

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 28

- 16 Immoservice: Fragen zur E-Mobilität
- 17 Zweifel an der Inflation
- 19 Palladium klettert auf Allzeithoch
- 20 Zu Besuch bei: Sika

«Es herrscht Alarmstufe Rot»

Campbell Harvey, Universitätsprofessor, glaubt an die Aussagekraft der inversen Zinskurve und sagt, wie sich Anleger auf eine Rezession vorbereiten können.

Sein Name ist selbst in Ökonomenkreisen wenig bekannt, obschon seine Erkenntnisse in den letzten Monaten intensiv diskutiert wurden. Campbell Harvey hat 1986 in seiner Dissertation als Erster aufgezeigt, dass auf eine Inversion der Zinskurve eine Rezession folgt. Er sei überrascht über das plötzliche Interesse an einem Befund, den er vor über dreissig Jahren nachgewiesen habe, sagt der Professor der amerikanischen Duke University im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft». Von Kritik an seinem Modell hält er wenig. Die Erfolgsserie an korrekten Vorhersagen spreche für sich.

«In den letzten fünfzig Jahren hat die inverse Zinskurve nie zu einer falschen Prognose geführt.»

Herr Harvey, Sie spalten die Welt der Ökonomen. Die einen glauben Ihren Worten, dass die inverse Zinskurve die nächste Rezession ankündigt, die anderen sprechen von Zinskurvenhysterie. Was, wenn dieses Mal die Kritiker richtigliegen? Es gibt immer wieder Leute, die überzeugt sind, dass dieses Mal alles anders ist. 2006 und 2007, vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise, sagte die US-Notenbank Fed, dass man sich in neuen Zeiten befinde und die inverse Zinskurve ein irrelevanter Indikator sei. Das Fed war auch nicht gewillt, seine Haltung zu ändern. Es belies die Leitzinsen auf 5,25%. Heute wissen wir, dass dies ein massiver Fehler war.

Und doch ist heute einiges anders als damals. Nie zuvor haben Zentralbanken die Zinsen derart tief gehalten. Mein Modell beruht auf sehr simplen Annahmen. Die Zentralbanken und ihre Politik spielen darin keine Rolle. Es ist also nicht von Relevanz, wie die Notenbanken agieren. In den vergangenen fünfzig Jahren hat das Modell kein einziges falsches Signal produziert. Sieben Mal überstiegen die Zinsen am kurzen Ende diejenigen am langen Ende, sieben Mal war die Folge eine Rezession. Ich kann also guten Glaubens davon ausgehen, dass diese Korrelation auch dieses Mal eintreten wird.

Die Wirtschaft könnte schwächeln, ohne in eine Rezession zu fallen. Mein Modell wird immer wieder mal falsch interpretiert. So wird behauptet, Rezessionen seien die Folge einer inversen Zinskurve. Dabei zeigt sie lediglich auf, dass sich das Wirtschaftswachstum in den folgenden Monaten verlangsamen wird. Es muss nicht zwingend zu negativem Wachstum führen. Es reicht schon, wenn das Wachstum tiefer ausfällt als in den Vorjahren. Das ist die empirische



Die Börsen seien selbstgefällig geworden. Dabei müssten sich Anleger jetzt auf die Rezession vorbereiten.

BILD: NATHALIA WEEDY

Zur Person

Campbell «Cam» Harvey (61) gilt als «Godfather» der inversen Zinskurve. Der aus Kanada stammende Ökonom hat 1986 in seiner Dissertation aufgezeigt, dass auf eine Inversion der Zinskurve mit etwas zeitlichem Abstand eine Rezession folgt. Bis vor kurzem wurde diese Erkenntnis nur von wenigen Ökonomen beachtet. Seit der jüngsten Inversion ist Harveys Modell fast in aller Munde.

Harvey ist Professor in Finance an der Fuqua Business School der Duke University in North Carolina. Daneben ist er wissenschaftlicher Mitarbeiter des National Bureau of Economic Research (NBER) in Cambridge, Massachusetts. Zuvor hatte er an der Chicago University im Bereich Finanzwirtschaft doktoriert.

Beobachtung. Selbst wenn eine Rezession verhindert würde, aber das Wachstum einbräche, hätte mein Modell kein falsches Signal gegeben.

Wie akut ist die Gefahr? Seit Mai ist die Zinskurve über drei Monate hinweg invers geblieben. Das heisst für mich Code Red, also Alarmstufe Rot.

Was heisst das für die Wirtschaft? Sie muss sich damit auseinandersetzen, dass eine Rezession innerhalb der nächs-

ten sechs bis achtzehn Monate einsetzt. Das Positive ist, dass die inverse Zinskurve ein vorauslaufender Indikator ist. Es bleibt also viel Zeit, sich vorzubereiten und die Rezession zu planen. Seien es Unternehmen, die kein zusätzliches Geld aufnehmen, um neue Fabriken zu bauen, oder die ihre Kapitalausgaben zurückfahren und weniger Personal einstellen. Oder seien es die Konsumenten, die nun daran denken sollten, ihre Kreditkartenschulden zurückzahlen oder auf teure Familienferien zu verzichten.

Sie provozieren mit Ihrem Modell eine Wachstumsverlangsamung. Es könnte durchaus eine sich selbst erfüllende Prophezeiung sein. Ich sehe es aber anders. Erstmals haben wir die Möglichkeit, eine Rezession zu managen. Die globale Finanzkrise von 2008 war ein Schock, es traf viele von uns unglaublich hart, obschon es im Vorfeld Anzeichen für einen Abschwung gab. In Schocksituationen reagiert keiner rational, weder Unternehmen noch Individuen.

Dennoch: Wenn alle so sehr auf eine Rezession vorbereitet sind, wird sie sich kaum einstellen. Das wäre der Idealfall. Es ist nicht mein Ziel, eine Rezession herbeizureden. Das Modell soll für Unternehmen und Entscheidungsträger ein Managementtool sein, dank dem sie sich rechtzeitig für den Abschwung der Wirtschaft vorbereiten, unabhängig von anderen Institutionen.

Die Finanzmärkte zeigen sich davon unbeeindruckt. Zahlreiche Indizes notieren nahe am Rekordstand. Die Börsen sind nach Jahren des Aufschwungs selbstgefällig geworden. Das Wachstum in den USA ist robust, die Arbeitslosigkeit auf historischem Tief. Das sieht nicht wie eine Rezession aus. Es geht immer wieder vergessen, dass vor einer Rezession Wachstum und Arbeitsmarkt relativ stark sind. Erst in einer Rezession ändern sich die Vorzeichen.

«Zum ersten Mal haben wir die Möglichkeit, eine Rezession zu managen und einen Schock zu vermeiden.»

Was raten Sie Anlegern, um das Portfolio rezessionssicher zu machen? Nicht abwarten, bis die Rezession einsetzt. Jetzt kann man sich in Ruhe überlegen, welche Positionen vor einem Abschwung verkauft werden sollten. Es liegt auf der Hand, welche Titel das grösste Korrekturpotenzial haben: die von hoch bewerteten und überschuldeten Unternehmen. Ich würde jetzt einerseits auf defensive und qualitativ überzeugende Valoren sowie andererseits auf Value-Aktien setzen.

INTERVIEW: PASCAL MEISSER, London

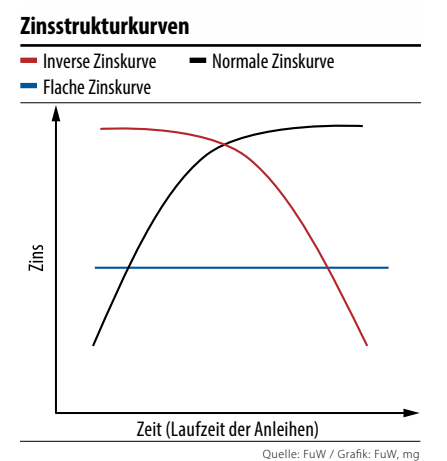
Die Zinskurve

Bei Anleihen gilt in der Regel: Je länger die Laufzeit der Schuldpapiere ist, desto höher fallen die Zinszahlungen aus. Denn mit steigender Bindungsdauer steigt auch das Risiko des Anlegers. Diese zunehmende Gefahr kann etwa ein Anziehen der Inflation sein oder die Ungewissheit über die Bonität des Schuldners zum Zeitpunkt der Rückzahlung der Anleihe.

Der Verlauf der kurzfristigen zu den langfristigen Zinsen nach Laufzeit der Anleihe ergibt grafisch die Zinsstrukturkurve (meist verkürzt Zinskurve genannt). Die Zinsen am kurzen Ende werden primär von der Geldpolitik beeinflusst. Ist sie locker, sind die Renditen tief. Werden die geldpolitischen Zügel angezogen, können Anleger höhere Zinsen erwarten. Das lange Ende der Kurve spiegelt die Erwartungen der Marktteilnehmer. Wird eine verhaltene Inflation erwartet, ist der Zins tief. Droht ein Teuerungsschub, steigen die Zinsen.

Im Normalfall ist die Zinsstrukturkurve steigend. Kurzfristige Zinsen sind niedriger als die Zinsen für längerfristig gebundenes Kapital (vgl. Grafik). Wenn aber die Sätze für alle Zinsbindungsdauern in etwa gleich hoch sind, spricht man von einer flachen Zinsstrukturkurve. Von einer inversen Zinsstrukturkurve ist die Rede, wenn die kurzfristigen Zinsen über das Niveau der langfristigen steigen. Dies bewirkt, dass die Zinskurve fällt.

Dies passiert dann, wenn Notenbanken die Zinsen am kurzen Ende durch Zinserhöhungen nach oben treiben oder wenn Anleger aus Angst vor einer schwächelnden Konjunktur ihr Kapital verstärkt in langfristige Obligationen stecken. Dies treibt deren Preis nach oben und die Rendite nach unten. Die Börse beachtet das Geschehen genau, weil der Verlauf der Zinskurve Rückschlüsse auf den Zustand der Konjunktur zulässt. Dies ist äusserst wichtig für die Einschätzung der weiteren Kursaussichten. Ein inverser Verlauf ist ein Vorbote von Wirtschaftsschwäche, wie Campbell Harvey in seiner Dissertation 1986 erstmals aufgezeigt hat.



Quelle: FuW / Grafik: FuW, mg

Hysterie und Fehlsignal: Das sagen die Kritiker

Die Frage, ob eine Inversion der Zinsstrukturkurve tatsächlich auf eine Rezession hindeutet, wird unter Ökonomen kontrovers diskutiert. Zu den grössten Kritikern des Modells von Campbell Harvey gehört Sonal Desai, die Fixed-Income-Anlagechefin von Franklin Templeton. Desai spricht in einem Kommentar von einer Zinskurven-Hysterie. «Die Kurve sagt nichts darüber aus, was der Wirtschaft bevorsteht», so Desai. Aus ihrer Sicht sind die Märkte ausschliesslich auf die Notenbanken fixiert und ignorieren, was in der Realwirtschaft passiert.

Die UBS wiederum sieht die «ungewöhnliche Zinsstruktur» nicht als Ergebnis von schwächeren Wachstumserwartungen in den USA. Die Grossbank sieht diese Entwicklung als Folge der sich abschwächenden Konjunktur im Rest der Welt. Harvey widerspricht im Interview diesem Argument. «Es geht immer wieder vergessen, dass vor einer Rezession die Konjunktur und der Arbeitsmarkt relativ stark sind», sagt Harvey.

Kritiker führen ebenfalls die sehr lockere Geldpolitik der Zentralbanken an. Diese habe über die vergangenen Jahre hin-

weg die Form der Zinsstrukturkurve beeinflusst. Sogar die frühere Fed-Chefin Janet Yellen äusserte gegenüber «Fox Business» dieses Argument. Aus Yellens Sicht hat das Quantitative Easing der Federal Reserve das Gleichgewicht der Zinskurve verschoben und deren Aussagekraft limitiert. Diesem oft verwendeten Argument widerspricht Harvey vehement. Seine Replik: «Seit 2017 hat das Fed die Bilanzsumme verkürzt. Dies hätte eigentlich zu einer steileren Zinskurve, also zum Gegenteil einer inversen Form führen müssen.»

SWISS ROCK

INVESTIEREN SIE, WO 21 000 OBLIGATIONEN INS ALPHA MODELL GEHÖREN.

Wissenschaftlich fundierte Anlagekompetenz über 6000 Aktien und 21 000 Obligationen. 100 % Schweiz. 100 % Kundenorientiert. 100 % Co-Investing. www.swiss-rock.ch

Anzeige