

Achtung vor dem Wechsel des Fokus!

Description

Nachdem die Fed einen radikalen Kurswechsel in der Ausrichtung ihrer Geldpolitik bekanntgegeben hat, setzte bei den Anlegern Nachdenken ein. Das führte dazu, dass die Zinsstruktur am kurzen Ende je nach betrachteten Zeitreihen leichte Inversion zeigte.

Der Verlauf der Rendite-Differenz der zehnjährigen TNotes zu den 13-wöchigen TBills gilt als zuverlässiger Frühindikator (siehe [hier!](#)) hinsichtlich Aufkommens einer Rezession. Zuletzt trat hier im August 2006 eine Inversion auf, im Dezember 2007 folgte die Rezession.

Warum kommt es dazu, dass die Rendite-Differenz negativ wird?

In einer wachsenden Wirtschaft werden langfristige Kredite zu einem erhöhten Zinssatz ausgereicht, weil einerseits die Kreditgeber das Risiko höher einschätzen als bei kurzfristigen Darlehen, andererseits die Kreditnehmer davon ausgehen, dass die Zinsen in der Laufzeit der Darlehen weiter steigen werden. Oder aus Sicht eines Akteurs an den Finanzmärkten: In einer solchen Situation werden zunehmend riskantere Anlagen mit einem höheren Ertragspotenzial gesucht, dementsprechend werden Anleihen verkauft, was deren Renditen steigen lässt.

Mit einem schwächeren Wirtschaftsausblick suchen Anleger zunehmend sicherere Anlagen, die Kurse von Staatsanleihen steigen, dementsprechend sinken deren Renditen. Man kann es auch anders sagen: Trübt sich der Wirtschaftsausblick ein, akzeptieren Anleger langfristige Renditen unter dem Niveau kurzfristiger Renditen, weil sie davon ausgehen, dass die Zinsen sinken werden. Oder auch so: Wegen der unsichereren Zukunftsaussichten werden zunehmend weniger langfristige Kredite nachgefragt, die Zinsen am langen Ende sinken; Kreditbedarf wird eher am kurzen Ende befriedigt, was die Zinsen dort steigen lässt.

Die Inversion der Zinsstruktur verstärkt sich mit der Eintrübung der wirtschaftlichen Zukunftsperspektiven immer weiter. Beginnt die Inversion der Zinsstruktur, so vergehen noch vier bis sechs Quartale, bis es tatsächlich zu einer Rezession kommt. Beginnt die Fed schließlich, die Leitzinsen zu senken, wird die Zinsstruktur gewöhnlich rasch wieder positiv. Das darf dann aber nicht als Entwarnung missverstanden werden, sondern als ein zeitnäheres Warnsignal, dann vergehen oft nur noch wenige Monate bis zum Beginn einer Rezession ([Chartquelle](#)).



Das Kreditgeschäft der Banken floriert so lange, so lange die Zinsen am langen Ende höher sind als die am kurzen Ende, über die sie sich refinanzieren. Nimmt die Differenz der langen zu den kurzen Zinsen jedoch deutlich ab, gehen früher oder später auch die Ausleihungen zurück. Manchmal, wie 2008, erleben diese mit dem durch Leitzinssenkung wieder positiven Renditespread noch eine kurze Renaissance. Kommt es zu einer nachhaltigen Kreditverknappung, wirkt das als Brandbeschleuniger. Das Pleiterisiko bei Firmen und Verbrauchern steigt schnell an und kann Banken in Schieflage bringen ([Chartquelle](#)).



Ich habe die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer Rezession in diesem Blog wiederholt diskutiert. Die Verschuldung der Unternehmen in den USA ist seit Mitte 2008 um 46%, die der Haushalte um 7% und die öffentliche Verschuldung um 115% angewachsen, die Gesamtverschuldung bezogen auf das BIP hat um rund 50% hat auf fast 250% zugelegt. Das zeigt das Gefahrenpotenzial, das die nächste Rezession freisetzen kann.

Das Nachdenken über den [Schwenk der Fed](#) und die Inversion der Zinsstruktur hielt nicht lange an. Schon bald standen und stehen wieder die Verhandlungen USA-China über den Handelsstreit im Fokus. Hier soll es weitere Fortschritte geben. In der kommenden Woche findet die nächste Gesprächsrunde statt.

Der Zollstreit, den US-Präsident Trump vom Zaune gebrochen hat, hat in der ersten Reaktion dazu geführt, dass Firmen benötigte, im Ausland hergestellte Produkte massiv gekauft und auf Lager gelegt haben, um den Strafzoll-bedingten Kostensteigerungen zuvor zu kommen. [Das zeigte sich z.B. in der Entwicklung des US-BIP im zweiten und besonders im dritten Quartals 2018 deutlich.](#)

Der Verlauf des Dow Jones Transport Index (DJT) spricht in diesem Zusammenhang Bände. Unmittelbar mit der Wahl von Trump zum US-Präsidenten im November 2016 bekam der Index den ersten Schub. Er stieg innerhalb von vier Wochen um gut 16%. Ein ganzes Jahr oszillierte der Index dann um den erreichten Stand, bis er mit Beginn der heißen Phase im Handelsstreit USA-China im Dezember 2017 nach oben ausbrach. Der DJT erreichte schließlich Mitte September sein Allzeithoch, etwas früher als der S&P 500. Die Synchronität zwischen S&P 500 und DJT blieb seitdem in etwa erhalten – bis zur Jahreswende. Danach entwickelte sich der S&P 500 bis Mitte Februar etwas besser als der DJT. "Mitte Februar" – das ist auch der Zeitpunkt, wo sich die Berichte verdichteten (und das entsprechende Gezwitscher von Trump zunahm), dass die Verhandlungen zwischen den USA und der VR China hinsichtlich Beilegung des Handelsstreits voran kommen. Seither zeigt der DJT deutliche Schwäche, und zwar relativ zum S&P 500, wie auch absolut.



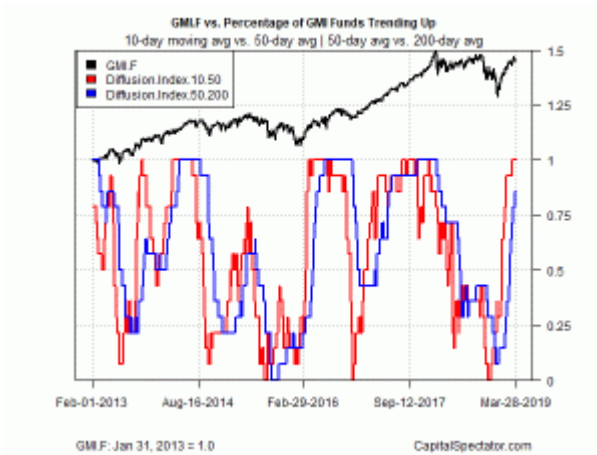
Transportfirmen haben im Zuge des Handelsstreits massiv expandiert und sitzen jetzt auf teuren Überkapazitäten. Hinzu kommt, dass die Finanzierung von Lagerbeständen bei den Unternehmen zusätzliche Kosten verursacht. Wenn es letzten Ende doch zu der nächsten Runde an Strafzöllen kommen sollte, kann man argumentieren, dass sich die Lager-Investitionen gelohnt haben. Wenn man sich aber in den Verhandlungen einigt, war das eine Fehlinvestition. Dann wird das Augenmerk vor allem auf die geschmälernten Gewinne gerichtet, nicht nur im Transportbereich, und damit auch auf die Frage der Unternehmensbewertung.

Nach Dow-Theorie gilt der DJT als wichtiger Indikator. Das ist auch besonders in einem Kontext globalisierter Produktion plausibel. Damit hält der DJT eine ungünstige Prognose bereit, zumindest aber ein deutliches Warnzeichen.

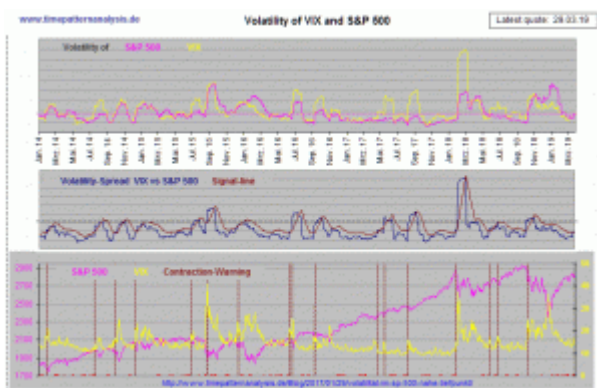
Was die Kosten der Unternehmen allgemein angeht, so scheint sich hier ebenfalls eine Wende anzubahnen. Der Anteil der Unternehmensgewinne an der Nettowertschöpfung der Unternehmen stagniert per viertem Quartal 2018, auch der Anteil der Löhne zeigt auf seinem Weg abwärts Tempoverlust. Mit anderen Worten: Seit Mitte 2017 ging die Schere hier zugunsten der Profite noch einmal auf, nun scheint diese Entwicklung zu stocken. Die zuletzt stärker gestiegenen Löhne zeigen erste Wirkung ([Chartquelle](#)).



Schließlich warnt auch der folgende Chart vor einer heiß gelaufenen Rallye. Er stellt dar, bei wie vielen der dem Chart zugrunde liegenden ETFs die SMA50 über der SMA10 liegt (rot – Maß für kurzfristige Trendstärke) und bei wie vielen die SMA200 über der SMA50 liegt (blau – Maß für mittelfristige Trendstärke). Erreichen beide Kurven ihr Maximum (im Chart die Marke von „1“), ist eine Korrektur beim Global Markets Index (GMI.F) nicht weit ([Chartquelle](#)).



Beim S&P 500 ist die Einschätzung gegenüber der Vorwoche unverändert. Der Index zeigt Anzeichen eines Rounding Topp, Einbrüche werden zwar noch relativ schnell gekauft, aber insgesamt lässt die Dynamik nach. Der VIX, Angstmesser an Wall Street, scheint spiegelbildlich zum S&P 500 einen „runden Boden“ auszubilden (unterer Chart). Zeichen von Instabilität weisen darauf hin, dass sich beide Indices nicht mehr exakt konträr entwickeln, warnen vor einem möglichen Rücksetzer bei Aktien.



Wird im Handelsstreit USA-China das erhoffte Ergebnis erreicht, dürfte es (nach einer ersten Euphorie) übergeordnet zum „sell the news“-Effekt kommen. Ob noch das Hoch aus Ende Januar 2018 oder sogar das Allzeithoch von Ende September erreicht wird? Schwer zu sagen, möglich ist alles. Aber wo Phantasie für weiter steigende Kurse kommen soll, ist mir schleierhaft angesichts immer deutlicher werdender Zeichen einer globalen Wachstumsabschwächung ([Chartquelle](#)).



Im Rahmen einer Korrektur ist auf der Unterseite im S&P 500 der Pegel bei 2788 von Belang. Dann kommt das 62er Retracement des Abstiegs zwischen Anfang Oktober und Jahreswende bei 2710 ins Visier. Bedeutsamer ist die Zone um 2640, hier liegt einerseits das 50er Retracement, andererseits gibt es hier weitere statische Support-Pegel. Im Bereich des 38er Retracements bei 2575 schließlich liegen Tiefs aus den ersten vier Monaten 2018. Unterhalb dieser Zone ist die Kellertüre offen.



Die Makrodaten zeigen zunehmende konjunkturelle Schwäche in einem Kontext seit 2008 deutlich gestiegener Verschuldung. Wenn der Fokus auf den Handelsstreit USA-VR China erledigt ist (mit oder ohne Einigung), richtet sich die Aufmerksamkeit der Akteure auf die Frage der Gewinnaussichten der Unternehmen und damit auch auf deren (hohe) Bewertung.