

Nachfolgend ein Update dazu

1. Einleitung

In den Gedanken zu den Märkten Anlage R vom 14.07.2024 habe ich dargelegt, ob Anleger sich auf eine Rezession in den USA vorbereiten sollen.

Ich habe öfter über die Vor- und Nachteile der Jagd nach einer Rezession diskutiert.

Bis Ende Juli 2024 haben meine Daten die Argumente für eine Rezession nicht unterstützt.

Die US-Arbeitslosenquote steigt nun an und zementiert den Weg zur Zinssenkung der US Notenbank.

Entwicklung des SP 500 nach der erste Zinssenkung



Stehen wir nun am Rande einer Rezession oder stecken wir bereits mittendrin?

Anleger glauben das nicht – vor allem, da die US Notenbank sich darauf vorbereitet, die Zinsen zu senken, um eine solche ohnehin zu verhindern.

Manche verlassen sich auf ihr Bauchgefühl, ich ziehe es vor, mich an die Zahlen zu halten.

Das Blatt hat sich gewendet, die Zinsdifferenz US10Y minus US2Y hat sich normalisiert.

Historisch gesehen erfolgte die Rückkehr zu einer positiv geneigten Kurve nach einer langen Inversion in der Nähe einer Rezession.

Anleger sollten auf eine schnelle Bewegung der Zinskurve achten, sie ist eine Art Frühindikator.

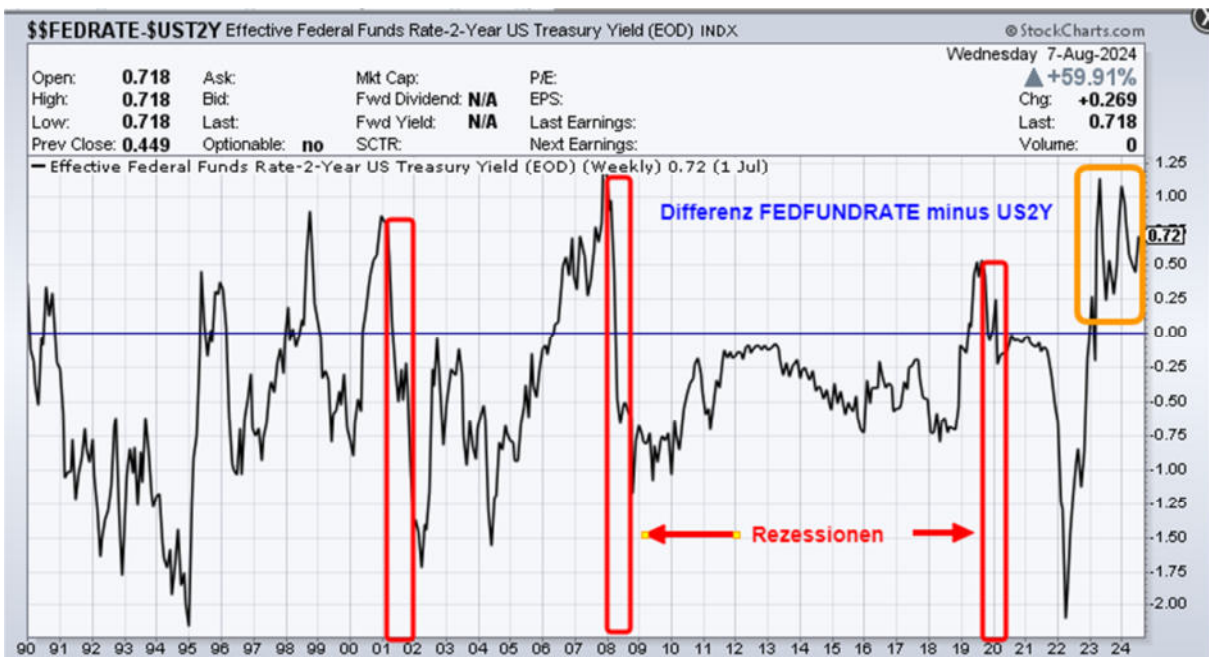


Fazit: Aktienanleger sollten darüber nachdenken, ob die Wahrscheinlichkeit einer Rezession zunimmt.

2. Problemstellung

Wenn die FedFundRate der US Notenbank viel zu hoch ist, ist diese Differenz positiv.

Das ist tendenziell schlecht für Aktien und für die Wirtschaft. Aber es dauert eine Weile, bis die Konjunkturimpulse wirken.



Fazit: Sagt uns der Spread zwischen der FEDFUNDRATE und den 2-jährigen US-Staatsanleihen dass die US Notenbank bereits zu spät ist, genau wie bei den letzten drei Rezessionen?

3. Analyse

3.1. Die Zinskurve US10Y minus US 2Y – Ein Tieftauchgang

Die US Zinskurve US10Y minus US2Y ist etwas Besonderes:



Sie ist zuverlässig, negativ korreliert zum Leitzins der US Notenbank, d. h. sie formt sich in einer voraussehbaren Weise im Laufe eines Zinszyklus.

Es gibt zwei wichtige Aggregatzustände der Zinskurve:

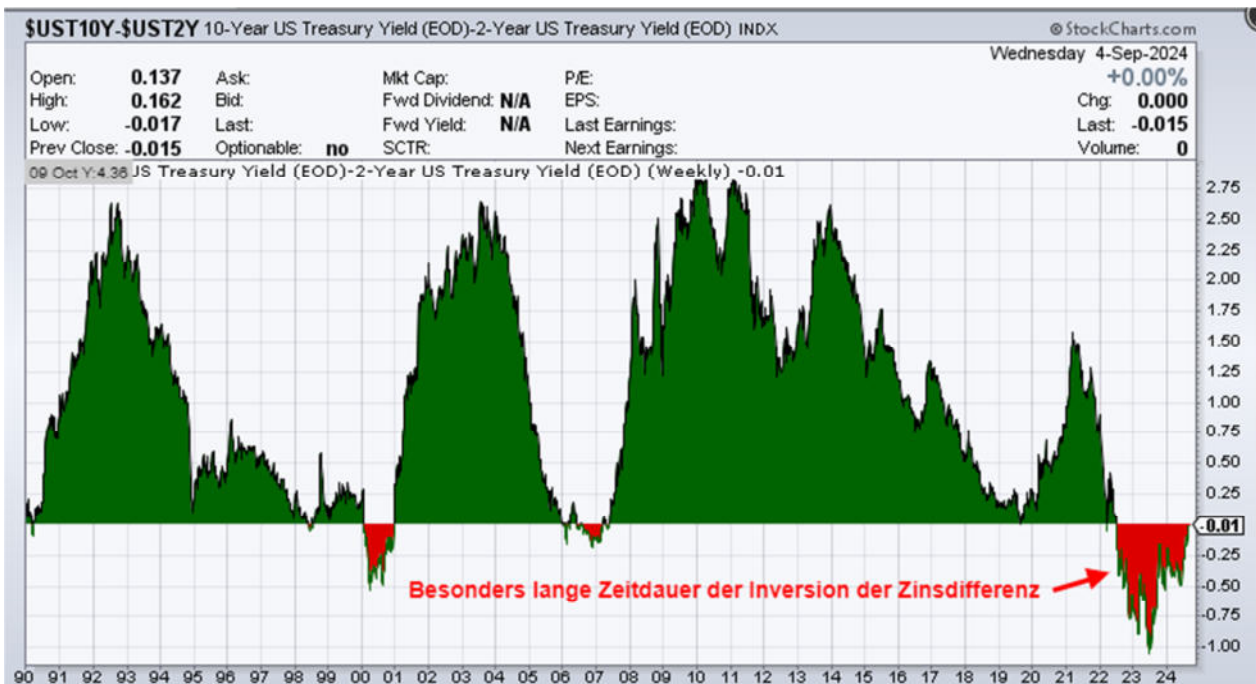
- Bull Steepening (steilere Kurve, ein „Bull Steepener“ ist durch sinkende kurzfristige Zinsen bedingt, die einen größeren Einfluss auf die Zinskurve haben.
- Bear Steepening (steilere Kurve, „Bear Steepener“ durch Veränderungen der langfristigen Zinsen)

Die Komplexität erhöht sich durch den Umstand, dass die US2Y in besonderen Maß und die US10Y ebenfalls – aber weniger – von der Konjunktur und den Zinserwartungen abhängt.

So ist die US2Y die Leitzinserwartung, die US10Y nicht, hat mehr Eigenleben.

Die Zinskurve wird als guter Vorläufer für Rezessionen betrachtet. Die aktuelle Inversionsdauer ist rekordverdächtig hoch, aber eine Rezession ist bisher ausgeblieben.

Inversionen sind normal. Je tiefer die Inversion, desto länger hält sie an. Die aktuelle Inversion ist besonders tief und lang!



Voraussetzung für eine Rezession ist ein Re-Steepening (Normalisierung der Zinskurve). Aktuell sind wir in einer Re-Steepening Phase, aber ist es ein gültiges Signal!

Klassisch wäre ein Bull-Steepener und nicht ein Bear-Steepener, wie aktuell passiert.

Der Dotplot (FED Konsens in 1 Jahr vorwärts) hat gedreht nach einer Spitze in 2023 von 5% auf 4,125%, der langfristige Endpunkt der FED-Projektion ist leicht gestiegen von 2,5% auf 2,75%, die Differenz dieser beiden Punkte ist hoch korreliert mit der Zinskurve und bestätigt ein leichtes Re-Steepening.

3.2. Die Zinskurve US10Y minus US2Y – Rezessionen

Eine Untersuchung der letzten drei Rezessionen 2001, 2008 und 2020

In allen drei Rezessionen konnte man sehr gut Geld verdienen, einen guten Teil verdiente man allerdings vor der Rezession, und zwar etwa die Hälfte.

Vorläufer für eine Rezession war in jeden Fall eine Inversion der Zinskurve.

Eine Regel besagt: Je tiefer die Inversion, desto länger hält sie an. Die aktuelle Inversion ist deutlich tiefer als in 2001/2008/2020.

Jedes Mal hat die Kurve vor der Rezession nach oben gedreht, und zwar jedes Mal etwa 6 Monate vor der offiziellen Rezession.

Das bedeutet aber auch: Jedes Mal wenn die US Notenbank die Zinsen reduziert hat, war die Kurve deutlich positiv.

Das aktuelle Steepening ist bereits 12 Monate alt.

Die US Staatsanleihe 10Y fällt während der Rezessionen: In 2001 um maximal 0,7%, in 2008 um maximal 1,8% und in 2020 um maximal 0,5%.

Noch während der Rezession steigt die US Staatsanleihe 10Y aber wieder kräftig.

Das Re-Steepening in 2001 war ein klares Bull Steepening

Das Re-Steepening in 2007 war ein klares Bull Steepening

Das Re-Steepening in 2019 war ein klares, kurzes Bear Steepening, aber gleich danach crashten die Zinsen geradezu, speziell auch die langen.

3.3. Aktuell 2024



Für eine explosive Versteilerung braucht es (im positiven Fall Bull Steepening) eine Rekalibrierung der FED-Guidance bzw. (im negativen Fall Bear Steepening) eine Kapitulation der Carry-trader wegen höherer Inflationserwartungen z. B. durch die US-Wahlen.

Die aktuelle Steepening Periode ist ein Bear Steepening, wenn auch kein ausgeprägtes.

Normalerweise ist das Re-Steepening eine extrem schnelle Bewegung; dieses Mal nicht.

Das Re-Steepening hat abrupt geendet und ist in eine Seitwärtsbewegung eingeschwenkt; Merkwürdig!

Ein gewisses Re-Steepening hat in 2023 stattgefunden, ist aber noch nicht komplett: Schuld sind die zähe Inflation und ein starker Arbeitsmarkt. Beides läuft aber meines Ermessens nach in die Richtung von Zinssenkungen.

Bisher wurden noch kaum Kapitalgewinne eingefahren, das impliziert, dass die Zeit zu einer offiziellen Rezession noch dauert.

Die Kurve in 2024 ist komplett eingefroren, aber langsam beginnt sie aufzutauen (Anm.: Zinsdifferenz wird positiv).

Ein super interessanter Punkt im Zinszyklus: Make it or Break it (Anm.: Alles oder Nichts)

Die Aussichten für einen einträglichen Bull Steepener sind nicht schlecht, aber es wird langsam
Zeit: Was bringen die US Wahlen?

Immerhin - Mein Konjunkturmodell zur Erkennung einer Rezession geht in die richtige
Richtung; Inflation sinkt und Arbeitslosenrate steigt.

4. Zusammenfassung – Rezession oder nicht?

Drei wichtige Punkte:

4.1. Die Botschaft der Zinskurve

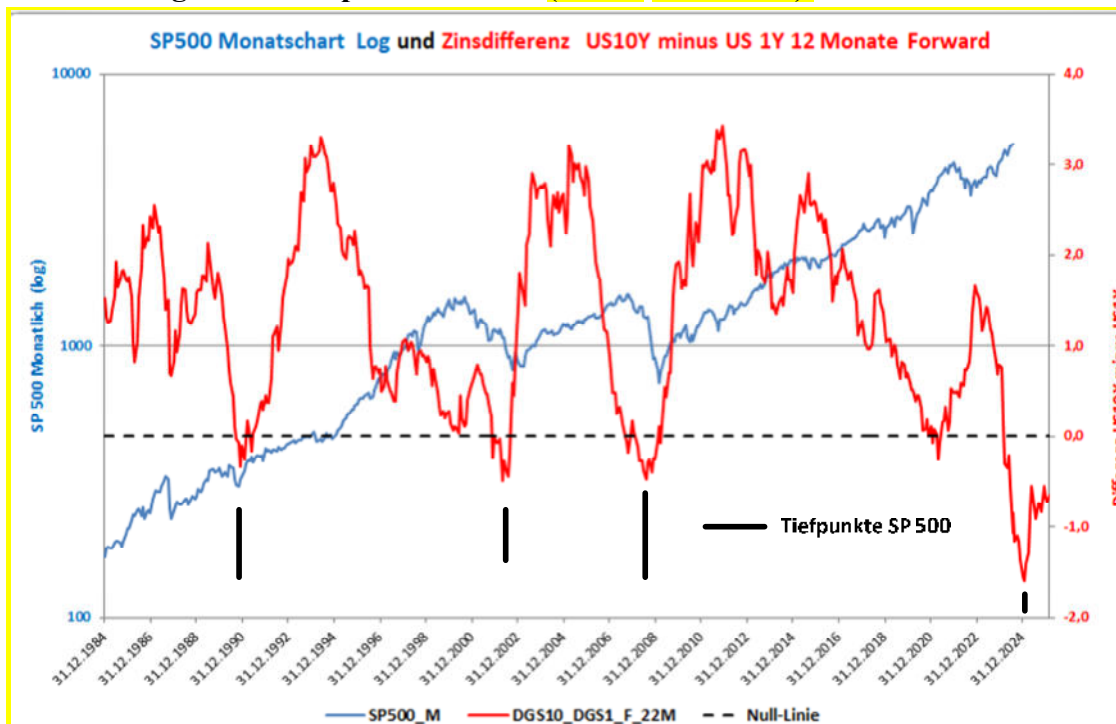
Inverse Zinskurven haben sich in den letzten Jahrzehnten als perfekte Vorhersagemethode für
Rezessionen erwiesen.

Die Frage, die uns jedoch noch immer beschäftigen sollte, ist, was das für den Aktienmarkt
bedeutet, und die Antwort darauf ist nicht so eindeutig.

Es ist möglich, dass die Aktienkurse bei einer inversen Zinskurve auch steigen können.

Der Prozess der Abflachung bis hin zur Inversion ist historisch gesehen eigentlich eine ziemlich
bullische Bedingung für Aktien. Und dieser Prozess dauerte ungefähr bis Mitte 2024. Das sollte
eine bullische Phase für den Aktienmarkt bedeuten und war es auch bis Ende August 2024.

Aber die Botschaft, welche das nachfolgende Diagramm zeigt, dass der Aktienmarkt
typischerweise etwa 22 Monate nach dem Tiefpunkt der Zinsdifferenz US10Y minus US1Y
einen wichtigen Preistiefpunkt erreicht (Anm.: Mai 2025?).



Man sollte dieses Modell im Hinterkopf behalten, ob dieses Modell vielleicht wieder
funktionieren wird um zu sehen, ob ein wichtiger Tiefpunkt im Aktienmarkt kommen wird.

4.2. Ist die Rezession jetzt unausweichlich?

Viele sind mit der Steigung der Zinskurve als Indikator für Rezessionen vertraut: Die Erfolgsbilanz ist nahezu perfekt, und dafür gibt es gute Gründe.

Nach einer längeren Inversion hat sich die US-Zinskurve gerade umgekehrt.

Hier ist, warum das wichtig ist.

Wenn es dieses Mal nicht anders ist, dann läuft das Rezessionsszenario richtig ab:

a) Die Zentralbank erhöht die Zinsen aggressiv; bereits geschehen.

b) Die Märkte signalisieren, dass die Bedingungen zu eng sind: Die Zinskurve kehrt sich um

Wo stehen wir heute? Die Zinskurve war 27 Monate lang invertiert und kehrt sich nun aufgrund der Verlangsamung des Arbeitsmarktes wieder um.

c) Die Kurve bleibt 12–27 Monate lang (!) invertiert

Die Verzögerungen sind in diesem Zyklus besonders lang, weil die US-Wirtschaft so strukturiert ist: Hypotheken mit festem Zinssatz und Unternehmensanleihen haben den privaten Sektor vor höheren Zinsen geschützt. Makro-Verzögerungen sind lang. Aber sie sind nicht verschwunden.

d) Die Wirtschaft verlangsamt sich

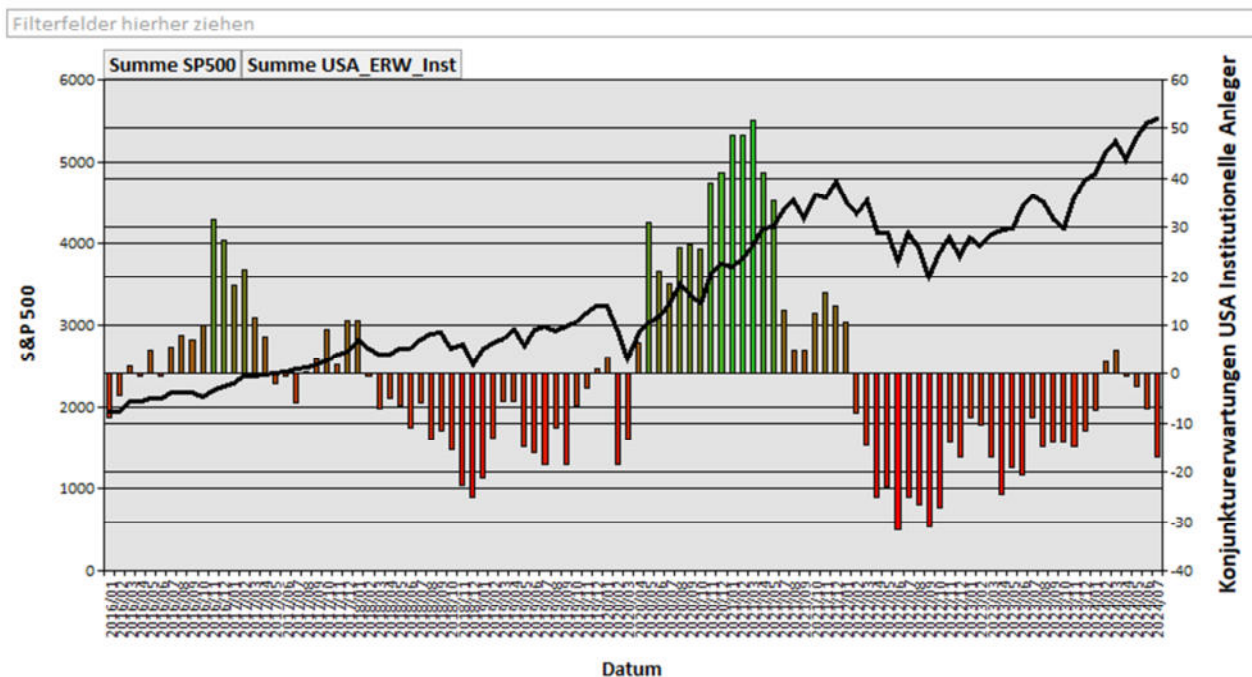
Die makroökonomischen Verzögerungen treten ein und die US-Wirtschaft verlangsamt sich stärker.

Mit der Verschlechterung der Arbeitsmarktlage verdüstern sich die Konjunkturaussichten.

Der S&P 500 hat sich von den Fundamentaldaten entkoppelt.

Gegenwärtig ist es wieder so weit, Chart nachfolgend ab 2016/01.

USA: S&P 500 und Konkunturerwartungen institutionelle Anleger



Optimistische Interpretationen der sich verschlechternden Daten wirken immer konstruierter, während die klassischen Anzeichen eines Konjunkturabschwungs immer schwerer zu ignorieren sind - US-Wirtschaft befindet sich heute auf einer schiefen Bahn.

e) Es kommt zu einer spätzyklischen Steilheit der Zinskurve (!)

f) Schließlich kommt es zu einer Rezession

Anleger sollten beachten Sie, dass die Rezessionen der 1989er und 1990er Jahre sowie die Rezessionen von 2001 und 2008 allesamt auf eine lang anhaltende Inversion folgten und allesamt erst auftraten, nachdem sich die Kurve bereits wieder umgekehrt hatte.

Aber der entscheidende Punkt ist hier folgender:

Die Märkte rechnen damit, dass wir uns in der Nähe von Punkt f) befinden.

Doch die Daten für mein Modell zur Erkennung der Rezessionswahrscheinlichkeit zeigen, dass wir uns noch immer bei Punkt d) bzw. e) befinden.

4.3. Andere Indikatoren Rezession

Manche Anleger meinen die jüngste Verschärfung der Zinsdifferenz suggeriere keine Rezession, weil die Desinvertierung (Umkehrung) der Zinsdifferenz in diesem Zyklus nicht funktioniert.

Denn in der Vergangenheit als die Zinsdifferenz wieder positiv wurde, weiteten sich die Kreditspreads aus.

Und während die Zinsdifferenz wieder positiv wird und steigt, haben sich die Kreditspreads verengt, deshalb kein Rezessionssignal.

Der nachfolgend Chart zeigt die Zinsdifferenz (links, blau) und die Kreditspreads (rechts, rot).

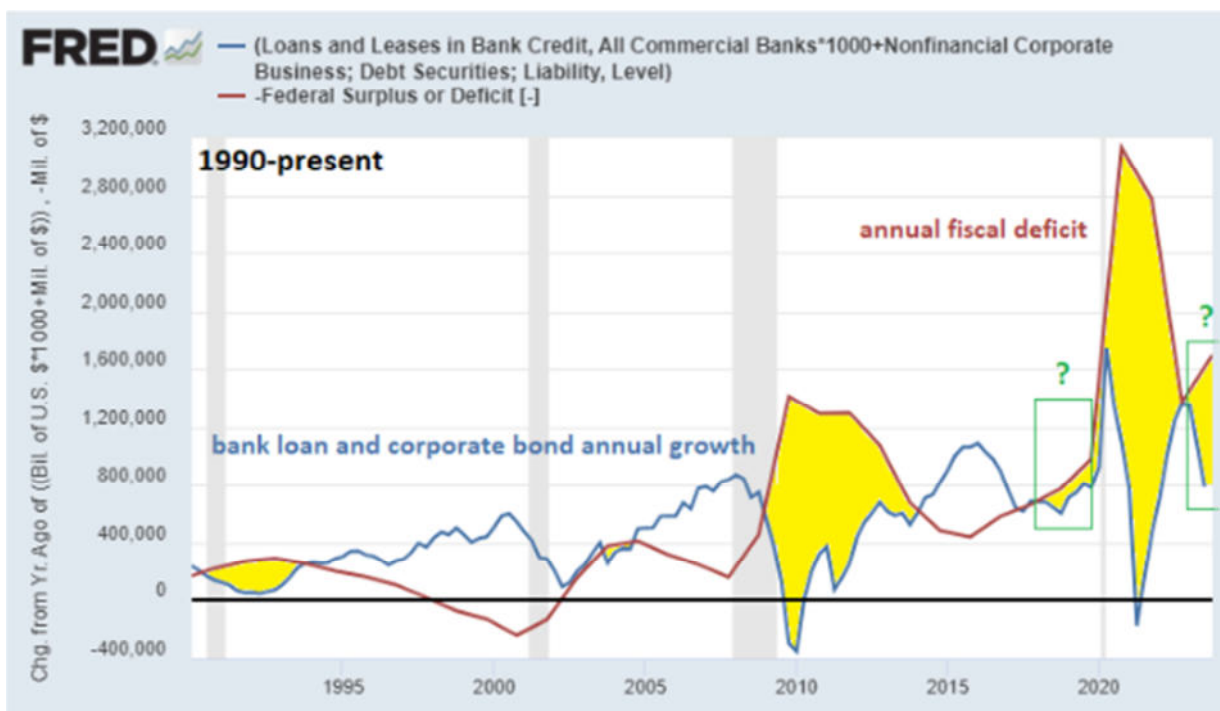


Man sieht deutlich, während die Zinsdifferenz wieder positiv wird, bleiben die Kreditspreads unten.

Wie ist das zu erklären?

Der Kreditzyklus in diesem Zeitraum war bisher nicht der Haupttreiber der Wirtschaft.

Es ist die fiskalische Dominanz (gelbe Markierung im nachfolgenden Diagramm).



Die jährlichen Haushaltsdefizite übersteigen die Summe der jährlichen Nettokreditvergabe der Banken und der jährlichen Nettoemission von Unternehmensanleihen, insbesondere wenn sie nicht durch eine Rezession verursacht wurden (Rezessionen sind grau markiert).

Wird es 2025 eine Rezession geben? Die kurze Antwort lautet: Ich weiß es noch nicht.

Aber wichtig ist: Falls es eine Rezession geben sollte, wird sie wahrscheinlich anders aussehen, als wir es gewohnt sind, wenn man bedenkt, dass die USA vor dem dann folgenden Konjunkturprogramm infolge Rezession bereits ein Defizit von 7% des BIP aufweisen.

Es wird interessant werden, die USA haben bisher noch nie eine Rezession erlebt aufgrund einer schwachen Wirtschaft inmitten einer Dominanz der Haushaltspolitik. Dies war bisher nur in den Schwellenmärkten zu finden.

Fazit: Eine Rezession ist alles andere als sicher, aber es bilden sich Risse im Fundament.

Wenn Arbeitsplätze, Produktion und Energienachfrage gleichzeitig zurückgehen, ist Vorsicht geboten.



4.3. Rezessionssignal aus dem Bondmarkt?

Die Zinskurve beginnt sich zu normalisieren.

Am amerikanischen Bondmarkt kehrt ein wichtiger Teil der Zinskurve (Differenz US10Y minus US2Y) in den Normalzustand zurück.

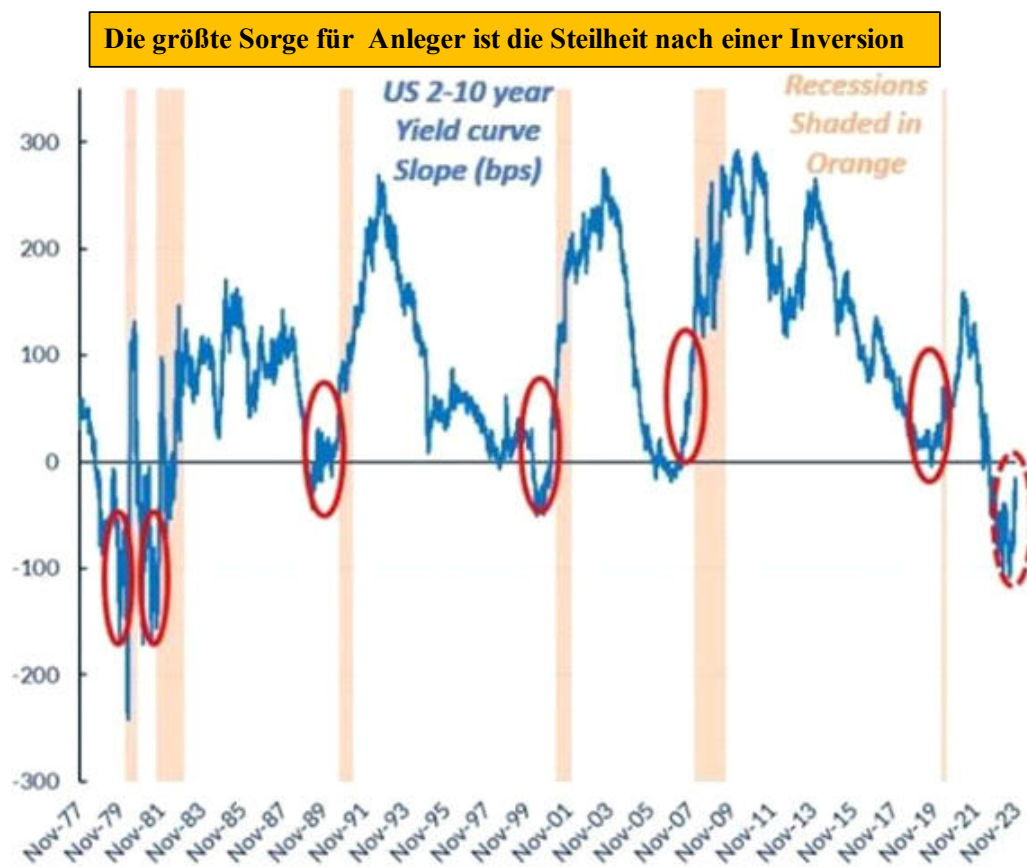
Das hört sich zunächst erfreulich an, gilt aber als zuverlässiger Vorbote gravierender Probleme.

Ich kann keine Entwarnung geben, da es in den USA nur dann zu Rezessionen kommt, wenn die Zinskurve wieder steiler geworden ist, und oft auch nur, wenn sie wieder im positiven Bereich liegt.

Eine Abkehr von einer Inversion wird also normalerweise als positiv angesehen, bedeutet aber eigentlich, dass wir dem Moment der Wahrheit näher kommen.

Schauen sie als Anleger auf das nachfolgende Diagramm:

Werfen Sie einen Blick auf das Diagramm unten: Es ist die Desinversion, die Anleger genau beobachten sollten, nicht die anfängliche Inversion!



5. Meine persönliche Meinung - Einige Überlegungen zu Rezessionsrisiken

Steht ein wichtiges Ereignis für die Märkte bevor?

Am seidenen Faden hängt es



Jeder Weg zu einer sanften Landung ist übersät mit Schlaglöchern aus Rezessionsangst!

Man darf nicht vergessen, dass sowohl eine Rezession als auch eine sanfte Landung zunächst denselben Verlauf nehmen – die Inflation lässt nach und das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich.

Wenn dies geschieht, sprechen die Daten – schwächere Inflation und schwächeres Wachstum – für beide Ergebnisse.

Fazit: Daher ist es wichtig zu erkennen, dass jeder Weg zu einer sanften Landung mit Schlaglöchern aus Rezessionsängsten übersät ist!