

BÖRSEN-RADAR

Die inverse Zinskurve lässt eine Rezession erwarten

Die Aktienkurse geben sich von der Diskussion über einen drohenden Wirtschaftsabschwung bis anhin unbeeindruckt

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

Es gebe zwei Arten von Prognostikern, heisst es: jene, die nichts wissen – und jene, die wissen, dass sie nichts wissen. Dennoch versuchen Ökonomen weltweit, die Entwicklung der Wirtschaftsleistung, der Inflation und anderer ökonomischer Kennzahlen vorherzusagen. Scheitern gehört dabei zum Handwerk. Sogar die Experten der Europäischen Zentralbank (EZB) liegen mit ihren Inflationsprognosen seit Jahren regelmässig daneben. Oft schreiben Ökonomen nur bestehende Trends unter Anwendung einer gewissen Schwankungsbreite fort. Mit einem solchen Ansatz fällt man zumindest in der Masse der Wirtschaftsexperten nicht negativ auf.

Selbsterfüllende Prophezeiung

Jüngst ist einmal mehr eine Debatte über eine drohende Rezession in den USA entbrannt. Der Auslöser dafür war die Entwicklung der Zinsstrukturkurve. Diese stellt die Renditen von US-Staatsanleihen anhand ihrer Laufzeit von kurz bis lang dar. Am 22. März ist die Rendite 10-jähriger Government-Bonds unter jene von dreimonatigen Schatzwechseln gefallen. Eine solche Inversion der Zinskurve war in der Vergangenheit ein zuverlässiger Indikator für eine Rezession in den kommenden 12 bis 24 Monaten. Üblicherweise ziehen die meisten Ökonomen zum Ausrufen einer inversen Zinskurve jedoch den Vergleich von US-Staatsanleihen mit 2 und 10 Jahren Laufzeit heran. Hier ist die Kurve noch nicht invertiert, da die Rendite 10-jähriger Bonds noch wenige Basispunkte über jener von 2-jährigen Staatsanleihen liegt.

In der Geschichte gibt es viele Beispiele, bei denen auf eine Inversion der Zinsstrukturkurve eine Rezession gefolgt ist. So ging jeder Schrumpfung der Wirtschaftsleistung in den USA in den letzten 30 Jahren eine invertierte Zinskurve voraus. Seit der Inversion im März überschlugen sich Bankökonominnen nun



Arbeitslose in San Francisco füllen Formulare aus. Bald könnten aus den wenigen sehr viele werden.

ROBERT GALBRAITH / REUTERS

mit Erklärungen, warum diesmal alles anders sein wird. Dies ist zumindest insofern sinnvoll, als das Wirtschaftsleben stark von Psychologie geprägt ist und die Diskussion über eine drohende Rezession sich nicht zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung entwickeln sollte. Entsprechend kann man das Verhalten vieler Ökonomen positiv als Optimismus auslegen, anstatt ihnen negativ die Verleugnung von Fakten vorzuwerfen.

Diskutiert wird oftmals die Frage, inwieweit die Zinskurve als Frühindikator noch relevant ist, da die Geldpolitik nicht nur in den USA immer noch sehr expansiv ist. Die kurzfristigen Zinsen werden im Wesentlichen durch den

Leitzins der Zentralbank determiniert, während die langfristigen Zinsen stärker durch Markteinflüsse und Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflusst werden. Erst durch die Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) in den letzten Quartalen wurde es möglich, dass sich die Zinskurve sehr stark verflacht hat. Inzwischen hat das Fed bereits den Zinserhöhungszyklus für beendet erklärt. Erste Beobachter rechnen bereits 2019 mit einer Zinssenkung.

Die Credit Suisse bleibt für die Wirtschaftsentwicklung zuversichtlich. Für die USA erwarten die Ökonomen der Grossbank ein reales Bruttoinlandprodukt von jeweils mehr als 2% in den Jah-

ren 2019 und 2020. Die Rezessionswahrscheinlichkeit schätzen sie auf lediglich rund 10%. In normalen Konjunkturzyklen könne eine Rezession in erster Linie durch eine zu starke geldpolitische Straffung ausgelöst werden, die dann bei einer zu hohen Verschuldung der Privathaushalte und der Unternehmen erstens Korrekturen am Immobilienmarkt und zweitens Verwerfungen am Kreditmarkt zur Folge hat. Eine Gefahr orten die Ökonomen derzeit am ehesten durch die Verschuldung der Unternehmen. Zudem dürfen natürlich unerwartete Schocks nicht ausgeschlossen werden, die ebenfalls jederzeit eine Rezession auslösen können.

Für die Ökonomen der Berenberg Bank spielen auch die immensen Anlagebestände der Zentralbanken, politische Risiken sowie die Jagd nach Rendite im Niedrigzinsumfeld eine wichtige Rolle für die sehr flache Zinsstrukturkurve. Die Experten der Fondsgesellschaft Franklin Templeton gehen sogar so weit, dass die Zinskurve als Signalgeber für eine Rezession bedeutungslos geworden sei. Durch die Anleihekäufe der Notenbank habe sich das lange Ende der Zinsstrukturkurve fast vollständig von den ökonomischen Fundamentaldaten gelöst. Einen Auslöser für eine Rezession sehen die meisten Ökonomen derzeit jedenfalls nicht. Zwar wird der Aufschwung in den USA im Juli dieses Jahres der längste seit 1854 sein, doch Alter allein sei kein Grund für eine näher rückende Rezession, meint Jörg Krämer, der Chefökonom der Commerzbank. Übertreibungen seien viel wichtiger. Derzeit müsste man vor allem auf Exzesse an den Finanzmärkten achten.

«Dow» nahe am Rekordhoch

Übertreibungen vermuten Beobachter bereits in einigen Bereichen der Märkte, etwa bei Staatsanleihen. Doch auch der amerikanische Aktienmarkt ist weiterhin im Höhenflug. Nach dem deutlichen Einbruch im Dezember haben sich die Kurse stark erholt. Der Dow Jones notiert mit rund 26 500 Punkten lediglich noch knapp 500 Zähler unter seinem Rekordhoch vom Oktober 2018. Der Aktienmarkt selbst gilt ebenfalls als Indikator für eine Rezession, weshalb der Absturz im Dezember bei einigen böse Vorahnungen ausgelöst hatte. Doch die jetzige Erholung dürfte dieser entgegenwirken. Sowohl in Sachen Konjunktur als auch in Sachen Aktienkurse gibt es letztlich keinen perfekten Indikator, weder die Zinsstrukturkurve noch die Aktienkurse. Bereits 1966 soll daher der spätere Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften Paul Samuelson geschert haben, dass Rückgänge der US-Aktienmärkte neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesagt hätten.

VOM UMGANG MIT INDEXANPASSUNGEN

Wenn der Index rumort, heisst es aufpassen

Was bedeuten Anpassungen in den Börsenbarometern für Anleger und insbesondere börsengehandelte Indexfonds oder ETF?

Diese Woche verändert sich der SMI: Alcon kommt hinzu, Julius Bär fällt heraus. Das ist nichts Ungewöhnliches, doch Investoren sollten ein Auge darauf haben.

WERNER GRUNDELEHNER

Die Unternehmenswelt ist in Bewegung: Ein Unternehmen prosperiert schneller als das andere, eine Gesellschaft kauft eine andere, zwei Konkurrenten schliessen sich zusammen. Falls die Unternehmen kotiert sind, hat das auch Auswirkungen auf die Indizes, in denen die entsprechenden Aktien enthalten sind. In diesen Börsenbarometern werden die Unternehmen in der Regel mit ihrem Börsenwert gewichtet. Im Swiss-Market-Index (SMI) wurde wegen der Dominanz von Nestlé, Novartis und Roche das Maximalgewicht auf 18% beschränkt.

Alcon kommt, Bär geht

In der vergangenen Woche hat die Schweizer Börse eine ausserordentliche Anpassung angekündigt. Am 9. April werden die Titel der Bank Julius Bär aus dem Hauptindex SMI entfernt und durch die Titel von Alcon ersetzt. Der Hersteller von Augenheilmitteln wird vom Mutterkonzern Novartis abgespalten. Solche Veränderungen sind nichts Ungewöhnliches. Ein umtriebiger Jahr für den

SMI war etwa 2017, als sowohl das SMI-Mitglied Syngenta als auch Actelion von einem Konkurrenten geschluckt wurden und ersetzt werden mussten. Neben Transaktionen führen auch periodische Überprüfungen der Indexanbieter zu Veränderungen – Unternehmen, die an Börsengewicht verloren haben, werden durch solche ersetzt, die stark zulegen konnten.

In der Schweiz entscheidet die Indexkommission der Schweizer Börse SIX jeweils Anfang Juli über die Anpassungen in den Schweizer Indizes. Die Anpassungen in der Zusammensetzung des Indexkorbes werden jährlich, nach Vorankündigung von mindestens zwei Monaten, auf den dritten Freitag im September (nach Handelsschluss) vorgenommen.

Anlageteams müssen handeln

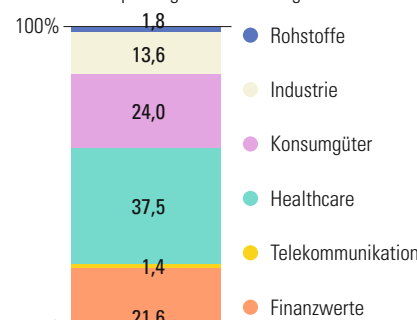
Unter Zugzwang kommen bei solchen Anpassungen vor allem passive Anlagevehikel, wie Exchange-Traded Funds (ETF), die in Anspruch nehmen, den Index eins zu eins abzubilden. Auf dem SMI basieren zahlreiche davon. Die grössten an der SIX kotierten sind jene von iShares und der UBS mit einem verwalteten Vermögen von 2,1 Mrd. beziehungsweise 1,7 Mrd. Fr. Aktien, die in einen Index aufgenommen werden, müssen von ETF-Anbietern gekauft werden. Die erhöhte Bekanntheit wirkt sich

ebenfalls positiv auf den Kurs aus. Darauf setzen auch andere Anleger. «Beim Kurseffekt handelt es sich um einen Ankündigungseffekt», erklärt Andreas Homberger von Hinder Asset Management. Diverse Studien zeigen, dass der Kurs der Kandidaten, die in einen Index aufgenommen werden, in den Tagen nach der Ankündigung des Wechsels, bis zu zwei Wochen nach der Aufnahme, eine überdurchschnittliche Rendite erzielen.

Die ETF-Manager werden aber nicht alle Aktien am Tag der Änderung kaufen oder verkaufen. Sie können einen gewissen Tracking-Error (eine Abweichung vom Index) eingehen und verteilen die Transaktion auf mehrere Tage.

Das Gewicht der Branchen im SMI

Vor Alcon-Abspaltung und Entfernung von Julius Bär



QUELLE: SIX SCHWEIZER BÖRSE NZZ Visuals/cke.

«Der Fondsmanager eines grossen Anbieters wird versuchen, seine Anpassungen mit anderen Transaktionen abzugleichen, andere werden Aktien ausserhalb der Börsen direkt mit einer Gegenpartei handeln», sagt Homberger. «Sobald die Informationen von den Indexanbietern zur Verfügung stehen, werden diese von den Investment-Teams analysiert und die Handelsstrategie festgelegt», so fasst Ed Gordon, Leiter von iShares bei Blackrock Schweiz, das Vorgehen zusammen.

Bewegung trotz Vorwarnung

Erstaunlich ist, dass die Anpassungen, obwohl angekündigt, teilweise markante Auswirkungen auf den Kursverlauf haben. Wie Umstellungen auch Aktienkurse von Schwergewichten bewegen können, zeigt die Aufnahme der Aktien von Amazon in den S&P-Global-100-Index am 1. September 2017. In der Woche vor der Neuaufnahme stieg der Kurs von 945 \$ auf 980 \$. Am 5. September fiel der Kurs wieder auf 965 \$ zurück. In kleineren Nebenwerten – also ausserhalb der Leitindizes – sind die Auswirkungen wegen geringerer Liquidität teilweise noch ausgeprägter. Die regulären Anpassungen der Indexbetreiber betreffen sehr selten Schwergewichte wie Amazon. Meist fällt der leichteste Wert aus dem Index und wird durch einen etwas grösseren ersetzt.

Manche ETF-Anbieter gehen alternative Wege, um auf Indexanpassungen zu reagieren. So änderte der Fonds-Riese Vanguard bereits im Mai 2018 temporär die Benchmarks für drei grosse Fonds, um der Anpassung der amerikanischen Telekommunikationsindizes Standard & Poor's und MSCI im September 2018 vorzubeugen. Diese verschoben sowohl den Google-Mutterkonzern Alphabet als auch Facebook in einen neuen «Communications-Services-Index». Nach der Übergangsphase stellte Vanguard die ETF wieder um.

Die Anpassungen in dieser Woche dürften kaum zu grösseren Bewegungen führen. Die Aktien des Novartis-Spin-off Alcon müssen nicht zusätzlich an der Börse gekauft werden, weil sie durch die Kapitalmassnahme an die bisherigen Besitzer, also auch die ETF gehen. Die Papiere von Julius Bär machen zudem nur etwa 1% des SMI-Gewichts aus.

Mit einer Anpassung werden auch die Sektorgewichtungen innerhalb der Indizes verschoben. An der Abhängigkeit vom Finanz- und Pharmasektor des SMI ändert die jüngste Anpassung jedoch kaum etwas. Der Healthcare-Bereich behält sein Gewicht (mehr oder weniger), da eine Einheit einfach aufgespalten wird, der Finanzsektor verliert den Börsenwert von Julius Bär. Der SMI wird als Ganzes etwas leichter. Das hat jedoch kaum direkte Auswirkungen auf die Investoren.