

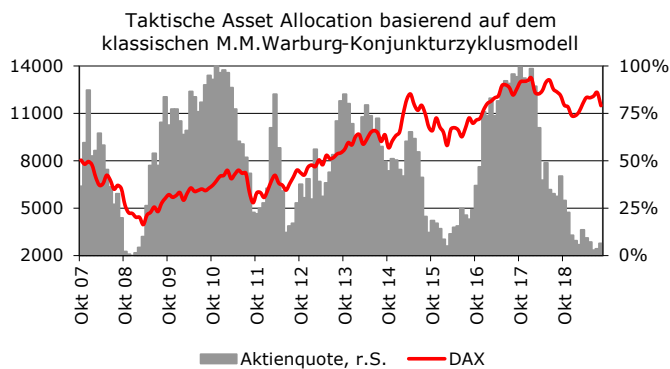


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

15. August 2019

Inverse Zinsstruktur: Kommt jetzt die Rezession?

Schwache Konjunkturdaten deuten bereits seit geraumer Zeit darauf hin, dass der Zustand der Weltwirtschaft besorgniserregend ist. Unser hauseigenes Konjunkturzyklusmodell signalisiert schon seit Jahresbeginn, dass sich die globale Konjunkturlage deutlich eingetrübt hat und mittlerweile so schlecht ist wie zuletzt in den Jahren 2008/2009.



Die Aktienmärkte haben die schwachen Konjunkturdaten lange Zeit abgeschüttelt. Zunächst war dies auf die Hoffnung zurückzuführen, dass der Handelsstreit zwischen China und den USA zeitnah beigelegt wird. Zudem gingen viele Marktteilnehmer davon aus, dass China ein großes Konjunkturprogramm auflegen würde, das nicht nur dem eigenen Land, sondern der gesamten Weltwirtschaft zugutekommt. Konjunkturelle Besserung und abnehmende politische Unsicherheiten im zweiten Halbjahr waren der Strohalm, an den sich viele klammerten. Als aber offensichtlich wurde, dass sich der Handelsstreit zu einem Handelskrieg entwickelt, die chaotische Politik ein treuer Wegbegleiter wird und die

expansivere Geld- und Fiskalpolitik Chinas nicht die erhofften Früchte trägt, setzten viele Kapitalmarktteilnehmer auf die Geldpolitik der Notenbanken: Niedrigere Zinsen in den USA, der Eurozone und in vielen anderen Ländern würden es schon richten. Vielfach wurde aber übersehen, dass die Geldpolitik kein Wundermittel ist. Zwar gibt es Beispiele dafür, dass Zinssenkungen geholfen haben, Rezessionen zu vermeiden und Konjunkturaufschwünge zu verlängern – so wie in den USA Mitte und Ende der 1990er Jahre. Allerdings kamen die Notenbanken auch häufig zu spät mit dem Versuch, mittels einer expansiven Geldpolitik das konjunkturelle Ruder noch herumzureißen.

Seit Anfang August ist festzustellen, dass der Glaube an die Wirkungskraft der Geldpolitik zu schwinden beginnt. Dies liegt zum einen an der US-Notenbank, die Ende Juli zwar erwartungsgemäß die Zinsen gesenkt hat, die aber zugleich betonte, keine Serie von Zinssenkungen zu planen. Die Fed Funds Futures haben dagegen in den kommenden 12 Monaten bereits weitere Zinssenkungen in Höhe von 100 Basispunkten eingepreist. US-Notenbank und Marktteilnehmer kommen also derzeit zu grundlegend anderen Einschätzungen. Zum anderen haben die konjunkturellen Warnsignale weiter zugenommen. Vor allem die Eskalation des Handelsstreits erweist sich als zunehmende Bürde für den Welthandel. Darunter leiden besonders exportabhängige Volkswirtschaften wie China und Deutschland.

So überrascht es nicht, dass die jüngsten Konjunkturdaten aus China, wie die Industrieproduktion, die Einzel-

handelsumsätze oder die Investitionen, allesamt enttäuschend ausfielen. Von der Schwäche der chinesischen Wirtschaft ist Deutschland besonders betroffen. Die deutsche Wirtschaft ist im zweiten Quartal leicht geschrumpft, wobei das Minus mit 0,1 Prozent noch glimpflich ausfiel. Nach den vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes hat allein der Außenhandel zu dem Minus geführt, während der Konsum und die Investitionen positive Wachstumsbeiträge geliefert haben. Dies ist insofern überraschend, da sowohl die gesamte Industrieproduktion als auch die Produktion von Investitionsgütern im zweiten Quartal (wie auch schon in Q1) gesunken ist. Da die meisten Frühindikatoren weiter gen Süden zeigen, gehen wir davon aus, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt auch im dritten Quartal sinken wird. Eine technische Rezession, von der man bei zwei Quartalen in Folge mit sinkender Wirtschaftsleistung spricht, ist somit wahrscheinlich.

Dass sich die USA dauerhaft und nachhaltig von der wirtschaftlichen Schwäche in China und Deutschland abkoppeln können, halten wir für unwahrscheinlich. Dies zeigt auch die Zinsstrukturkurve in den USA. So sind die kurzfristigen Zinsen mittlerweile höher als die langfristigen, dieses Phänomen bezeichnet man als inverse Zinsstruktur. Ökonomen schauen dabei in erster Linie auf den Abstand zwischen dem Dreimonatszinsatz und der Rendite für 10-jährige Staatsanleihen, während für den Kapitalmarkt die Differenz zwischen der Rendite 2-jähriger und 10-jähriger US-Treasuries wichtiger ist. Der jüngste Ausverkauf am US-amerikanischen Aktienmarkt ist darauf zurückzuführen, dass die Rendite der 2-jährigen Staatsanleihe kurzfristig höher war als die der 10-jährigen. Dieses Signal, eine inverse Zinsstruktur, ging bislang jeder US-Rezession voraus. Nur 1965/66 blieb die Inversion der Zinsstruktur ohne ökonomische Konsequenzen.

Was bedeutet dies für den Anleger? 1. Historisch gesehen ist eine inverse Zinsstrukturkurve in den USA ein sehr starkes Signal für eine bevorstehende Rezession. Jedoch bedeutet dies nicht, dass eine wirtschaftliche Krise unmittelbar bevorsteht. So können zwischen einer inversen Zinskurve und dem Beginn einer Rezession bis zu zwei Jahre vergehen. Bei der letzten Rezession kam es im Sommer 2006 zu einer inversen Zinskurve, die Rezession begann dagegen erst im Jahr 2008. Die Kurse des Dow Jones und des S&P 500 legten damals noch bis Oktober 2007 zu.

2. „This time is different?“ Die Aussagekraft der Zinsstrukturkurve könnte durch die sehr expansive Geldpolitik vieler Notenbanken und durch die Politik der quantitativen Lockerung eingeschränkt sein. Die Ankaufprogramme von Staatsanleihen haben zu einem international sehr niedrigen Renditeniveau geführt, mittlerweile weisen Anleihen in einem Volumen von mehr als 15 Billionen US-Dollar eine negative Rendite auf. Vor allem in Europa gibt es immer weniger Anleihen, die noch eine positive Rendite aufweisen. Aus diesem Grund kaufen viele Anleger US-Staatsanleihen, deren Renditen zumindest noch leicht im positiven Terrain liegen. Die hohe Nachfrage nach US-Anleihen stellt eine künstliche Verzerrung dar, ohne diese Effekte wäre das Renditeniveau um einiges höher und die Zinsstruktur somit womöglich nicht invers. In der Vergangenheit war es jedoch für Anleger häufig kostspielig, auf ein „This time is different“-Szenario zu setzen.

3. „Houston, wir haben ein Problem“: Eine inverse Zinsstrukturkurve gibt es nicht nur in den USA, sondern in Hinblick auf den Renditeabstand zwischen zehn Jahren und drei Monaten auch in Kanada, China, Hongkong, der Eurozone, Japan, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Singapur, der Türkei und in Großbritannien. Die Zinskurve zwischen zwei und zehn Jahren ist invers in Australien, Kanada, Tschechien, Hongkong, Norwegen, der Slowakei und Großbritannien.

4. Zu den Verlierern der niedrigen Zinsen gehören nicht nur Anleger, die auf kontinuierliche Zinserträge angewiesen sind, sondern auch und vor allem die Banken. Denn deren Zinserträge erodieren, weil die klassische Fristentransformation – die Hereinnahme von niedrig verzinsten kurzfristigen Einlagen und die Herausgabe von höher verzinsten langlaufenden Krediten – nicht mehr funktioniert. Besonders betroffen hiervon sind vor allem deutsche Banken, die mit den hohen Einlagen ihrer Kunden nur noch wenig anfangen können. Ein Blick auf die Aktienkurse von Deutscher Bank und Commerzbank zeigt das ganze Dilemma des Sektors.

5. Zu den Verlierern gehört aber auch Donald Trump, der die eigene Notenbank für die schwächere US-Konjunktur, die inverse Zinsstrukturkurve und den jüngsten Kursrutsch an der Börse verantwortlich macht. Dabei ist es vor allem die Unberechenbarkeit seiner Politik, die den Konjunkturabschwung mit allen weiteren Konsequenzen ausgelöst hat.

Wochenausblick für die Zeit vom 19. bis 23. August 2019

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	-0,1%	0,5%	-0,1%	-0,4%	0,2%		20. August
D: Produzentenpreise, y/y	2,4%	2,5%	1,9%	1,2%	1,2%		20. August
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew., Flash	44,1	44,4	44,3	45,0	43,2	44,5	22. August
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., Flash	55,4	55,7	55,4	55,8	54,5	54,2	22. August
E-19: Konsumentenpreise, m/m	1,0%	0,7%	0,1%	0,2%	-0,4%		19. August
E-19: Konsumentenpreise, y/y	1,4%	1,7%	1,2%	1,3%	1,1%		19. August
E-19: Konsumentenpreise, Kernrate, y/y	0,8%	1,3%	0,8%	1,1%	0,9%		19. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew., Flash	47,5	47,9	47,7	47,6	46,5	46,8	22. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., Flash	53,3	52,8	52,9	53,6	53,2	53,0	22. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Sektorperformance im Konjunkturzyklus

	Aufschwung	Boom	Abschwung	Rezession
Autos	3	1	9	13
Banken	6	16	17	9
Grundstoffe	1	4	18	16
Chemie	8	3	13	8
Bau	2	14	16	5
Finanzdienstleister	13	2	14	4
Nahrungsmittel	17	9	3	1
Pharma /Gesundheit	15	11	1	12
Industrie	4	7	15	6
Versicherungen	7	6	12	3
Medien	10	12	4	14
Öl und Gas	11	15	11	15
Pers. Haushaltsgüter	9	10	6	2
Einzelhandel	16	18	5	10
Technologie	5	8	10	11
Telekom	12	17	2	18
Reise und Freizeit	14	5	7	7
Versorger	18	13	8	17

Vor einiger Zeit haben wir eine Analyse durchgeführt, in welcher Marktphase welche Sektoren idealtypisch im Portfolio enthalten sein sollten. Dabei zeigte sich, dass in Aufschwungphasen (wenig überraschend) Grundstoffe, Bauwerte und Autowerte im Portfolio dominieren sollten, während im Abschwung Aktien aus dem Pharmabereich, aber auch Telekom- und Nahrungsmittelunternehmen präferiert werden sollten. Allerdings zeigte die Analyse, dass jeder Konjunkturzyklus zu einem gewissen Grad seinen eigenen Gesetzmäßigkeiten gehorcht und sich die Muster in der Sektorrotation nicht immer wieder planbar wiederholen, sondern leicht vari-

ieren. Aber egal wie man es dreht und wendet – die aktuelle Situation ist aus konjunktureller Perspektive vergleichsweise angespannt, und eine baldige Erholung der Konjunkturdaten ist nicht in Sicht. Das spricht für eine weniger zyklische Positionierung. Eines zeigt die Tabelle aber auch: Märkte schauen immer ein wenig voraus, und in einer Rezession darf die sektorale Ausrichtung schon wieder zyklischer als im Abschwung ausfallen. Für eine extrem defensive Ausrichtung ist es daher vielleicht schon zu spät.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	15.08.2019 16:25	08.08.2019 -1 Woche	12.07.2019 -1 Monat	14.05.2019 -3 Monate	14.08.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Dow Jones	25550	-3,1%	-6,5%	0,1%	1,0%	9,5%
S&P 500	2851	-3,0%	-5,4%	0,6%	0,4%	13,7%
Nasdaq	7782	-3,2%	-5,6%	0,6%	-1,1%	17,3%
DAX	11455	-3,3%	-7,0%	-4,5%	-7,3%	8,5%
MDAX	24428	-4,5%	-5,4%	-3,9%	-8,1%	13,2%
TecDAX	2651	-6,3%	-7,4%	-5,7%	-9,0%	8,2%
EuroStoxx 50	3288	-2,6%	-6,0%	-2,3%	-3,6%	9,5%
Stoxx 50	3033	-1,6%	-4,7%	-1,6%	-1,9%	9,9%
SMI (Swiss Market Index)	9614	-1,4%	-1,5%	2,2%	6,7%	14,1%
FTSE 100	7074	-2,9%	-5,8%	-2,3%	-7,1%	5,1%
Nikkei 225	20406	-0,9%	-5,9%	-3,1%	-8,7%	2,0%
Brasilien BOVESPA	99650	-4,3%	-4,1%	8,2%	26,8%	13,4%
Russland RTS	1254	-3,8%	-9,6%	1,0%	16,0%	17,6%
Indien BSE 30	37312	0,0%	-3,7%	0,0%	-1,4%	3,4%
China Shanghai Composite	2816	0,8%	-3,9%	-2,4%	1,3%	12,9%
MSCI Welt (in €)	2086	-1,9%	-4,4%	0,6%	0,4%	14,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	964	-1,1%	-6,9%	-3,8%	-4,9%	3,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	178,31	138	663	1172	1510	1477
Bobl-Future	136,05	46	190	264	370	353
Schatz-Future	112,56	9	33	53	52	62
3 Monats Euribor	-0,41	-1	-4	-10	-9	-10
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,54	1	-7	-21	-42	0
3 Monats \$ Libor	2,17	-1	-15	-36	-15	-64
Fed Funds Future, Dez 2019	1,52	-4	-23	-62	-116	-1
10-jährige US Treasuries	1,57	-14	-53	-85	-133	-112
10-jährige Bunds	-0,70	-14	-45	-62	-103	-94
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,24	-4	-12	-19	-34	-24
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-1,09	-17	-60	-72	-99	-92
US Treas 10Y Performance	651,86	1,2%	5,4%	8,6%	15,7%	12,3%
Bund 10Y Performance	690,00	0,9%	4,4%	6,1%	11,0%	10,0%
REX Performance Index	505,18	0,4%	1,8%	2,5%	4,0%	3,6%
IBOXX AA, €	-0,04	-5	-29	-48	-71	-92
IBOXX BBB, €	0,70	-4	-27	-66	-85	-136
ML US High Yield	6,60	6	14	-12	6	-141
JPM EMBI+, Index	858	-3,6%	-1,8%	2,8%	10,3%	8,4%
Wandelanleihen Exane 25	7474	0,0%	0,6%	2,6%	1,1%	8,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	397,41	-0,8%	-2,0%	-3,2%	-4,9%	-2,9%
MG Base Metal Index	292,39	0,4%	-1,3%	-1,3%	-6,1%	-0,8%
Rohöl Brent	58,49	1,7%	-12,4%	-18,1%	-19,5%	10,1%
Gold	1515,30	1,3%	7,6%	16,8%	26,5%	18,3%
Silber	17,26	1,7%	13,8%	16,5%	14,5%	11,3%
Aluminium	1743,75	-0,3%	-3,2%	-3,8%	-14,8%	-6,4%
Kupfer	5739,00	-0,6%	-3,2%	-4,3%	-4,5%	-3,5%
Eisenerz	95,71	-1,7%	-20,4%	1,9%	40,8%	38,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1950	13,4%	4,6%	87,0%	13,0%	53,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1093	-0,9%	-1,4%	-1,2%	-2,7%	-3,1%
EUR/ GBP	0,9153	-0,8%	2,2%	5,4%	2,6%	2,0%
EUR/ JPY	117,83	-0,7%	-3,3%	-4,2%	-6,8%	-6,4%
EUR/ CHF	1,0840	-0,8%	-2,2%	-4,1%	-4,1%	-3,8%
USD/ CNY	7,0352	-0,2%	2,2%	2,3%	2,2%	2,3%
USD/ JPY	105,91	-0,2%	-1,9%	-3,4%	-4,7%	-3,3%
USD/ GBP	0,8254	0,1%	3,7%	6,6%	5,2%	5,1%

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

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

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@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.