Macht es Sinn, die Niedrigzinsphase einfach auszusitzen, weil es sich dabei nur um eine kurze Episode handeln wird?

Wir halten eine solche Vorgehensweise für unklug, denn unseres Erachtens werden die Zinsen noch für sehr lange Zeit sehr niedrig bleiben. Es ist nämlich gut möglich, dass wir japanische Verhältnisse an den Zinsmärkten bekommen. In Japan liegt der Zinssatz für Tagesgeld schon seit Mitte 1999 bei rund null Prozent. Das Zinsniveau am Kapitalmarkt wird in erster Linie von der Geldpolitik der Notenbanken beeinflusst, darüber hinaus spielen die Markterwartungen für die zukünftige Entwicklung der Notenbankpolitik sowie die Risikoprämie (term premium), wenn man sein Geld über einen längeren Zeitraum anlegt, eine wichtige Rolle. Die meisten Notenbanken orientieren sich bei ihrer Geldpolitik an der Inflationsentwicklung, so auch die Europäische Zentralbank mit ihrem Präsidenten Mario Draghi. Dagegen hat die Federal Reserve in den USA ein duales Mandat: einerseits soll Preisniveaustabilität und andererseits ein hohes Beschäftigungsniveau gewährleistet werden.

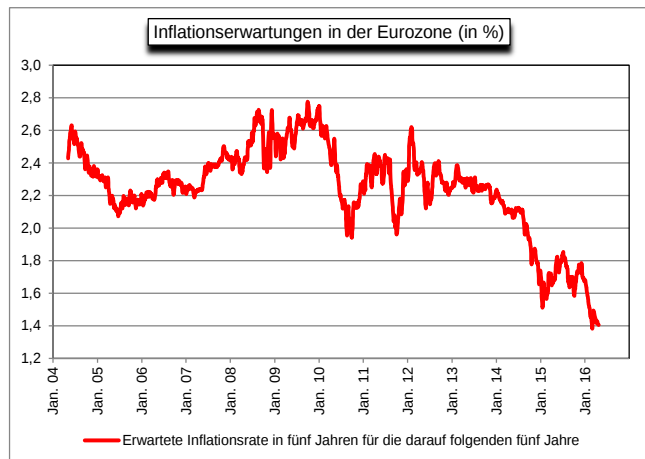


Die seit geraumer Zeit zu beobachtenden sehr niedrigen Inflationsraten, verbunden mit gleichzeitig sehr geringen Wachstumsraten, sind der Hauptgrund dafür, dass nicht nur die EZB sondern auch viele andere Notenbanken die Zinsen immer weiter gesenkt haben. In den OECD-Ländern lag die Inflationsrate im Februar 2016 gerade einmal bei 1,0%, der Median der Preissteigerungsrate von 67 Ländern, von

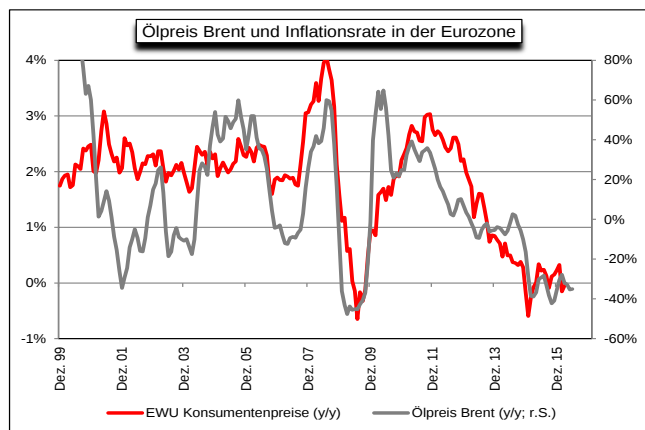
denen wir Inflationsdaten zur Verfügung haben, lag sogar nur bei 0,6%. Von daher ist es auch nicht verwunderlich, dass der Median des Leitzinses von 42 verschiedenen Ländern zuletzt auf gut 2% gesunken ist.

Nichtsdestotrotz können sich die Renditen am Rentenmarkt aber zumindest temporär von den fundamentalen Rahmenbedingungen, die die Geldpolitik vorgibt, abkoppeln. So ist es jetzt fast genau ein Jahr her, dass die Renditen am Rentenmarkt ohne eine nennenswerte Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds rasant anstiegen – eine Entwicklung, die gerade institutionellen Anlegern immer noch in den Knochen steckt. Mitte April 2015 war die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen bis auf 0,05% gesunken, und fast niemand rechnete damals mit einer deutlichen Veränderung. Diese kam aber dann doch und zwar mit Vehemenz: Anfang Mai war die Rendite schon auf 0,6% und Anfang Juni 2015 dann auf rund 1,0% angestiegen. Was sich vergleichsweise harmlos anhört, hatte dennoch gravierende Konsequenzen für die Wertentwicklung: 10-jährige deutsche Staatsanleihen verloren innerhalb dieses Zeitraums 8% an Wert. Wer vor dem Renditeanstieg in noch längere Laufzeiten investiert hatte, erlebte einen wahren Crash. So verlor eine Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit in 8 Wochen sogar 25% an Wert. Man vermutet heute, dass große Verkaufsaufträge aus Asien, vor allem aus China, diese Entwicklung ausgelöst haben und dass dann immer mehr Anleger zur Begrenzung ihrer Verluste auf den fahrenden Zug aufgesprungen sind. Da sich aber am fundamentalen Umfeld nichts änderte, erwies sich das Ganze als relativ kurzer Spuk, denn ab dem Spätsommer begannen die Renditen wieder zu sinken – und das bis zum heutigen Tag.

Solange sich kein deutlich stärkeres Wirtschaftswachstum und eine anziehende Inflationsrate abzeichnen, dürfte die Niedrigzinsphase anhalten. Doch könnten nicht die seit Mitte Februar teurer gewordenen Rohstoffe einen Strich durch diese Rechnung machen, weil sie zu einem stärkeren Anstieg der Inflationsrate führen werden, auf die die EZB reagieren muss? Zwei Dinge sprechen aus unserer Sicht gegen dieses Argument: Obwohl sich der Ölpreis von rund 25 US-\$ auf zuletzt 40 US-\$ erholt hat, liegt er damit immer noch um 30% unter dem Niveau des Vorjahres. Würde der Ölpreis bis zum Jahresende auf diesem Niveau verharren, läge er im Dezember 2016 immer noch um 5% tiefer als im Dezember 2015. Somit führt das derzeitige Ölpreinsniveau „nur“ dazu, dass sich der Abwärtsdruck auf die Preise verringert. Von daher wird die Inflationsrate in den kommenden Monaten weiterhin um die Nulllinie schwanken. Anders sähe es allerdings aus, wenn sich der Ölpreis im Jahresverlauf weiter erholen würde und beispielsweise am Ende des Jahres bei 50 oder sogar bei 60 US-\$ läge. Dann könnte die Inflationsrate in der Eurozone am Jahresende nicht bei 1%, sondern deutlich darüber liegen. Ein solches Szenario wird aber zumindest derzeit nicht erwartet. Die Einschätzung der Kapitalmarktteilnehmer für die erwartete Inflation in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre liegt mit 1,4% unverändert in der Nähe ihres bisherigen Tiefpunktes.

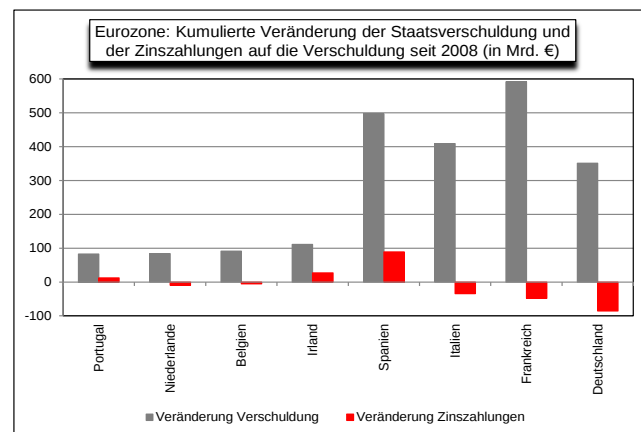


Des Weiteren spielt für die Notenbank die sogenannte Kerninflationsrate eine herausragende Rolle für die Beurteilung der Angemessenheit der Geldpolitik. Das bedeutet, dass sowohl die Energie- (Anteil am Warenkorb der Eurozone von rund 10%) als auch die Nahrungsmittelpreise (Anteil von rund 20% am Warenkorb) für die EZB und ihre Geldpolitik eine geringere Bedeutsamkeit haben. Die Inflationsrate für Dienstleistungen beträgt aber nur gut 1% (Anteil am Warenkorb 44%), die Preissteigerungsrate für Industriegüter (Anteil am Warenkorb 26%) liegt bei 0,5%. Von daher ist es wenig überraschend, dass die Kerninflationsrate auch nur 1% beträgt. Bleibt diese in etwa auf diesem niedrigen Niveau, und davon gehen wir auch bei einem Anstieg der Energiepreise aus, würde sich aus unserer Sicht kein Handlungsbedarf für die EZB ergeben. Von daher darf man Mario Draghi auch beim Wort nehmen, wenn er auf der heutigen Pressekonferenz der EZB bekräftigt, dass die Zinsen in der Eurozone auch noch weit nach dem Ende des Wertpapierankaufprogramms, das mindestens bis März 2017 laufen wird, auf dem aktuellem Niveau oder darunter liegen werden.



Dies alles sind schlechte Nachrichten für den deutschen Anleger, denn abgesehen von möglichen „Zuckungen“ am Rentenmarkt, wie es im vergangenen Jahr der Fall war, ist eine wirkliche Trendwende bei den Zinsen nicht in Sicht. Höhere Zinsen wird es also ohne einen Cocktail aus mehr Wachstum und höherer Inflation nicht geben können. Dies zeigt sich auch daran, dass in vielen Ländern ein sehr enger Zusammenhang zwischen der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und dem nominalen Wirtschaftswachstum besteht. So beträgt der Korrelationskoeffizient beider Datenreihen

seit dem Jahr 1992 in den USA 67% und in Japan 74%. Aber selbst wenn die Inflation wider Erwarten ansteigen sollte, ist es aus unserer Sicht sehr unwahrscheinlich, dass die EZB darauf mit einer restriktiveren Geldpolitik reagieren würde. Denn das wichtigste Argument für anhaltend niedrige Zinsen ist die hohe Staatsverschuldung, unter der die meisten Länder der Eurozone leiden. Die mit den Maastricht-Kriterien definierten Ziele eines maximalen jährlichen Haushaltsdefizites von 3% und einer gleichzeitigen Obergrenze der Staatsverschuldung von 60% des nominalen Bruttoinlandsproduktes sind nämlich nur unter der Voraussetzung einzuhalten, dass das nominale Wirtschaftswachstum 5% beträgt! Dies ist aber angesichts eines Potenzialwachstums von rund 1% und einer Inflationsrate von eher 1% als von 2% in weiter Ferne. Selbst wenn es die Staaten schaffen würden, das Defizitziel von 3% einzuhalten, würde die Schuldenquote bei einem nominalen Wirtschaftswachstum von 2% auf 150% bzw. bei einem Wachstum von 3% auf 100% ansteigen bzw. sich dort in einem neuen Gleichgewicht einpendeln, aber keineswegs bei 60%.



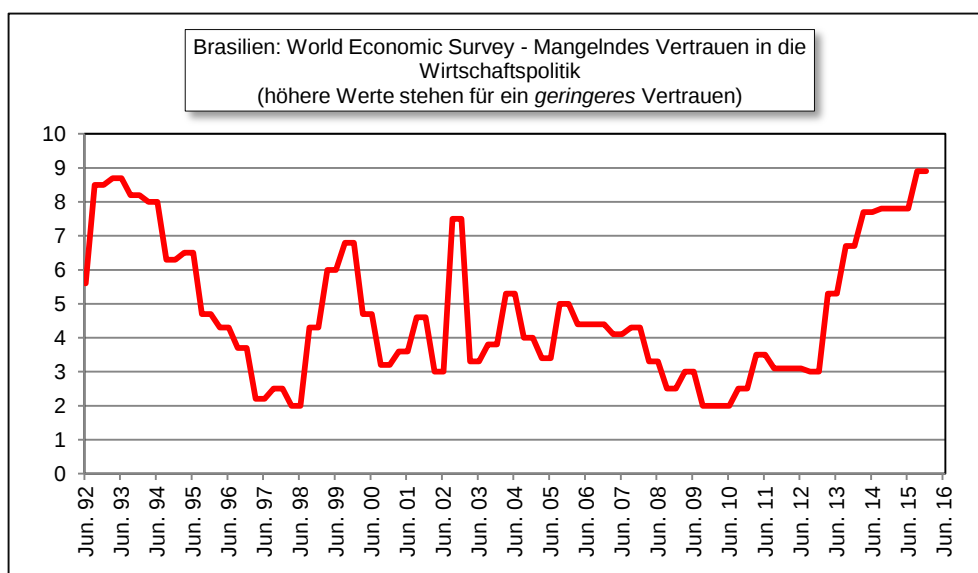
Genau hier kommt die EZB mit ihrer Geldpolitik wieder ins Spiel. Denn die durch die Nullzinspolitik und das Anleiheaufkaufprogramm gedrückten Renditen für alle Staatsanleihen in der Eurozone führen zu einer deutlichen Reduzierung der Finanzierungskosten der Staatsdefizite. Da neben den Sozial- und Verteidigungsausgaben die Zinszahlungen in den Staatshaushalten die größte Ausgabenkategorie darstellen, wirkt sich die Reduzierung der Zinslasten ausgabendämpfend auf die Staatsausgaben aus, sodass die Chance besteht, dass auch das Haushaltsdefizit sinkt bzw. geringer ausfällt. Zu den größten Profiteuren des niedrigen Zinsniveaus gehört übrigens Deutschland. Für die gut 2,1 Billionen Euro Schulden, die Deutschland hat, muss der Finanzminister derzeit noch durchschnittlich 2,2% Zinsen zahlen. Hat Wolfgang Schäuble im Jahr 2008 den Gläubigern des deutschen Staates noch fast 60 Milliarden Euro an Zinsen gezahlt, waren es 2015 nur noch 35 Milliarden Euro – und das, obwohl die Schulden mittlerweile rund 400 Milliarden Euro höher sind als es 2008 der Fall war. Während sich die deutschen Sparer zu recht bei der EZB und Herrn Draghi beschweren, gehört der deutsche Finanzminister zu den größten Profiteuren der EZB-Geldpolitik, denn seit dem Jahr 2008 ist der Bundeshaushalt insgesamt um rund 85 Milliarden Euro entlastet worden. Ohne Mario Draghi und die EZB wäre die schwarze Null im Bundeshaushalt nicht zu erreichen gewesen.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. bis 29. April 2016

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	108,6	107,3	105,7	106,7	107,0		25. April
D: Importpreise, m/m	-1,2%	-1,5%	-0,6%	0,3%			26. April
D: Importpreise, y/y	-3,1%	-3,8%	-5,7%	-6,3%			26. April
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,0%	-0,1%	-0,4%	0,3%			26. April
D: GfK Konsumklima	9,3	9,4	9,4	9,5	9,4	9,6	27. April
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa	-14	-17	-9	0	-2		28. April
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2		28. April
D: vorl. Inflationsrate, m/m	-0,1%	-0,8%	0,4%	0,8%	0,1%		28. April
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,3%	0,5%	0,0%	0,3%	0,4%		28. April
E-19: Geldmenge M3 y/y	4,7%	5,0%	5,0%	5,2%			27. April
E-19: Industrievertrauen	-2	-3,1	-4,1	-4,2	-4,0		28. April
E-19: Konsumentenvertrauen	-5,7	-6,3	-8,8	-9,7	-9,3		28. April
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,2%	0,3%	-0,2%	0,0%	0,1%		29. April
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,4	10,4	10,3	10,3			29. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Politik lähmt Brasilien



Heute Mittag wurde im Hain von Olympia das Olympische Feuer für die Sommerspiele in Rio de Janeiro entzündet, doch sowohl politisch als auch wirtschaftlich läuft Brasiliens Motor momentan eher auf Sparflamme. Brasilien steckt seit geraumer Zeit in einer tiefen Rezession und hat mit immer weiter steigender Arbeitslosigkeit und einem ausufernden Staatsdefizit von fast 8,0% zu kämpfen. Der IWF rechnet in seiner jüngsten Prognose im laufenden Jahr mit einem erneuten Schrumpfen der brasilianischen Wirtschaft um 3,5%. Zudem liegt die Inflation mit knapp 11,0% weit über der Zielvorgabe. Neben der wirtschaftlichen Misere befindet sich Brasilien auch politisch in schwierigem Fahrwasser, denn Staatspräsidentin Dilma Rousseff werden Manipulationen beim Haushalt vorgeworfen. Am Sonntag stimmte das Parlament mit einer Zweidrittelmehrheit für die Einleitung eines Amtsenthebungsverfahrens gegen Rousseff. Die entscheidende Abstimmung im brasilianischen Senat über eine Suspendierung der Präsidentin wird wahrscheinlich am 17. Mai stattfinden. Der Senat kann in dieser Abstimmung Rousseff mit einer einfachen

Mehrheit für 180 Tage suspendieren und in dieser Zeit das Präsidentenamt an Vizepräsident Michel Temer übergeben. Nach einer juristischen Prüfung der Vorwürfe gegen die Präsidentin müsste der Senat dann im Herbst sein endgültiges Urteil über die Zukunft Rousseffs fällen. Für die brasilianische Wirtschaft ist das gestartete Amtsenthebungsverfahren jedoch möglicherweise ein positives Signal. Denn die zermürbenden Auseinandersetzungen der letzten Monate haben den politischen Handlungsspielraum der Regierung stark eingeschränkt, sodass sie dem Abrutschen der Wirtschaft in eine der schwersten Rezessionen seit Jahrzehnten kaum gegensteuern konnte. Auch fehlt vielen Unternehmen, Investoren und Konsumenten schon länger das Vertrauen in die Regierung. Wie groß die Hoffnung auf eine Ablösung Rousseffs ist, das zeigen Börse und Wechselkurs. Der brasilianische Leitindex Bovespa gehört mit einem Plus von etwa 24% seit Jahresanfang weltweit zu den Top-Performern und auch der Real behauptet sich dieses Jahr als eine der stärksten Währungen gegenüber dem Dollar.

	Stand	Veränderung zum			
	21.04.2016 18:04	14.04.2016 -1 Woche	18.03.2016 -1 Monat	20.01.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18030	0,6%	2,4%	14,4%	3,5%
S&P 500	2097	0,7%	2,3%	12,8%	2,6%
Nasdaq	4948	0,0%	3,2%	10,7%	-1,2%
DAX	10436	3,4%	4,9%	11,1%	-2,9%
MDAX	20481	0,2%	1,9%	11,8%	-1,4%
TecDAX	1655	-0,2%	2,7%	3,6%	-9,6%
EuroStoxx 50	3157	3,1%	3,2%	9,5%	-3,4%
Stoxx 50	2947	2,6%	3,9%	7,6%	-5,0%
SMI (Swiss Market Index)	8160	1,7%	4,4%	2,4%	-7,5%
Nikkei 225	17364	2,7%	3,8%	5,8%	-8,8%
Brasilien BOVESPA	53631	2,3%	5,5%	42,5%	23,7%
Russland RTS	927	1,4%	4,8%	47,6%	22,5%
Indien BSE 30	25880	1,0%	3,7%	7,6%	-0,9%
China Shanghai Composite	2953	-4,2%	-0,1%	-0,8%	-16,6%
MSCI Welt (in €)	1694	0,8%	2,7%	9,6%	-1,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	851	0,2%	2,7%	18,5%	3,2%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,40	-109	-4	127	448
Bobl-Future	131,00	-27	16	-68	33
Schatz-Future	111,80	-4	3	13	28
3 Monats Euribor	-0,25	0	-1	-11	-12
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,29	1	0	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,64	0	1	1	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,56	4	-4	-2	0
10-jährige US Treasuries	1,88	10	1	-11	-39
10-jährige Bunds	0,24	8	2	-18	-39
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,11	-2	0	-33	-36
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,28	12	10	-2	-28
US Treas 10Y Performance	590,75	-0,6%	0,7%	2,0%	4,7%
Bund 10Y Performance	609,96	0,1%	0,6%	3,2%	5,4%
REX Performance Index	483,28	-0,2%	0,1%	1,0%	1,9%
Hypothekenzinsen USA	3,58	0	-15	-34	-43
IBOXX AA, €	0,76	-2	-13	-50	-53
IBOXX BBB, €	1,74	-5	-18	-76	-53
ML US High Yield	7,96	-24	-44	-189	-93
JPM EMBI+, Index	762	0,6%	2,1%	10,0%	8,1%
Wandelanleihen Exane 25	6750	0,0%	1,2%	3,0%	-3,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	403,99	4,0%	3,1%	14,2%	6,5%
MG Base Metal Index	247,28	2,7%	0,5%	13,6%	6,5%
Rohöl Brent	43,74	-1,4%	6,1%	48,6%	19,7%
Gold	1250,96	1,6%	-0,2%	13,5%	17,8%
Silber	17,16	6,1%	8,1%	21,4%	23,9%
Aluminium	1617,00	4,5%	8,1%	10,5%	7,8%
Kupfer	4994,50	3,0%	-1,6%	14,7%	6,1%
Eisenerz	64,80	3,2%	12,5%	49,7%	47,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	669	12,1%	69,4%	86,9%	40,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1305	0,5%	0,2%	3,6%	3,8%
EUR/ GBP	0,7884	-1,0%	1,3%	2,6%	7,0%
EUR/ JPY	123,60	0,4%	-1,7%	-2,9%	-5,7%
EUR/ CHF	1,0982	1,0%	0,6%	0,5%	1,4%
USD/ CNY	6,4810	0,0%	0,1%	-1,5%	-0,2%
USD/ JPY	109,85	0,4%	-1,5%	-6,1%	-8,7%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.