



Keine Angst vor einer Inversion der Zinsstrukturkurve

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Die Aussicht auf weitere Leitzinserhöhungen der amerikanischen Notenbank erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Inversion der Zinsstrukturkurve – einem in der Vergangenheit verlässlichen Rezessionsindikator. Beides liegt aber noch weit entfernt. Zudem finden wir, dass es an den Aktienmärkten eine verlustbringende Strategie wäre, zu früh auf eine wirtschaftliche Abschwächung zu setzen.

Inversionsphasen deuten auf höheres Rezessionsrisiko

Die Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank (Fed) von letzter Woche und die von ihr aktualisierten Prognosen machen klar, dass die Leitzinsen in den USA nächstes Jahr auf über 3% steigen können. Sie würden dann über ihrem langfristig zu erwartendem Niveau liegen und vermutlich auch über dem langfristiger Anleihen. Eine derartige Inversion, der normalerweise aufwärtsgerichteten Zinsstrukturkurve hatte es zuletzt in den Jahren 2006, 2000, 1988, 1982 und 1980 gegeben. Was bei den letzten drei Inversionsphasen folgte, war eine Rezession innerhalb von 13 bis 19 Monaten, was auch jetzt die Angst vor zu stark steigenden kurzfristigen Zinssätzen erklärt. Ökonomisch lässt sich dies damit erklären, dass Investoren bei einer Zinsstrukturkurveninversion einen stärkeren Anreiz haben, in kurzfristige Finanzinstrumente anstatt in risikoreichere realwirtschaftliche Projekte zu investieren. Banken haben geringere Anreize, Kredite zu vergeben, da sie von einer grossen Zinsdifferenz ihrer meist kurzfristigen Einlagen und langfristigen Krediten profitieren und Haushalte sind bei der Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen zurückhaltender. Unsicher ist allerdings mit welchem zeitlichen Abstand sich die Wirtschaft abschwächt und in eine Rezession fällt. Bei der letzten drei Rezessionsphasen war dies innerhalb von 13 bis 19 Monaten der Fall, bei den ersten beiden Anfang der 1980er Jahre erfolgte die Inversion erst innerhalb der Rezession.

Anleihekäufe haben Zinsstrukturkurve zusätzlich verflacht

Teils wird argumentiert, dass die Zinsstrukturkurve aufgrund der Anleihekäufe der Zentralbanken in diesem Zyklus natürlicherweise flacher sei, sodass ihre Signalwirkung verzerrt sein könnte. Mag sein; wir finden allerdings, dass auch in diesem Zyklus ihre Verflachung einen hohen Gleichlauf mit anderen Rezessionsindikatoren hat – wie beispielsweise die Einschätzung der Verbraucher bezüglich ihrer gegenwärtigen versus ihrer zukünftig erwarteten Lage. Wir würden eine Inversion der Zinsstrukturkurve daher auch in diesem Zyklus ernst nehmen. Vor dem nächsten Sommer rechnen wir allerdings nicht damit. Halten die vergangenen Zusammenhänge, wäre eine Rezession dann erst gegen Ende 2020 wahrscheinlich. Für die Anlagepolitik ist dies weit entfernt, schliesslich besteht auch noch die Möglichkeit, dass die US-Administration mit einem weiteren Fiskalprogramm versuchen könnte, die US-Wirtschaft in dem so wichtigen Wahljahr 2020 vor einer Rezession zu bewahren.

Vor Inversionsphasen haben sich Aktienmärkte in der Vergangenheit meist gut entwickelt

Auf Grund des stark variierenden Vorlauf einer Inversion auf eine Rezession haben wir untersucht, wieviel Zeit Aktieninvestoren bleibt, ihre Investitionsquoten zu reduzieren und in risikoärmere Anlagen zu wechseln. Die Ergebnisse sind erstaunlich: Im Durchschnitt haben US-Aktien in den 12, 6 und 3 Monaten vor einer Inversion positive Renditen erwirtschaftet. Dies gilt auch für die anschliessenden 3-, 6- und 12-monatigen Perioden. Das Bild sieht für Investoren in europäischen Aktienmärkten etwas anders aus. Europäische Aktienmärkte wiesen in den 12 Monaten vor einer Inversion der US-Kurve eine klar positive Performance auf. Dafür warfen sie im Durchschnitt nur eine bescheidene positive Rendite in den folgenden 12 Monaten ab und überschritten in einigen Fällen ihr Maximum kurz nach der Inversion.

Anleihen entwickeln sich nach Inversionsphasen meist recht gut

Staats- und Unternehmensanleihen erzielten in der Periode nach der Zinskurveninversion höhere Renditen als vor dieser, ein Indiz dafür, dass Anleiheinvestoren nach der In-



Finanzmarktkolumne

02. Oktober 2018

version vorausschauend von einer Konjunkturabschwächung ausgingen. Umgekehrt schnitten Rohstoffe vor einem Inversionsbeginn stärker ab; danach blieben sie positiv, fielen aber deutlich geringer aus. Dies ist ebenfalls konsistent mit der Erwartung einer Konjunkturverlangsamung.

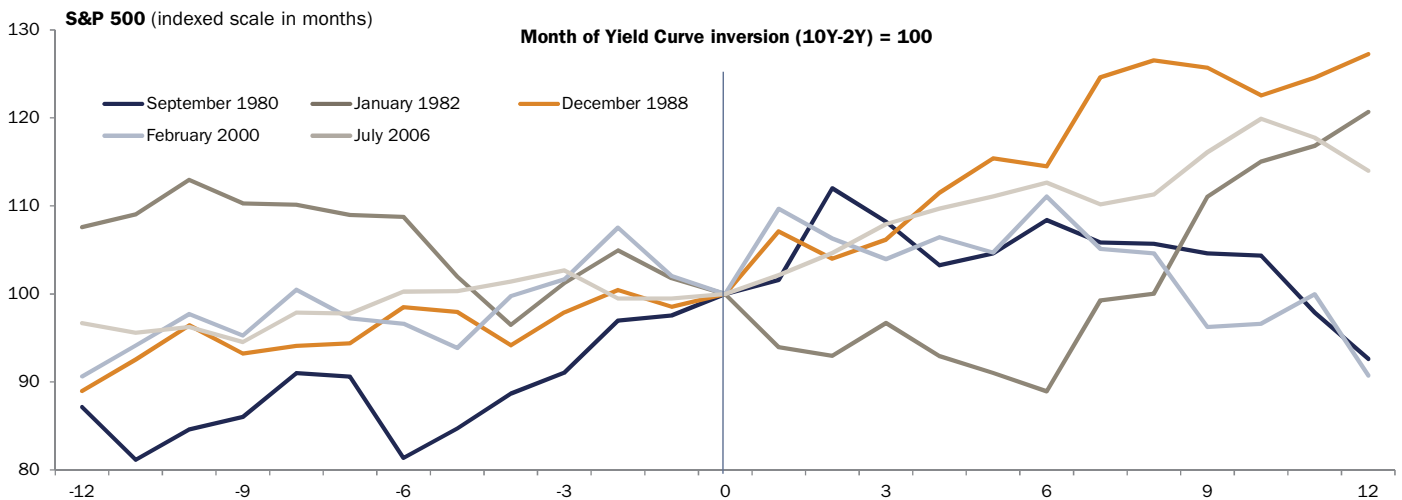
Defensive Aktienmarktsektoren schnitten nach Zinsstrukturkurveninversion gut ab

Interessant ist die sektorale Betrachtung der Aktienmärkte. Die meisten zyklischen US Sektoren wie Industrie, Roh-/Grundstoffe und Konsumgüter schnitten vor und nach der Zinskurveninversion ähnlich gut ab. Eine Ausnahme ist der IT-Sektor, der 12 Monate nach einer Inversion eine negative Rendite abgeworfen hat. Defensive Sektoren wie Gesundheit und Versorger legten hingegen nach der Inversion deutlich zu, was mit dem Verhalten der Anleihemärkte übereinstimmt. Bei den europäischen Aktienmärkten fiel die Sektorrotation deutlicher aus. Zyklischer waren vor einer Inversion stark, dafür im Anschluss deutlich schwächer. Defensive Sektoren ragten hingegen nach der Inversion heraus. Eine Rotation in defensive europäische Sektoren nach einer Inversion der US Zinskurve scheint also historisch gerechtfertigt.

Derzeit sendet die US-Zinsstruktur noch keine grossen Warnsignale

Schlussfolgernd nehmen wir die Prognoseeigenschaften der Zinsstrukturkurve ernst, sind aktuell aber noch nicht sonderlich beunruhigt, da eine Inversion in den nächsten Monaten noch nicht zu erwarten ist, eine Rezession erst mit einem weiteren zeitlichen Abstand folgte und Aktienmärkte vor einem Inversionsbeginn sich meist noch gut entwickeln. Ohne Berücksichtigung weiterer Bestimmungsfaktoren bleibt daher aus zyklischer Sicht ein Aktienübergewicht in einem Portfolio weiter angebracht. Allerdings wäre es ratsam vor einer Inversion von zyklischen in defensive Aktienmarktsektoren zu wechseln.

Entwicklung des S&P 500 in den Monaten vor und nach eine Inversion der US-Zinsstrukturkurve



Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 01.10.2018



Finanzmarktkolumne

02. Oktober 2018

Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person innehat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen («Market Maker») erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



Finanzmarktkolumne

02. Oktober 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäusserten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentliche Grundlagen und Massstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority («DFSA») bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



Finanzmarktkolumne

02. Oktober 2018

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des QFC verfolgt werden.

Singapore: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG
J. Safra Sarasin Research
General Guisan-Quai 26
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0)58 317 33 33
Fax +41 (0)58 317 33 00