

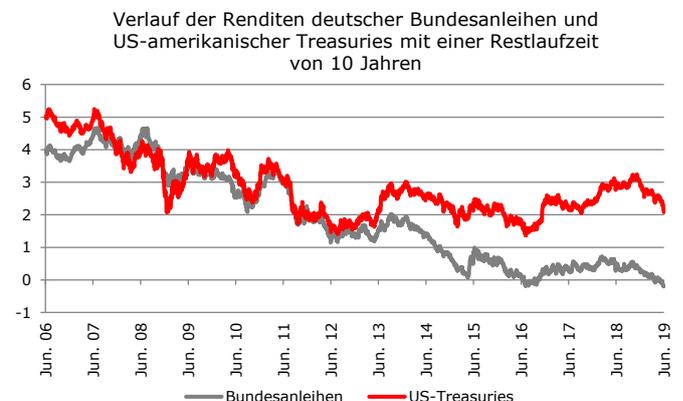


## Der Rentenmarkt sieht schwarz und stützt damit den Aktienmarkt

Seit Jahrzehnten gibt es unter Investoren einen emotional geführten Streit über die Frage, ob der Aktien- oder der Rentenmarkt effizienter sei, wenn es um die Verarbeitung von Information geht. Wir tendieren eher zu dem Lager, das die höhere Informationsverarbeitungseffizienz auf der Rentenseite verortet. Sollte diese Sichtweise auch in der aktuellen Marktphase die korrekte Perspektive sein, hätten wir allerdings ein Problem. Doch der Reihe nach: Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren habe mit einer Rendite von -0,22% inzwischen ein neues Allzeittief erreicht. Wer überhaupt noch eine positive Rendite bei einer Bundesanleihe „einkaufen“ möchte, muss eine Restlaufzeit von 15 oder 16 (!) Jahren anpeilen. Aber selbst bei einer Restlaufzeit von 20 Jahren liegt die Rendite nur noch bei 0,2%. Das stelle man sich mal vor: Man leiht dem deutschen Staat für 20 Jahre sein Geld und erhält dafür nominal nahezu nichts. Hier wird also unterstellt, dass es sich um eine komplett risikolose Investition in einem deflationären Umfeld handelt, denn nur dann ergibt ein solches Investment noch Sinn. Doch wenn man ganz ehrlich ist, kann man über einen solchen Zeitraum noch nicht einmal sicher sein, dass die Anleihe überhaupt in Euro zurückgezahlt wird. Und ob bei der expansiven Geldpolitik und den zunehmenden Forderungen nach einer monetären Staatsfinanzierung tatsächlich über 20 Jahre hinweg keine Inflation entsteht, sei auch dahingestellt.

Interessanterweise sieht es auf der anderen Seite des Atlantiks nicht viel besser aus. Vor einem Jahr notierten die Renditen zehnjähriger US-Treasuries noch oberhalb von drei Prozent. Damals ging der Markt im Konsens davon aus, dass die US-Notenbank ihren Zinserhö-

hungszyklus noch lange nicht beendet hat. Mit schlechter werdenden Konjunkturdaten und einer Änderung der Einschätzung zur US-Geldpolitik fielen die Renditen – und tun dies noch immer. Inzwischen liegt die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe nur noch knapp über zwei Prozent – Tendenz fallend. Selbst eine Anleihe mit 30 Jahren Restlaufzeit weist nur noch eine Rendite von 2,6% auf, und das bei einem Leitzins von 2,25% - 2,5%.



Hier zeigt sich eine weitere, besorgniserregende Anomalie. Es existiert nahezu keine Prämie mehr dafür, als Investor eine längere Laufzeit und damit ein höheres Risiko einzugehen. Unter normalen Umständen wäre man als Investor niemals bereit, beispielsweise eine zehnjährige Anleihe zu kaufen, wenn eine Anleihe mit einer Restlaufzeit von einem Jahr die gleiche Rendite bringt. Aber genau das ist bei US-Treasuries aktuell der Fall. Dabei ist eine Anleihe mit einer zehnjährigen Laufzeit deutlich volatiler. Zudem ist die Ungewissheit hinsichtlich einer vollständigen Rückzahlung höher. Was bewegt dann überhaupt noch Investoren, solche Anleihen zu kaufen? Eine rationale Antwort darauf lautet, dass man kurzfristig mit noch weiter fallenden Ren-

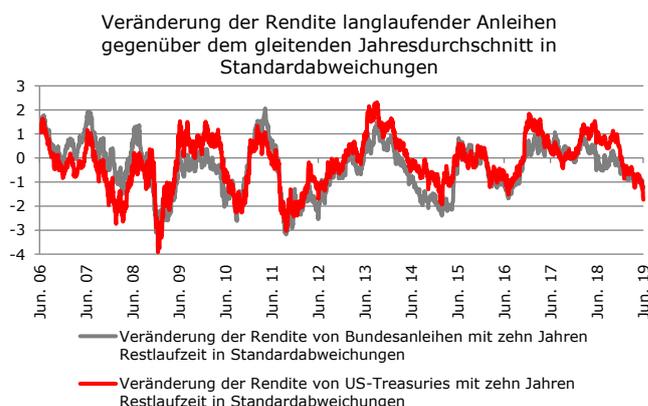
reiten (und damit einer invers werdenden Zinsstrukturkurve) rechnet, denn dann entstehen bei fallenden Renditen gerade bei länger laufenden Anleihen ansehnliche Kursgewinne. Und diese Interpretation hat etwas sehr beunruhigendes, denn weiter fallende Renditen auf einem ohnehin schon rekordniedrigen Niveau ergeben nur Sinn, wenn etwas so richtig schief läuft, und man als Investor fast um jeden Preis den sicheren Hafen sucht.

Wie könnte dieses Szenario aussehen, auf dass sich insbesondere Renteninvestoren einzustellen scheinen? Der natürliche Kandidat für ein solches Szenario wäre eine globale Rezession oder aber zumindest eine weitere konjunkturelle Abschwächung. Unser Konjunkturzyklusmodell, das sich zwischen 0% und 100% bewegen kann, liegt seit Monaten deutlich unter 50% und seit vielen Wochen eher nur noch bei etwa 15%. Bedenkt man, dass das Modell Anfang 2018 noch bei nahezu 100% lag, ist der „Absturz“ extrem signifikant und erinnert durchaus an vorhergehende konjunkturelle Eintrübungen oder sogar beginnende Rezessionen.

Es gibt aber noch mindestens zwei weitere Aspekte, die bei der Einordnung der aktuellen Lage am Rentenmarkt eine Rolle spielen dürften und die Rezessionsorgen wieder etwas relativieren. Zum einen ist hier der zunehmende Unilateralismus zu nennen, der den Multilateralismus der letzten Jahrzehnte Stück für Stück verdrängt. Es wird immer offensichtlicher, dass Länder wie China und die USA mit zunehmend harten Bandagen subtil (eher China) und weniger subtil (eher die USA) um die weltweite Vorherrschaft kämpfen. Das macht die Welt ein Stück unsicherer, und ein wenig komplizierter. Handelskriege und unberechenbare politische Eingriffe reduzieren den Anreiz für Investoren, Investitionen mit längeren Amortisationszeiträumen zu wählen. Auch das ist übrigens ein Erklärungsansatz dafür, dass die Renditen langlaufender Anleihen im Gegensatz zu kurzlaufenden Anleihen so gering ausfallen.

Als Ergebnis einer verkürzten Amortisationsdauer bei Investitionsprojekten sinkt die gesamte Investitionstätigkeit und damit auch das BIP-Wachstum. So ist es vermutlich kein Zufall, dass in Deutschland im letzten Jahr zum ersten Mal seit einer sehr langen Zeit die Anzahl der ausländischen Investitionsprojekte rückläufig war – ein Effekt, der in mehreren Ländern beobachtet werden kann und ebenfalls für eine deutliche Verlangsamung der Globalisierung spricht. Fallende Renditen wären mit einem solchen Szenario nicht nur vereinbar, sondern sogar nahezu zwingend logisch.

Zum anderen existiert (zumindest in Europa) mindestens noch ein weiteres „Problem“, welches nicht unterschätzt werden sollte. Es geht dabei um die Entwicklung, die Italien seit einiger Zeit nimmt. Die italienische Regierung distanziert sich zumindest verbal mehr und mehr von sämtlichen Regeln und Vereinbarungen, die die italienische Haushaltspolitik betreffen. Zwar gilt schon seit vielen Jahren, dass insbesondere in Italien nichts so heiß gegessen wird, wie es zuvor gekocht wurde. Auf der anderen Seite sind die Aussagen bei Lichte betrachtet alles andere als harmlos. Was ist von einer Regierung zu halten, die ohne Sinn und Verstand Steuern senken will, ohne sich um die resultierende Nettoneuverschuldung zu scheren? Und was ist davon zu halten, wenn von der EZB ernsthaft gefordert wird, sie möge doch für italienische Staatsschulden eine explizite Garantie aussprechen?



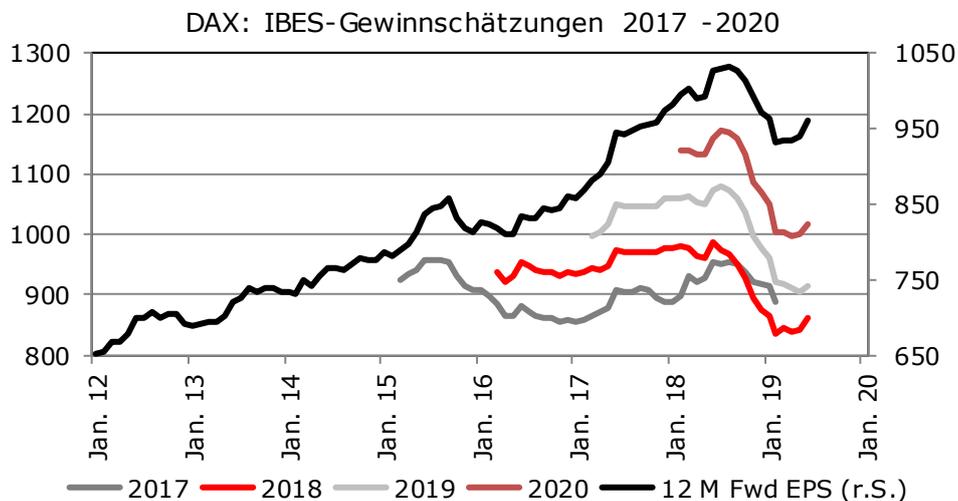
Kein Wunder, dass sich Investoren mit Grauen von italienischen Anleihen abwenden und den sicheren Hafen suchen, indem sie stattdessen deutsche Anleihen kaufen. Spätestens hier stellt sich die Frage, wie lange der Verfall von Renditen noch anhalten kann, bevor mit einer Korrektur zu rechnen ist. Stellt man die Veränderungen der Rendite in Standardabweichungen dar, ist die Antwort eindeutig: Der aktuelle Rückgang ist historisch nicht einmalig; es gibt durchaus noch Potenzial für weitere Rückgänge. Das Ende der Fahnenstange ist somit aus technischer Sicht noch nicht erreicht. Vor allem aber gibt es fundamental keinen Grund, warum die oben beschriebenen Prozesse und Zusammenhänge ab morgen nicht mehr gelten sollten. Die Renditen könnten somit erst einmal weiter sinken und – so paradox das klingen mag – sogar den Aktienmarkt stützen, obwohl sich die Nachrichtenlage eingetrübt hat. Die Welt ist wirklich kompliziert geworden!

## Wochenausblick für die Zeit vom 10. bis 14. Juni 2019

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Juni	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m - final	-0,8%	0,4%	0,4%	1,0%	0,2%		13. Juni
D: Konsumentenpreise, y/y - final	1,4%	1,5%	1,3%	2,0%	1,4%		13. Juni
D: Kerninflationsrate, y/y - final	1,3%	1,4%	1,1%	1,8%	1,3%		13. Juni
E-19: Sentix	-1,5	-3,8	-2,2	-0,3	5,3	2,9	10. Juni
E-19: Industrieproduktion, m/m	2,0%	-0,1%	-0,3%	-0,2%			13. Juni
E-19: Industrieproduktion, y/y	-0,8%	0,2%	-0,5%	-0,2%			13. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Gewinnerwartungen zu ambitioniert?



Die konjunkturelle Dynamik der Weltwirtschaft hat sich in den vergangenen Monaten deutlich abgeschwächt. Vor allem die anhaltenden Handelsstreitigkeiten sowie der ungewisse Ausgang des Brexit haben die Stimmung der Unternehmen und der Privathaushalte nachhaltig belastet und zu einer Abschwächung des Investitionswachstums, der Exporte und des privaten Verbrauchs geführt. In Europa bleiben sowohl die wirtschaftlichen als auch die politischen Herausforderungen immens, dank einer soliden Konjunktur im Dienstleistungssektor bleibt eine Rezession aber unwahrscheinlich. Gerade Deutschland als exportorientierte Volkswirtschaft leidet unter den anhaltenden Unsicherheiten bzgl. des Welt Handels. Nichtsdestotrotz haben sich seit Beginn des Jahres 2019 die meisten Aktienindizes (auch in Deutschland) sehr positiv entwickelt. Aufgrund der konjunkturellen Abkühlung stellen allerdings die ambitionierten Gewinnerwartungen aktuell das größte Risiko für die Aktienmärkte dar. Auch wenn die Berichtssaison im ersten Quartal ordentlich verlief, bleibt unter dem

Strich ein Rückgang der DAX-Gewinne von zehn Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal. Dennoch haben die Unternehmensanalysten ihre Prognosen für die nächsten Quartale zuletzt sogar wieder etwas angehoben. Damit das für das Gesamtjahr 2019 erwartete Plus von acht Prozent erreicht werden kann, müssen die Unternehmen in den nächsten drei Quartalen ihre Gewinne prozentual zweistellig steigern. Die Konsensdaten von Factset zeigen, dass die Analysten Gewinnsteigerungsraten von fast zehn Prozent im zweiten, von fast zwanzig Prozent im dritten und von knapp dreißig Prozent im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr erwarten. Für das Jahr 2020 wird ein weiteres Ertragsplus von elf Prozent erwartet. Woher dieser Optimismus stammt – von Basiseffekten bei einigen Firmen abgesehen – bleibt schleierhaft. Kommt es nicht rasch zu einem Abebben der politischen Risiken und damit verbunden zu einer Erholung der globalen Konjunktur, ist eine neue Welle von Gewinnwarnungen im zweiten Halbjahr vorprogrammiert.

## Überblick über Marktdaten

	Stand 06.06.2019 15:20	Veränderung zum				
		30.05.2019 -1 Woche	03.05.2019 -1 Monat	05.03.2019 -3 Monate	05.06.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	25540	1,5%	-3,6%	-1,0%	3,0%	9,5%
S&P 500	2826	1,3%	-4,1%	1,3%	2,8%	12,7%
Nasdaq	7575	0,1%	-7,2%	0,0%	-0,8%	14,2%
DAX	11953	0,4%	-3,7%	2,9%	-6,5%	13,2%
MDAX	24996	0,3%	-3,7%	1,1%	-6,3%	15,8%
TecDAX	2759	-1,8%	-4,5%	3,7%	-2,6%	12,6%
EuroStoxx 50	3340	0,7%	-4,6%	0,4%	-3,4%	11,3%
Stoxx 50	3090	0,7%	-3,2%	1,2%	0,4%	12,0%
SMI (Swiss Market Index)	9687	1,5%	-0,6%	3,1%	13,5%	14,9%
FTSE 100	7248	0,4%	-1,8%	0,9%	-5,7%	7,7%
Nikkei 225	20774	-0,8%	-6,7%	-4,4%	-7,8%	3,8%
Brasilien BOVESPA	96487	-1,0%	0,5%	2,0%	25,9%	9,8%
Russland RTS	1317	2,4%	5,5%	11,6%	12,3%	23,6%
Indien BSE 30	39530	-0,8%	1,5%	8,5%	13,3%	9,6%
China Shanghai Composite	2828	-2,7%	-8,1%	-7,4%	-9,2%	13,4%
MSCI Welt (in €)	2096	0,2%	-4,7%	1,0%	2,5%	13,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1005	-0,2%	-8,1%	-4,2%	-9,0%	5,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	171,16	316	590	564	970	762
Bobl-Future	133,86	6	92	113	162	134
Schatz-Future	112,08	1	14	28	-5	14
3 Monats Euribor	-0,32	0	-1	-1	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,40	-4	-8	-14	-34	0
3 Monats \$ Libor	2,47	-5	-9	-14	15	-34
Fed Funds Future, Dez 2019	1,77	-29	-50	-65	-81	-1
10-jährige US Treasuries	2,11	-12	-42	-61	-81	-58
10-jährige Bunds	-0,21	-4	-23	-37	-58	-45
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,12	-4	-7	-12	-17	-12
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,48	8	-10	-18	-44	-24
US Treas 10Y Performance	616,38	0,9%	3,7%	5,7%	10,0%	6,2%
Bund 10Y Performance	659,56	0,5%	2,4%	3,8%	7,3%	5,2%
REX Performance Index	496,65	0,4%	1,2%	1,8%	2,7%	1,8%
IBoxx AA, €	0,42	-2	-3	-24	-40	-46
IBoxx BBB, €	1,32	-5	6	-36	-23	-74
ML US High Yield	6,83	3	30	-1	30	-118
JPM EMBI+, Index	853	1,2%	2,0%	3,3%	7,5%	7,7%
Wandelanleihen Exane 25	7267	0,0%	-0,8%	2,2%	-2,3%	5,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	414,38	-0,7%	-1,0%	0,1%	-6,8%	1,3%
MG Base Metal Index	289,88	-0,1%	-4,4%	-9,2%	-19,6%	-1,6%
Rohöl Brent	60,81	-10,0%	-14,9%	-7,6%	-18,5%	14,5%
Gold	1334,94	3,6%	4,2%	3,9%	3,1%	4,2%
Silber	14,81	1,9%	-0,9%	-2,1%	-10,2%	-4,5%
Aluminium	1743,00	-0,8%	-1,5%	-5,7%	-24,5%	-6,4%
Kupfer	5783,00	-0,7%	-7,2%	-11,7%	-18,5%	-2,8%
Eisenerz	98,32	-0,4%	4,8%	13,7%	51,8%	42,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1141	4,0%	15,8%	72,1%	-8,6%	-10,2%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1266	1,2%	1,0%	-0,6%	-3,5%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8864	0,3%	3,9%	2,8%	1,4%	-1,2%
EUR/ JPY	121,90	-0,2%	-2,0%	-3,9%	-4,8%	-3,1%
EUR/ CHF	1,1177	-0,5%	-1,8%	-1,4%	-2,9%	-0,8%
USD/ CNY	6,9080	0,0%	2,5%	3,0%	7,8%	0,5%
USD/ JPY	108,47	-1,0%	-2,4%	-3,1%	-1,2%	-1,0%
USD/ GBP	0,7871	-0,9%	3,3%	3,2%	5,0%	0,2%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

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

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

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@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.