

# Was die Zinsstrukturkurve über das Rezessionsrisiko sagt

## Monatliche Investmentstrategie

**Obwohl die US-Zehnjahresrenditen gerade erst auf ein Siebenjahreshoch gestiegen sind, wird man demnächst wieder über die Auswirkungen einer inversen Zinsstrukturkurve sprechen**

Die US-Wirtschaft wächst ungebrochen. Die Geschäftsklimaindizes sind auf neue Höchststände gestiegen, erst der Industrie- und zuletzt auch der Dienstleistungs-PMI. Auch die mittlerweile erreichte Vollbeschäftigung bremst das Wachstum nicht. Die Inflation hat bereits den Zielwert der Fed erreicht, und es gibt klare Hinweise auf einen immer stärkeren Lohnanstieg. Wenig dürfte die Notenbank daher von einer Straffung der Geldpolitik abhalten. Wie erwartet – und wie schon im letzten Jahr – bestimmt die Fed anders als 2015 und 2016 die Marktentwicklung. Ihre Dot-Plot-Zinsprognosen sind konsistent, und die Markterwartungen nähern sich ihnen allmählich an. Da für dieses Jahr ein weiterer Zinsschritt (im Dezember) und für 2019 drei Zinserhöhungen erwartet werden, wird die Federal Funds Rate gegen Ende des nächsten Jahres neutral sein.

Die veränderten Erwartungen zur US-Geldpolitik und die Nachfrage amerikanischer Pensionsfonds nach liquiden lang laufenden Qualitätspapieren haben den Abstand zwischen der US-Zehnjahresrendite und der US-Zweijahresrendite am 24. August auf 19 Basispunkte und damit auf den niedrigsten Wert seit Juli 2007 fallen lassen. Dieser Zinsabstand ist das gängige Maß für die Steigung der Zinsstrukturkurve. Auch wenn die US-Zehnjahresrenditen seitdem wieder ein neues Siebenjahreshoch erreicht haben, dürfte die Diskussion über die Auswirkungen einer inversen US-Zinsstrukturkurve das Jahr 2019 bestimmen. In der vorliegenden Investmentstrategie befassen wir uns mit der beeindruckenden Prognosekraft der US-Zinsstrukturkurve. Jeder der letzten acht Rezessionen ging nämlich eine Inversion voraus.

Natürlich hat das weltweite Quantitative Easing die Risikoprämie von Anleihen (also den Mehrertrag lang laufender Titel) massiv gedämpft. Heute ist diese Prämie sogar negativ, sodass man die Inversion einer Zinsstrukturkurve jetzt vielleicht anders deuten muss als früher. Dennoch halten wir die Beziehung zwischen Zinsstrukturkurve und Konjunktur für einen Kausalzusammenhang. Eine Inversion der Zinsstrukturkurve signalisiert eine Rezession, die die Folge strafferer Kreditbedingungen der Banken – also einer geringeren Kreditvergabe – und höherer Risikoaufschläge ist. Verzerrungen dieses Signals sind daher unwahrscheinlich. Dennoch bleiben wir bei unserem aktuellen Ausblick für die USA mit einem erwarteten BIP-Wachstum von 2,9% im Jahr 2018 und 2,3% im Jahr 2019. Allerdings dürften die Straffung der Kredit- und Finanzbedingungen sowie eine weniger expansive Fiskalpolitik die Konjunktur dämpfen, sodass 2020 ein erheblicher Abschwung möglich ist.

### Im Überblick

- Die US-Wirtschaft wächst stark, die Inflation hat den Zielwert erreicht: Kaum etwas hält die Fed noch von Zinserhöhungen ab.
- Im Euroraum stabilisiert sich endlich das Wachstum.
- Die Politik bleibt aber ein Risiko, wenn nicht ein Negativfaktor – von Italien bis zum Brexit.
- Der jüngste weltweite Ausverkauf, vor allem aufgrund technischer Faktoren, ändert nichts an unserer nur moderaten Aktienübergewichtung.
- Wir senken die Gewichtung der Emerging Markets auf neutral, da wir keine Gründe für Mehrertrag sehen.
- US-Staatsanleihen erscheinen jetzt attraktiver – wegen ihres Zinsvorsprungs und weil sie bei Marktturbulenzen Schutz bieten.

## Die Politik dämpft die Aussichten für Europa, von Italien bis zum Brexit

Nach einer sehr enttäuschenden ersten Jahreshälfte und dem immer weiter nachlassenden Geschäftsklima gibt es im Euro-Raum endlich erste Anzeichen dafür, dass sich das Wachstum, wie von uns erwartet, bei etwa 1,5% jährlich stabilisiert. Geschäftsklimaindizes, der EU-Indikator ebenso wie der PMI, sprechen für eine gute Bau- und eine bessere Dienstleistungskonjunktur im September, was eine gewisse Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe ausgleicht. Außerdem hat die Industrieproduktion im August positiv überrascht und sich (mit Ausnahme von Deutschland, wo die Autoindustrie unter den neuen EU-Emissionsstandards leidet) nach zwei Rückgängen in Folge stabilisiert. Sicher, die Kerninflation hat zuletzt enttäuscht, doch erwarten wir kurzfristig eine moderate Erholung. Auch die Löhne dürften zulegen.

Es gibt also Grund zu vorsichtigem Optimismus; das Glas wäre demnach halb voll. Und doch gibt es noch immer reichlich Unsicherheitsfaktoren, denen zufolge das Glas halb leer wäre. Gut wäre es gewesen, wenn die Euro-Raum-Länder vor dem Abschwung im Winter Finanzreserven aufgebaut hätten, zumal die Geldpolitik nur noch wenig ausrichten kann, wenn überhaupt etwas. Wie wir gerade erst analysiert haben,<sup>1</sup> hat sich Italien stattdessen für eine expansive Fiskalpolitik entschieden, sodass das Defizit 2019 um die 3% des BIP betragen dürfte und sich die Schuldenstandsquote kaum stabilisieren wird. Am 18. Oktober hat die Europäische Kommission einen erwartungsgemäß kritischen Brief an den italienischen Finanzminister Tria geschrieben und um eine Erklärung für die außerordentlich optimistischen Wachstumsprognosen und die Lockerung der Fiskalpolitik gebeten. Am Ende könnte die Europäische Union den italienischen Haushaltsplan ablehnen, was allerdings nicht bindend wäre. Wir glauben deshalb, dass die Märkte die italienische Regierung zum Einlenken zwingen müssen.

In Europa stehen noch viele politische Entscheidungen an, nicht zuletzt die Brexit-Verhandlungen im letzten Quartal dieses Jahres. Sie haben sich an der Frage der inneririschen Grenze festgefahren. Eine Lösung ist äußerst schwierig; unserer Ansicht nach<sup>2</sup> setzt sie echte Kompromissbereitschaft voraus. Ein solch positives Ergebnis bleibt unser Basisszenario, aber vielleicht wird man sich erst 2019 verständigen und damit später als oft erwartet.

## Asset-Allokation: Aktien weiter Übergewichtet

Der jüngste Ausverkauf internationaler Aktien hat nichts an unserer Überzeugung geändert, dass eine moderate Übergewichtung von Aktien sinnvoll bleibt, da die Korrektur vor allem technische Gründe zu haben scheint. Die Handelssperrezeit vor den Ergebnisveröffentlichungen hat Aktienrückkäufe der Unternehmen verhindert, und die nach dem langen Kursaufschwung großen Long-Positionen mancher Investoren haben den Markt anfällig für Gewinnmitnahmen und Verkäufe gemacht. Und doch bleiben die Fundamentaldaten gut; die US-Konjunkturzahlen und die ersten Gewinnmitteilungen der Unternehmen sprechen für weitere Gewinne. Wir bleiben daher in Aktien gegenüber Anleihen Übergewichtet, insbesondere in den USA.

Allerdings haben wir unseren Ausblick für Emerging-Market-Aktien auf neutral gesenkt. Trotz unserer positiven Einschätzung der Fundamentaldaten (weiteres, wenn auch nachlassendes Wachstum) und der günstigen relativen Bewertungen fehlt uns ein klarer Grund für kurzfristigen Mehrertrag. Hinzu kommt, dass steigende US-Zinsen und ein steigender US-Dollar für zusätzliche Risiken sorgen, wenn mehr Kapital von den Emerging Markets in die USA repatriiert wird. Die strafferen Finanzbedingungen für die Emerging Markets könnten am Ende auch der Konjunktur schaden.

Im Anleihenbereich erscheinen uns US-Staatsanleihen jetzt attraktiver, nachdem die Renditen 3,25% erreicht haben, den höchsten Wert seit 2011. Grund für den Anstieg seit September waren vor allem die veränderten Erwartungen zur Geldpolitik infolge der Wachstums- und Inflationszahlen, aber auch ein moderater Anstieg der Laufzeitprämien, durch die sich der technische Ausblick für US-Staatsanleihen verschlechtert hat. Investitionen in US-Staatsanleihen erscheinen daher sinnvoll – wegen ihres Zinsvorsprungs und weil sie bei Marktturbulenzen Schutz bieten.

**[Hier können Sie die komplette Oktober-Ausgabe  
der Investmentstrategie \(auf Englisch\) herunterladen.](#)**

---

<sup>1</sup> A. Menut und C. Bonnin, „Italy: Trick or treat?“, Research & Strategy Insights, 15. Oktober 2018.

<sup>2</sup> D. Page, „The Brexit Ma(y)ze“, Research & Strategy Insights, 18. September 2018.

# Empfohlene Asset-Allokation

## Asset-Allokation

### Wichtigste Assetklassen



## Aktien

### Industrielländer



### Emerging Markets/Diversifikation



## Anleihen

### Staatsanleihen



### Inflationsindexierte Anleihen



### Unternehmensanleihen



### Emerging-Market-Anleihen



Legende **Negativ** **Neutral** **Positiv** Letzte Änderungen **▲ Anhebung** **▼ Verringerung**

Quelle: AXA IM Research, Stand Oktober 2018

## Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2016	2017	2018*		2019*	
			AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Welt</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>		<b>3,7</b>	
<b>Industrielländer</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>		<b>2,0</b>	
USA	1,6	2,3	2,9	2,9	2,3	2,6
Euroraum	1,8	2,5	2,0	2,1	1,8	1,8
Deutschland	2,2	2,5	1,9	1,9	1,8	1,7
Frankreich	1,1	2,3	1,6	1,7	1,6	1,7
Italien	0,9	1,5	1,1	1,2	1,0	1,1
Spanien	3,2	3,0	2,5	2,7	2,2	2,3
Japan	1,0	1,7	1,1	1,1	0,8	1,2
Großbritannien	1,8	1,7	1,4	1,3	1,6	1,5
Schweiz	1,6	1,7	2,3	2,6	1,7	1,8
<b>Emerging Markets</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>		<b>4,9</b>	
<b>Asien</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>		<b>6,4</b>	
China	6,7	6,8	6,5	6,6	6,3	6,4
Sonstiges Asien	6,1	6,1	6,4		6,5	
<b>Lateinamerika</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>		<b>2,4</b>	
Brasilien	-3,5	1,0	2,0	1,4	2,0	2,5
Mexiko	2,9	2,0	2,3	2,2	2,4	2,1
<b>Europa</b>	<b>1,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>		<b>2,1</b>	
Russland	-0,2	1,5	1,9	1,8	1,8	1,6
Polen	2,9	4,7	4,0	4,7	3,5	3,7
Türkei	3,2	7,4	3,6	3,4	0,8	1,1
<b>Sonstige Emerging Markets</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>		<b>3,9</b>	

Quellen: Consensus Economics, IWF und AXA IM Research, Stand 17. Oktober 2018

Jahresprognosen Inflation (%)	2017	2018*		2019*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Industrielländer</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>		<b>1,9</b>	
USA	2,1	2,5	2,5	2,5	2,3
Euroraum	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6
Japan	0,5	1,2	0,9	1,0	1,1
Großbritannien	2,7	2,5	2,4	2,0	2,1
Schweiz	0,2	0,6	1,0	0,6	1,1
Sonstige Industrieländer	1,6	1,8		1,9	

Quellen: Consensus Economics, IWF und AXA IM Research, Stand 17. Oktober 2018

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

		Aktuell	Okt. 18	Nov. 18	Dez. 19	Jan. 19	Feb. 19	Mrz. 19
USA (Fed)	Datum		--	8.	19.	30.	--	20.
	Leitzins (Bp.)	1,75–2,00	--	k.Ä.	+25 Bp.	k.Ä.	--	+25 Bp.
Euroraum (EZB)	Datum		25.	--	13.	24.	--	7.
	Leitzins (Bp.)/QE	30 Mrd. bis Sep. 18	QE 15 Mrd.	--	QE-Ende	k.Ä.	--	k.Ä.
Japan (BoJ)	Datum	-0,1/80 Bio.	31.	--	20.	22.	--	14.
	Leitzins (Bp.)/QE	(JGBs)	k.Ä.	--	k.Ä.	k.Ä.	--	k.Ä.
Großbritannien (BoE)	Datum		--	8.	20.	--	7.	21.
	Leitzins (Bp.)	0,50	--	k.Ä.	k.Ä.	--	k.Ä.	k.Ä.

Quellen: Datastream, AXA IM Research, Stand 17. Oktober 2018

Assetklasse	Index	Aktuell	Zielspanne		Ertrag	
			3 Monate	12 Monate	3 Monate (annualisiert)	12 Monate
<b>Staatsanleihen (%)</b>						
Zehnjahresrendite USA		3,18	3,30	3,50		0,32
Zehnjahresrendite Deutschland		0,42	0,60	1,10		0,68
Zehnjahresrendite Großbritannien		1,54	1,70	1,90		0,36
Zehnjahresrendite Japan		0,15	0,10	0,20		0,05
<b>Credits (Bp.)</b>						
Investmentgrade USD	BofA COA0	117	115	120		3%
Investmentgrade EUR	BofA ER00	120	115	125		0%
High Yield USD	BofA HOA0	351	340	355		8%
High Yield EUR	BofA HE00	381	360	380		6%
<b>Aktien</b>						
USA	MSCI US	2.634	2.800	2.900		3,0%
Euroraum	MSCI Euro	208	220	224		2,8%
Japan	MSCI Japan	1.017	1.050	1.080		2,1%
Emerging Markets	MSCI EM	971	1.050	1.090		3,9%
<b>Währungen</b>						
EUR/USD		1,15	1,17	1,22		2%
USD/JPY		112	110	104		-2%
GBP/USD		1,30	1,34	1,40		3%

Quellen: Bloomberg, AXA IM Research, Stand 18. Oktober 2018

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite:



### Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

[www.axa-im.com/insights](http://www.axa-im.com/insights)

#### Wichtige Hinweise

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten/Investmentfonds noch eine Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

© AXA Investment Managers 2018. Alle Rechte vorbehalten.

#### AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France  
Registred with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826