

Aktien und inverse Zinsen: «... so what?»

News aus den Finanzmärkten

Per 19. Dezember 2018 erreichte der 3-Monats-USD-LIBOR das erste Mal seit der Finanzkrise wieder einen höheren Stand als 10-jährige US-Staatsanleihen. Eine Tatsache, die bei vielen Anlegern die Warnlampen zum Leuchten bringt. Dies, da in den meisten früheren Fällen einer Zinsinversion in absehbarer Zeit eine Rezession folgte. Nachdem wir uns bereits mit der gegenwärtigen wirtschaftlichen Verfassung der wichtigsten Regionen beschäftigt haben («Droht jetzt eine Rezession?»), analysieren wir nun die Auswirkungen auf den Aktienmarkt. Während wir grundsätzlich dem amerikanischen Aktienmarkt vorsichtig gegenüberstehen, ist es nicht die inverse Zinskurve, die uns derzeit sorgt. Dennoch, der Zenit des aktuellen Konjunkturzyklus scheint erreicht.

Das Geschehen bestimmen die Notenbanken

Eine inverse Zinskurve entsteht, wenn kurzfristige Zinsen die langfristige Rendite übersteigen. Normalerweise ist die Zinskurve jedoch ansteigend, da – zumindest in Theorie – hohe Durationen die Erwartungen an das künftige Wirtschaftswachstum, die Inflation aber auch das jeweilige Länderrisiko reflektieren. Die Zinskurve ist somit ähnlich den fundamentalen Bewertungen an den Aktienmärkten ein Spiegelbild der Erwartungen der Marktteilnehmer. Aufgrund der aussergewöhnlichen Interventionen der Notenbanken weltweit und eben auch in den USA ist die Realität jedoch etwas komplizierter geworden. Um in einem stark beeinflussten, tiefen Zinsumfeld die gewünschten Renditevorstellungen zu erreichen, investierten viele Anleger in den vergangenen zehn Jahren vermehrt in Kapitalanlagen, die deutlich risikoreicher sind. Die begonnene Normalisierung der Geldpolitik in den USA führte zu einem höheren Zinsumfeld als in den meisten anderen Industriestaaten. In Antizipation einer dadurch ausgelösten, zukünftigen konjunkturellen Abkühlung kam es nun zu einer steigenden Nachfrage nach langlaufenden US-Staatsanleihen. Anleger sicherten sich somit das verhältnismässig hohe Zinsniveau im 10-jährigen Durationsbereich. Die Rendite sank entsprechend – und zwar unter den 3-monatigen Geldmarktsatz –, was schliesslich sogar in einer Inversion mündete.

S&P-500-Rendite während Zinsinversion in den USA

Inverse Zinskurven in USA	6 Monate danach	während der Zinsinversion	Dauer
November 1988	20.7%	20.6%	549 Tage
Oktober 1995	9.3%	3.7%	68 Tage
April 1998	23.2%	56.2%	544 Tage
April 2000	0.0%	-22.2%	266 Tage
Januar 2006	1.8%	4.3%	562 Tage
Dezember 2018*		11.7%*	69 Tage

*Aktuelle Phase inverser Zinskurve (3-Monats- USD-LIBORibor versus 10-jähriger US-Treasuries) ist noch unter 6 Monaten; Kalkulation per 25.03.2019 inklusive

Quellen: VP Bank, Bloomberg

Dies, obwohl sich die Wirtschaft gegenwärtig noch sehr gut entwickelt. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass bei Eintritt inverser Zinskurven in den USA der S&P 500 in den folgenden sechs Monaten, und oftmals auch darüber hinaus, eine positive Rendite ausweist.

Gleichermassen ist auffällig, dass eine Zinsinversion durchaus sehr lange anhalten kann. In diesen Abschnitten ist nur während des konjunkturellen Einbruchs zur Jahrtausendwende ein signifikanter Verlust feststellbar. Das bedeutet nicht, dass die Aktienmärkte zwischenzeitlich keine Schwächephase hatten. Es lohnt sich, mit Bedacht und Ruhe seine Anlageentscheide zu fällen und auch in dieser schwierigen Zeit investiert zu bleiben.

Der Aktienmarkt zeigt sich wenig beeindruckt

Folgt man dem konjunkturellen Pfad einen Schritt weiter und nimmt die Rezessionsphasen in den Fokus, so wies der S&P 500 auch in diesen Zeiträumen eine relativ konstruktive Rendite vor und während Rezessionen aus. Dies ist insofern interessant, als wichtige Leitindikatoren – wie zum Beispiel der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe – in den zwölf Monaten vor einem Konjunktureinbruch bereits zu fallen beginnen.

S&P-500-Rendite während US-Rezessionen

Rezessionen	in Rezessionen	12 Monate davor	12 Monate danach
Dez 1969 – Nov 1970	-2.9%	-10.6%	11.3%
Nov 1973 – Mar 1975	-20.1%	0.0%	28.3%
Feb 1980 – Juli 1980	6.6%	20.6%	13.0%
Aug 1981 – Nov 1982	14.2%	13.0%	23.0%
Aug 1990 – Mar 1991	7.9%	6.8%	11.0%
Apr 2001 – Nov 2001	-1%	-21.7%	-16.3%
Jan 2008 – Juni 2009	-35.01%	5.6%	13.4%

Quellen: VP Bank, Bloomberg, NBER

Innerhalb des amerikanischen Aktienmarkts, also auf Ebene der Industriegruppen, sind durchaus grosse Unterschiede zu erkennen. Vor allem Sektoren mit hohen zyklischen Abhängigkeiten weisen erhebliche Renditeschwankungen auf und rentieren sehr oft schlechter als der Gesamtmarkt. Branchen, die einen starken Fokus auf Grundversorgung haben, überstehen konjunkturelle Schwächephasen und Krisen deutlich besser. Gleichermassen ist zu beobachten, dass diejenigen Industriegruppen, die den vorausgegangenen wirtschaftlichen Aufschwung intensiv geprägt haben, ebenfalls mehr leiden. Hohe Erwartungshaltungen werden in diesen Zeiten bereinigt und dabei auch relative Bewertungen normalisiert.

Renditeverhalten von Industriegruppen

	Während Inversion*	Während Rezessionen**
Banken	🔻	🔻
Versicherungen	↔	🔻
Nahrungsmittel	↔	🔻
Automotive	🔻	🔻
Basismaterial	🔻	🔻
Haushaltswaren	↔	🔻
Öl & Gas	🔻	🔻
Technologie	↔	↔
Industriewerte	↔	🔻
Telekommunikation	🔻	🔻
Gesundheitswesen	🔻	🔻

* 5 Phasen inverser Zinskurven von 1995 bis 2019.

** Zwei Rezessionen, beginnend mit April 2001 und Januar 2008.

Quellen: VP Bank, Bloomberg

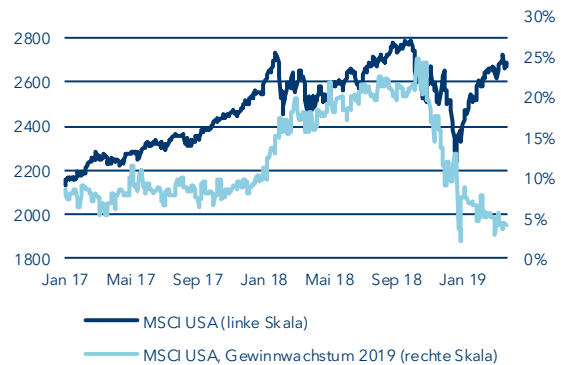
Auf Ebene des Gesamtmarkts kann somit nicht per se konstatiert werden, dass eine inverse Zinskurve unmittelbar zu einer Schwächephase an den Aktienmärkten führt. Ein Umstand, der auch aktuell eindrucksvoll unter Beweis gestellt wird. Festzuhalten ist jedoch auch, dass eine Zinsinversion sehr häufig von Rezessionen begleitet wird. Die Eintrittsdauer kann hierbei durchaus eine lange Zeitverzögerung von bis zu 20 Monaten haben.

Schwierige Märkte haben ihre Gründe

Kehren wir zum aktuellen Marktgeschehen zurück, so hat die im letzten Jahr eingesetzte erhöhte Kursschwankung, mit Teils extremen Bewegungen, klare Ursachen. Starke Anteil hierbei hat die aussergewöhnlich langanhaltende, expansive Geldpolitik der Notenbanken. Mit dem Aufblähen der Zentralbankbilanzen wurde dem Kapitalmarkt enorme Liquidität zur Verfügung gestellt, während gleichzeitig langfristig sichere Anlagen durch niedrige Zinsen unattraktiv gestaltet wurden. Die Absicht dahinter ist klar: Durch günstiges Geld sollen Investitionsanreize geschaffen werden. Dadurch ist es den Unternehmen auch zehn Jahre nach der grossen Finanzmarktkrise möglich, sich zu historisch tiefen Kapitalkosten zu verschulden. Der Start der Leitzinsanhebung im Jahr 2015 seitens der Federal Reserve und die im letzten Jahr eingesetzte Bilanzkürzung waren somit folgerichtig, führten jedoch an den Aktienmärkten zu einer Phase stärkerer Kursschwankungen. Ein weiterer wichtiger Einflussfaktor der höheren Volatilität ist der seitens der USA ausgelöste internationale Handelsstreit. Grenzüberschreitend agierende Unternehmen, und in Konsequenz deren Zulieferer, gestalten einen weltweit umspannenden Produktionsprozess. Neben den Endprodukten nimmt der internationale Transport halbfertiger Güter einen wichtigen Platz ein. Das Einführen von Strafzöllen löste eine fatale Kettenreaktion aus, angefangen von höheren Rohstoffkosten über Zusatzausgaben im Rahmen dezentraler Herstellungsverfahren bis hin zu negativen Auswirkungen im Verkauf, sofern der Mehrauf-

wand an den Endkunden weitergereicht wird. Die Folgen sind aktuell an den stark sinkenden Unternehmensgewinnen zu erkennen.

US-Aktien im Vergleich zum Gewinnwachstum 2019



Quelle: VP Bank, Thomson Reuters Datastream

Beäugten die Marktteilnehmer zunächst nur die betroffenen Länder und Regionen wie Mexiko, Europa und China, so schlug die Welle nun zum Verursacher zurück. Global agierende Unternehmen, auf die dies Auswirkungen hat, richten sich neu aus und passen ihre Fertigungslinien entsprechend an. Verlagerungen von Produktionen sind die Konsequenz. Spannenderweise könnten hier die USA exportorientierte Produktionsaktivitäten verlieren, die Folgen wären dabei nachhaltig. Blickt man in das laufende Geschäftsjahr hinein, so werden zusätzlich steigende Kosten die Gewinnmargen belasten. Hier fallen vor allem deutlich höhere Löhne negativ auf. Da sich die Gewinnmargen in den USA bereits auf sehr hohen Niveaus befinden, erwarten wir in den kommenden zwei bis drei Quartalen eine sinkende Profitabilität. Eine Überschätzung der Nettoerträge für das zweite Halbjahr 2019 hat dabei eine hohe Wahrscheinlichkeit. In den Ländern ausserhalb der USA zeigt sich hier ein anderes Bild, dort sind die Margen nicht nahe einem Allzeithoch.

US-Unternehmensgewinne im Verhältnis zu Lohnkosten



Quellen: VP Bank, Thomson Reuters Datastream

Fazit

Für 2019 haben wir bereits deutliche Bremsspuren für die amerikanischen Unternehmensgewinne erwartet. Unser im Jahresausblick prognostiziertes Gewinnwachstum von 4.5 % wird mittlerweile mit den gegenwärtigen Schätzungen von 3.9 % sogar noch unterboten. Eine mögliche Einigung im Handelsstreit mag hier eine Erholung eintreten lassen, jedoch sorgen auf der anderen Seite steigende Kosten und sich verschärfende wirtschaftliche Herausforderungen für Gegenwind. Die Aktienkurse befinden sich dabei in den USA nur geringfügig unter den im letzten Jahr erzielten Höchstkursen. Das fundamentale Umfeld ist dabei nicht mit den Jahren 2016 bis 2018 vergleichbar. Wir rechnen im besten Falle mit einer Konsolidierung für den US-Aktienmarkt und sehen für mittel- bis längerfristige Anleger attraktivere Investitionschancen in Europa und asiatischen Schwellenländern.

Kontakt

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 · info@vpbank.com
VP Bank (Schweiz) AG	Talstrasse 59 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank Ltd Singapore Branch	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapur 018960 · Singapur T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com

Verantwortlich für den Inhalt

Bernd Hartmann: Leiter CIO Office
 Autor: Harald Brandl, Senior Equity Strategist

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/legal_notes_en.pdf