

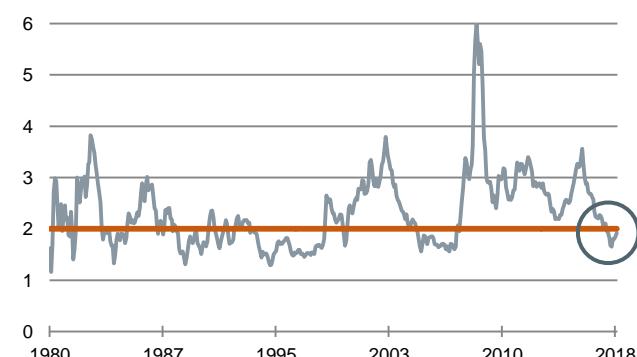
Credit Spreads als Rezessionsindikator

25. Juli 2018

- › Ein neuer Konjunkturindikator prognostiziert die gesamtwirtschaftliche Aktivität aus der Sicht des Kapitalmarkts.
- › Auch er zeigt, dass sich die Wirtschaft im Abschwung befindet. Offen ist nur, wie schnell sich dieser vollzieht.
- › In Europa ist die Rezessionsgefahr größer als in den USA. Die Prognosen für 2019 werden herunterrevidiert werden müssen.

Nichts ist für einen Volkswirt schwerer, als eine Rezession vorherzusagen. Es gibt zwar einige notorische Pessimisten (wie etwa Nouriel Roubini in den USA), die hinter jeder Ecke einen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Aktivität wittern. Von den letzten fünf Rezessionen haben sie mindestens zehn prognostiziert. Aber die Mehrheit der Analysten ist nur gut bei der Bestimmung von Sonnenscheinphasen. Ich erinnere mich nicht, dass beispielsweise der Internationale Währungsfonds je eine Rezession vorhergesagt hat.

STEIGENDE CREDIT SPREADS
Zins-Spread zwischen Moody's Baa-Bonds und
10-jährigen US-Staatsanleihen



Quelle: Leuthold Group

Umso mehr war ich gespannt, als mir ein Kollege dieser Tage einen Chart von einem neuen Rezessionsindikator schickte. Er war im Bloomberg-Nachrichtendienst unter der etwas reißerischen Überschrift "A US Recession Indicator flashes red" erschienen (Ein US-Rezessionsindikator springt auf rot). Ich war sicher nicht der einzige, der sich darauf stürzte.

Es handelt sich dabei um einen Indikator, der sich aus den Credit Spreads am Kapitalmarkt ableitet. Sein "Erfinder" ist James W. Paulsen von der Research Group Leuthold aus Minnesota im Mittleren Westen der USA. Paulsen hatte einen Zusammenhang beobachtet zwischen der Konjunktur und dem Zins-Spread von Anleihen aus dem untersten Investmentgrade-Bereich (Baa von Moody's) gegenüber 10-jährigen US-Staatsanleihen. Immer dann, wenn diese Differenz auf 2 % und darüber stieg, fiel die Gesamtwirtschaft in eine Rezession.

Diesen Zusammenhang weist Paulsen für die letzten 50 Jahre in den USA nach. Sechs der sieben Rezessionen in dieser Zeit lassen sich damit bestimmen. Nur ein Einbruch fiel aus dem Rahmen (1985). Dieser war aber sehr speziell, weil er im Wesentlichen auf währungspolitischen Verwerfungen beruhte. Seit Februar dieses Jahres geht der Spread nun deutlich nach oben. Er hat vor ein paar Tagen die 2 %-Grenze erreicht. Alles spricht dafür, dass er weiter steigt. Das ist für Paulsen zwar noch keine Rezession, wohl aber ein "Cautionary Signal".

Ich kannte den Indikator bisher nicht, finde ihn aber interessant. Er hat eine Reihe von Vorteilen. Einer ist, dass er praktisch täglich verfügbar ist. Man muss also nicht ewig auf monatliche Ergebnisse warten (die dann auch noch korrigiert werden). Ein anderer ist, dass man nicht auf Umfragen wie zum Beispiel bei Einkaufsmanager- oder Klimaindizes angewiesen ist. Damit vermeidet man viele Fehler, die bei Umfragen etwa durch Stimmungen entstehen können. Allerdings sind auch die Kapitalmärkte derzeit wegen der lange Zeit ultralockerer Geldpolitik nicht "sauber". Man muss also auch hier aufpassen.

Ein weiterer Vorteil ist, dass er sich nicht auf die Markttechnik verlässt. Man kann ihn ökonomisch gut begründen. Wenn die Zinsen für Unternehmensanleihen relativ zu den Staatsanleihen steigen, ist dies ein Zeichen, dass die Kreditqualität der Unternehmen nachlässt. Das deutet auf schwächere Gewinne und damit auch auf nachlassendes Wachstum hin – alles typische Symptome einer nachlassenden Konjunktur.

»Er zeigt, dass mit der Konjunktur etwas nicht in Ordnung ist und dass man sich auf ein Kippen des Aufschwungs einstellen sollte.«

Der Credit Spread-Indikator liegt auf der gleichen Linie wie ein anderer Indikator, der sich in der Community großer Beliebtheit erfreut. Dieser orientiert sich an der Steilheit der Renditekurve. Immer dann, wenn die Renditekurve flach oder gar invers wird (kurzfristige Zinsen sind höher als

Credit Spreads als Rezessionsindikator

25. Juli 2018

langfristige), droht eine Rezession. Auch dieser Indikator signalisiert derzeit Rezessionsgefahren. Sie werden noch zunehmen, wenn die Fed wie angekündigt die Leitzinsen weiter erhöht, die langfristigen Renditen aber wegen der hohen Liquidität niedrig bleiben.

Für Europa ist der Credit Spread-Indikator leider schlecht übertragbar. Das liegt daran, dass der Markt für Unternehmensanleihen hierzulande noch nicht so lange existiert und auch nicht so breit ist. Es gibt daher keine so geeigneten langfristigen Statistiken. Zudem ist der Markt verzerrt durch die EZB-Käufe von Unternehmensanleihen. Immerhin steigen die Spreads für Unternehmensanleihen mit einem Investment Grade Rating auch im Eurobereich deutlich.

Mein Fazit: Freuen wir uns, dass es hier einen neuen Konjunkturindikator gibt. Je mehr solcher Signale wir haben, umso besser. Dadurch wird die Prognosequalität besser. Interpretieren wir den Indikator aber nur als das, was er ist: Ein Warnschuss. Er zeigt, dass mit der Konjunktur etwas nicht in Ordnung ist und dass man sich auf ein Kippen des Aufschwungs einstellen sollte. Aber er lässt offen, wann die Rezession kommt und wie stark sie sein wird. Für die USA bin ich wegen der massiven Steuersenkungen zu Beginn dieses Jahres relativ zuversichtlich, dass die Konjunktur noch eine Zeitlang hält.

Für Europa sieht es schlechter aus. Hier wird sich die Konjunktur früher abschwächen. Bereits in den ersten sechs Monaten dieses Jahres hat sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum spürbar verlangsamt. Das wird sich fortsetzen, vor allem dann, wenn sich der Handelskrieg in der Welt verstärkt und auf die Stimmung der Unternehmen drückt. Hier muss schon 2019 mit einer deutlichen Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität gerechnet werden. Die Prognosen, die bisher von einem im nächsten Jahr vermutlich unveränderten Wachstum ausgehen, werden aus meiner Sicht deutlich nach unten korrigiert werden müssen.

Für den Anleger

ist der Übergang von einer guten Konjunktur zu einem Abschwung sehr wichtig. In der guten Konjunktur sollte er sich von festverzinslichen Wertpapieren fernhalten, da die langfristigen Zinsen weiter anziehen könnten. Wenn der Schalter jedoch auf Abschwung umgelegt wird, sollte man Rentenpapiere wieder kaufen und stattdessen bei Aktien vorsichtiger sein. Denn dann gehen auch die Unternehmensgewinne zurück.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsaussagen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigter oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenwärtige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten können.