

# Was bewegt die Anleger?

März 2019

## Kündigt die Abflachung der Zinsstrukturkurve nahende Schwierigkeiten an?

Die US-Zinsstrukturkurve flacht sich ab. Wie **Abbildung 1** aus unserem *Guide to the Markets* zeigt, liegt die Rendite auf zweijährige US-Staatsanleihen inzwischen in etwa auf dem Niveau zehnjähriger Titel. Eine invertierte Zinsstrukturkurve hat sich in der Vergangenheit als nützlicher Indikator für eine bevorstehende Rezession erwiesen. Daher löst diese Abflachung unter Anlegern erhebliche Besorgnis aus.

Warum hat sich die Zinsstrukturkurve als solch ein guter Indikator für einen Abschwung erwiesen? Im Großen und Ganzen war die Zinsstrukturkurve bei Prognosen zur Wirtschaftslage nützlich, weil sie Informationen darüber enthält, ob die Zentralbank gerade aufs Gaspedal oder auf die Bremse tritt. Die langfristigen Zinsen sollten eine „neutrale“ Politik widerspiegeln, d. h. Zinssätze, die die Konjunktur weder ankurbeln noch dämpfen. Eine steile Kurve legt nahe, dass die kurzfristigen Zinsen unterhalb des neutralen Niveaus liegen (und somit Anreize bieten), während eine invertierte Kurve darauf hindeutet, dass die kurzfristigen Zinsen über dem neutralen Punkt liegen (und somit dämpfend wirken).

Der Zeitraum, bis sich die Wirtschaft tatsächlich abkühlt, nachdem die Geldpolitik gestraft wurde, ist in der Vergangenheit sehr unterschiedlich ausgefallen. Häufig ist jedoch eine deutliche Verzögerung zu beobachten. Im Durchschnitt hat sich die Kurve 17 Monate vor dem Höchststand des Aktienmarkts und 22 Monate vor dem wirtschaftlichen Höchststand invertiert. Mitte der 1990er Jahre blieb die Kurve über einen Zeitraum von etwa fünf Jahren hinweg weitgehend flach. Während dieser Zeit war sowohl in der Wirtschaft als auch an der Börse ein Boom zu beobachten, der durch Optimismus über vielversprechende neue Technologien angeheizt wurde.

### AUTOREN

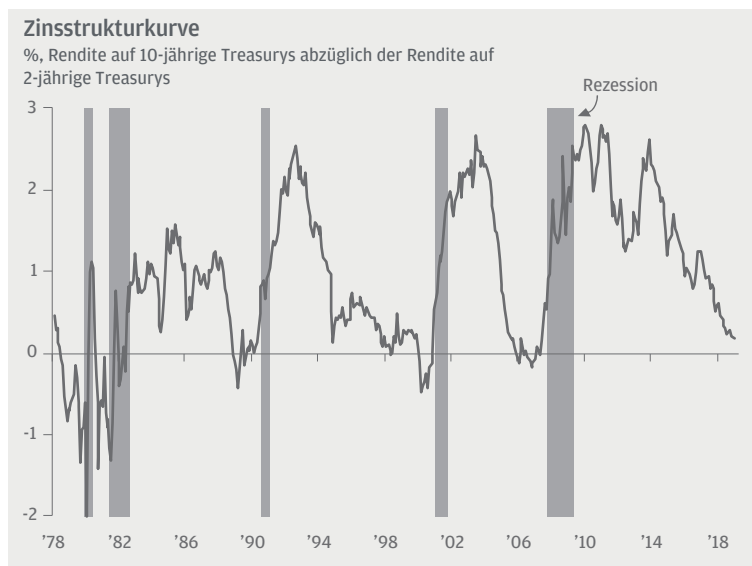


Karen Ward  
Chief Market Strategist



Jai Malhi  
Market Analyst

ABBILDUNG 1: DIE US-ZINSSTRUKTURKURVE



**Invertierung der Zinsstrukturkurve und Rezession**  
Anzahl Monate ab dem

Datum der Invertierung der Zinsstrukturkurve	Invertierung der Kurve zu Höchststand des S&P 500 vor Rezession	Höchststand des S&P 500 bis Beginn der Rezession	Invertierung der Kurve bis Rezession
Aug.'78	18	0	18
Sep.'80	3	8	11
Dez.'88	19	1	20
Mai '98	22	12	34
Dez.'05	22	3	25
<b>Mittelwert</b>	<b>19</b>	<b>3</b>	<b>20</b>
<b>Durchschnitt</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>22</b>

Quelle: (Beide Grafiken) Bloomberg, US-Notenbank, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. „Rezessions“perioden werden anhand der Konjunkturzyklusdaten des US National Bureau of Economic Research (NBER) definiert. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. *Guide to the Markets - Europa*. Daten zum 31. Januar 2019.

Es ist möglich, dass die quantitative Lockerung die Signalfunktion der Zinsstrukturkurve abgeschwächt hat. Die quantitative Lockerung wurde bewusst so konzipiert, dass sie die langfristigen Anleiherenditen unter den wirtschaftlich „neutralen“ Satz drückt. Eine Möglichkeit zur Beurteilung der Auswirkungen der weltweiten quantitativen Lockerung ist die Betrachtung von Laufzeitaufschlägen. Hierbei handelt es sich um die Überschussrendite, die Anleger verlangen, um ihr Geld in einer langfristigen Anleihe zu binden. Auch wenn die US-Notenbank einen Prozess zur quantitativen Straffung eingeleitet hat, sind die Laufzeitaufschläge auch weiterhin extrem niedrig (**Abbildung 2**).

Aus diesem Grund könnte die Zinsstrukturkurve ihre Vorhersagekraft verloren haben, wenn sie kein Signal hinsichtlich der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung gegenüber dem neutralen Niveau mehr liefert. Die Kurve könnte auch dann flach verlaufen, wenn die Zinsen die Realwirtschaft weiterhin ankurbeln und somit keine konjunkturdämpfende Wirkung haben.

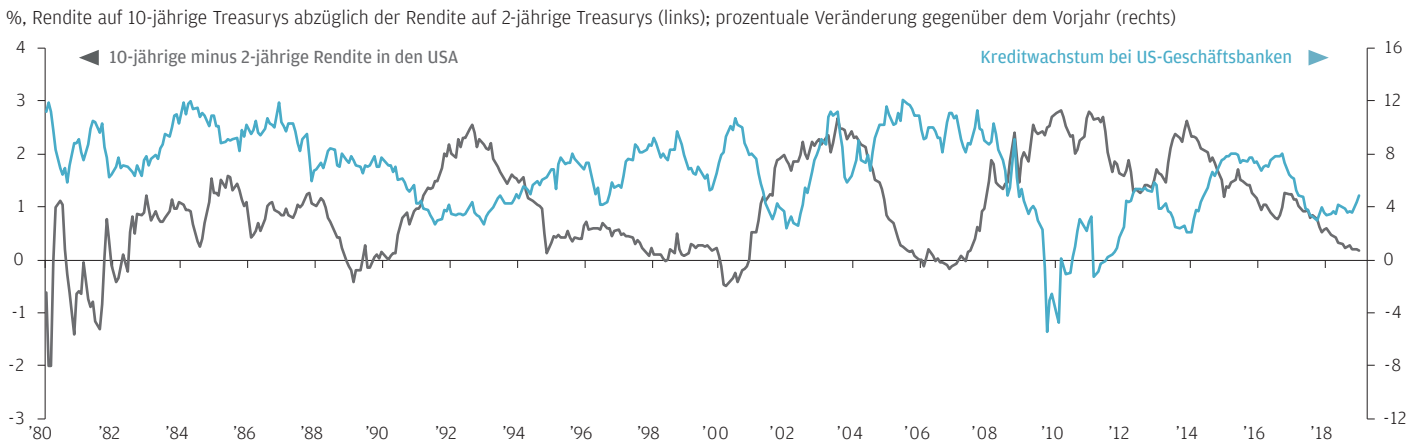
Es könnte einen kausalen Zusammenhang zwischen der Zinsstrukturkurve und einem wirtschaftlichen Abschwung geben, wenn eine flache Kurve die Wirtschaftstätigkeit dämpft, indem sie die Bereitschaft von Geschäftsbanken zur Vergabe von Krediten verringert. Wenn sich die Kurve abflacht, sinken die Nettozinsmargen, da Banken Gelder in der Regel zu kurzfristigen Zinsen aufnehmen und dann Kredite zu langfristigen Zinsen vergeben.

ABBILDUNG 2: LAUFZEITAUFSCHLÄGE 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Messung des Laufzeitaufschlags zehnjähriger US-Staatsanleihen durch Adrian Crump & Moench. Daten zum 31. Januar 2019.

ABBILDUNG 3: US-ZINSSTRUKTURKURVE UND KREDITWACHSTUM VON GESCHÄFTSBANKEN



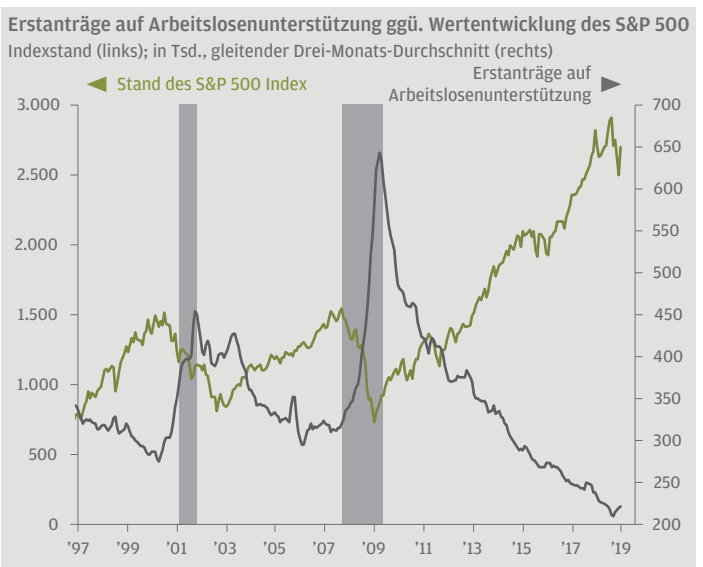
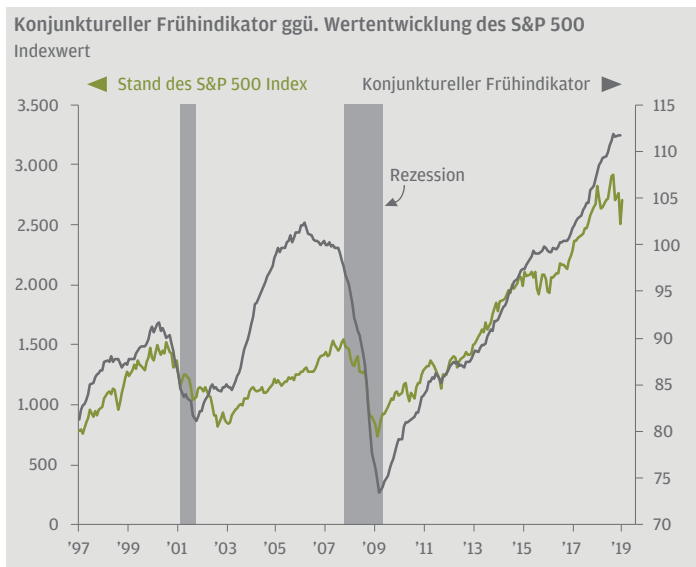
Quelle: US-Notenbank, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Januar 2019.

Eine Abflachung der Zinsstrukturkurve hat in der Vergangenheit jedoch nicht zu einer Verringerung des Kreditwachstums geführt. Ganz im Gegenteil (**Abbildung 3**). Die Tendenz von Banken, weiter Kredite zu vergeben, während sich die Zinsstrukturkurve abflacht, dürfte dem Umstand zu verdanken sein, dass der Optimismus der Haushalte und Unternehmen – und damit auch das Interesse an Krediten – im Laufe des Zyklus zunimmt. Gleichzeitig sind die Abschreibungen in der Regel relativ gering, was Banken zur weiteren Vergabe von Krediten anregt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass wir uns in diesem Zyklus nicht allein auf die Vorhersagekraft der Zinsstrukturkurve verlassen würden. Stattdessen werden wir unsere Anstrengungen darauf konzentrieren, die Stimmung der Unternehmen und Verbraucher sowie die Arbeitsmarktlage (**Abbildung 4**) zu

verfolgen. Nicht nur, weil diese in der Vergangenheit als robuste Frühwarnindikatoren für einen Abschwung gedient haben, sondern auch, weil keine offensichtlichen Gründe vorliegen, warum die von ihnen gesendeten Signale dieses Mal infrage gestellt werden sollten. Diese Indikatoren deuten auf eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion in den USA hin, während der Zuckerausch der fiskalpolitischen Anreize abklingt. Sie liefern jedoch keinerlei Hinweise darauf, dass eine Kontraktionsphase der Wirtschaft unmittelbar bevorsteht. Infolgedessen sind wir der Ansicht, dass in dieser Phase ein etwas zurückhaltenderer Risikoansatz angebracht ist, mit Aktienportfolios, die stärker defensive Eigenschaften aufweisen.

ABBILDUNG 4: MAKROÖKONOMISCHE KORRELATIONEN VON US-AKTIEN



Quelle: (links) Conference Board, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. (rechts) BLS, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. „Rezessions“perioden werden anhand der Konjunkturzyklusdaten des US National Bureau of Economic Research (NBER) definiert. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. *Guide to the Markets - Europa*. Daten zum 31. Januar 2019.

Das „Market Insights“ Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investitionen alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück.

Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt.  
Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Führichgasse 8, A-1010 Wien.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM51792 | 01/19 | 0903c02a82527fcb