

Rezessionsmonitor: Was uns die Vergangenheit und wichtige Konjunkturindikatoren lehren



Jared Franz
Volkswirt



Darrell Spence
Volkswirt

Im Überblick

- Rezessionen sind wichtig und gehören zu jedem Konjunkturzyklus. Sie kommen nicht häufig vor und halten in der Regel auch nicht lange an.
- In den letzten 50 Jahren galt die Inversion der US-Zinsstrukturkurve als einer der verlässlicheren Indikatoren dafür, dass es innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate zu einer Rezession kommt.
- Marktabschwünge und Rezessionen fallen häufig zusammen, aber manchmal bleiben die Aktienerträge auch während eines gesamten Wirtschaftsabschwungs positiv. Sektoren wie Versorger und Konsumverbrauchs-güter haben sich in Rezessionen meist besser gehalten als andere.

- In Rezessionen könnten Anlagen in Anleihen der Schlüssel zum Investmenterfolg sein, weil sie die Chance auf Stabilität und Kapitalerhalt bieten.
- Bis Ende 2022 oder Anfang 2023 dürfte es nicht zu einer globalen Rezession kommen. Wann sie einsetzt, hängt vermutlich davon ab, wie schnell und stark die Zentralbanken ihre Geldpolitik straffen, um die Inflation zurück in ihre Zielspanne zu bringen.

Zweifellos ist das Rezessionsrisiko seit der COVID-19-Pandemie und dem Einfall Russlands in die Ukraine gestiegen, vor allem, weil die Zentralbanken gezwungen waren, ihre Zinsen zu erhöhen, um eine Inflationsspirale zu verhindern.

Verständlicherweise fragen sich die Investoren jetzt, wann die nächste Rezession kommt. Aber es war schon immer schwer, den genauen Zeitpunkt zu prognostizieren, zumal selbst die Definition einer Rezession strittig ist. Nach dem US National Bureau of Economic Research ist eine Rezession „ein mehr als einige Monate anhaltender deutlicher Rückgang der Geschäftsaktivität in der gesamten Wirtschaft, der sich in der Regel im realen (inflationsbereinigten) Bruttoinlandsprodukt (BIP), in den realen Einkommen, in der Beschäftigung, der Industrieproduktion sowie in den Groß- und Einzelhandelsumsätzen niederschlägt“.

Häufig werden auch bereits zwei aufeinanderfolgende Quartale mit negativem BIP als Rezession bezeichnet. Gemessen daran ist es in den USA bereits so weit. Dagegen sprechen allerdings das stabile Stellenwachstum, die niedrigste Arbeitslosigkeit aller Zeiten und das solide Wachstum der Konsumausgaben.

Statt genau zu prognostizieren, wann die Weltwirtschaft diesmal tatsächlich in eine Rezession fällt, haben wir untersucht, an welchen Konjunkturindikatoren man ein Nachlassen der Wirtschaft erkennen kann, wie sich Aktien in früheren Rezessionen entwickelt haben und - vor allem - wie sich Investoren darauf vorbereiten können.

Was löst Rezessionen aus, und wie lange dauern sie?

Eines darf man nie vergessen: Rezessionen sind völlig normal und ein wichtiger Teil jedes Konjunkturzyklus. In der Vergangenheit hatten sie unterschiedliche Ursachen, aber in der Regel sind sie die Folge von Ungleichgewichten, die in der Wirtschaft entstehen und korrigiert werden müssen, bevor diese wieder wachsen kann.

Zwei Beispiele aus jüngerer Zeit: Die Rezession 2008 war vor allem eine Folge der übermäßigen Verschuldung am Wohnimmobilienmarkt, während die Kontraktion 2001 auf den schnellen Aufstieg und Fall von Technologieaktien zurückzuführen war. Bei der Rezession 2008 nennen viele auch die lockere Geld- und Fiskalpolitik¹ nach der internationalen Finanzkrise als Ursache, die in den letzten Jahren wegen der politischen Ereignisse und der Pandemie nur noch lockerer geworden ist.

1. Fiskalpolitik: Einsatz von Staatsgeldern und Steuerpolitik, um die Wirtschaft zu beeinflussen. Geld politik: Maß nahmen einer Zentralbank oder einer Regierung, um die Geldmenge und die Kreditkosten einer Volkswirtschaft zu beeinflussen.

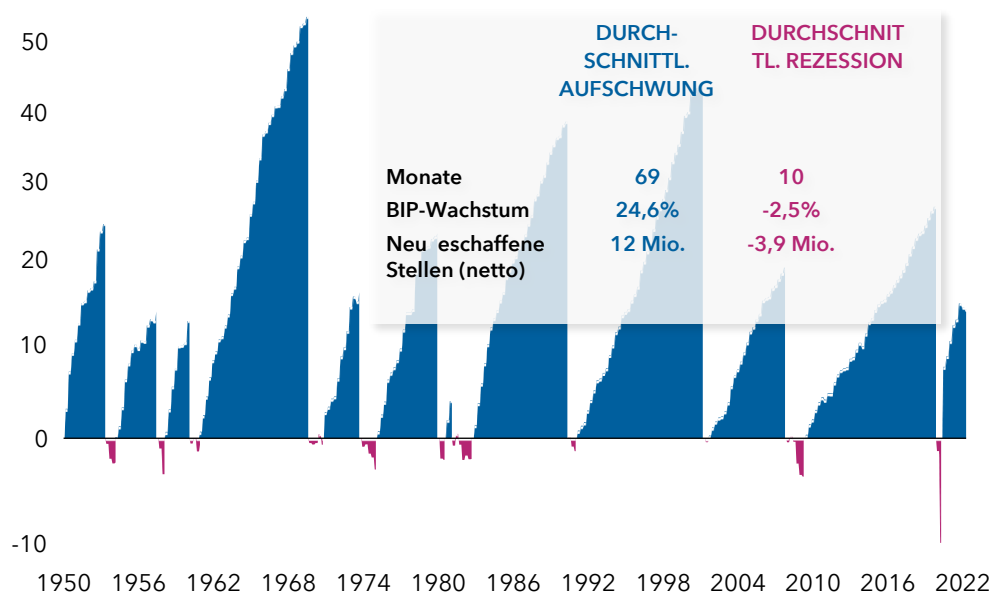
Die Vergangenheit war noch nie ein Hinweis auf die Zukunft, aber die Daten ze1 Fiskalpolitik: Einsatz von Staatsgeldern und Steuerpolitik, um die Wirtschaft zu beeinflussen. Geldpolitik: Maß nahmen einer Zentralbank oder einer Regierung, um die Geldmenge und die Kreditkosten einer Volkswirtschaft zu beeinflussen. igen, dass Rezessionen nie sehr lange gedauert haben. Nach unseren Analysen von elf US-Konjunkturzyklen seit 1950 betrug ihre Dauer zwischen zwei und 18 Monaten. Der Durchschnitt lag bei etwa zehn Monaten.

Auch die Auswirkungen der meisten Rezessionen auf die Gesamtwirtschaft hielten sich bislang in Grenzen. In der Expansion ist die Wirtschaftsleistung durchschnittlich um fast 25% gestiegen, während sie in Rezessionen im Durchschnitt nur um 2,5% zurückgegangen ist.²

Für alle, die aufgrund eines wirtschaftlichen Abschwungs ihre Stelle verlieren oder ihr Unternehmen schließen müssen, sind zehn Monate zweifellos eine lange Zeit. Aber Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont sollten vielleicht eher das große Ganze betrachten: In den letzten 70 Jahren befand sich der US-Markt in weniger als 15% der Zeit offiziell in einer Rezession.²

Rezessionen sind schmerzhaft, aber die Erholung war bislang enorm

Kumuliertes US-BIP-Wachstum (%)



Stand der Daten 30. Juni 2022, logarithmierte Skala. Die seit 2020 anhaltende Expansion gilt zum 30. Juni 2022 noch als nicht abgeschlossenen und wurde aus der Berechnung der durchschnittlichen Expansion ausgeschlossen. Da das National Bureau of Economic Research den Beginn und das Ende von Rezessionen in Monaten und nicht mit exakten Daten angibt, haben wir den Berechnungen der geschaffenen Stellen Monatsenddaten zugrunde gelegt. Für die BIP-Wachstumsraten wurden die nächstgelegenen Quartalsendwerte verwendet. Quellen: Capital Group, National Bureau of Economic Research, Refinitiv Datastream

Ungeachtet der Probleme, die Rezessionen verursachen, waren sie bislang nur kleine Ausreißer in der Wirtschaftsgeschichte, und die Aktien erträge können sogar während ihrer gesamten Dauer positiv bleiben. Zudem erfolgten einige der stärksten Rallyes in der Schlussphase einer Rezession. Üblicherweise

2. Stand 30. Juni 2022.

erreichen Aktien etwa sieben Monate vor dem Beginn einer Rezession ihren Höchststand, können sich danach aber sehr schnell erholen. Starke Umschichtungen in Barmittel oder andere Assetklassen könnten deshalb eine schlechte Entscheidung sein. Manchmal ist es besser, investiert zu bleiben, um die Erholung nicht zu verpassen.

Genau deshalb bevorzugen viele erfahrene Marktbeobachter Cost-Average-Strategien, bei denen sie in regelmäßigen Abständen unabhängig vom Marktumfeld immer die gleiche Summe investieren. Mit diesem Ansatz kaufen Investoren nicht nur mehr Aktien zu niedrigeren Kursen, sondern können dann auch von der Erholung profitieren. Aber auch diese Strategien garantieren keine Gewinne und schützen nicht vor Verlusten. Deshalb sollten Anleger prüfen, inwieweit sie in der Lage sind, auch bei fallenden Kursen zu investieren.

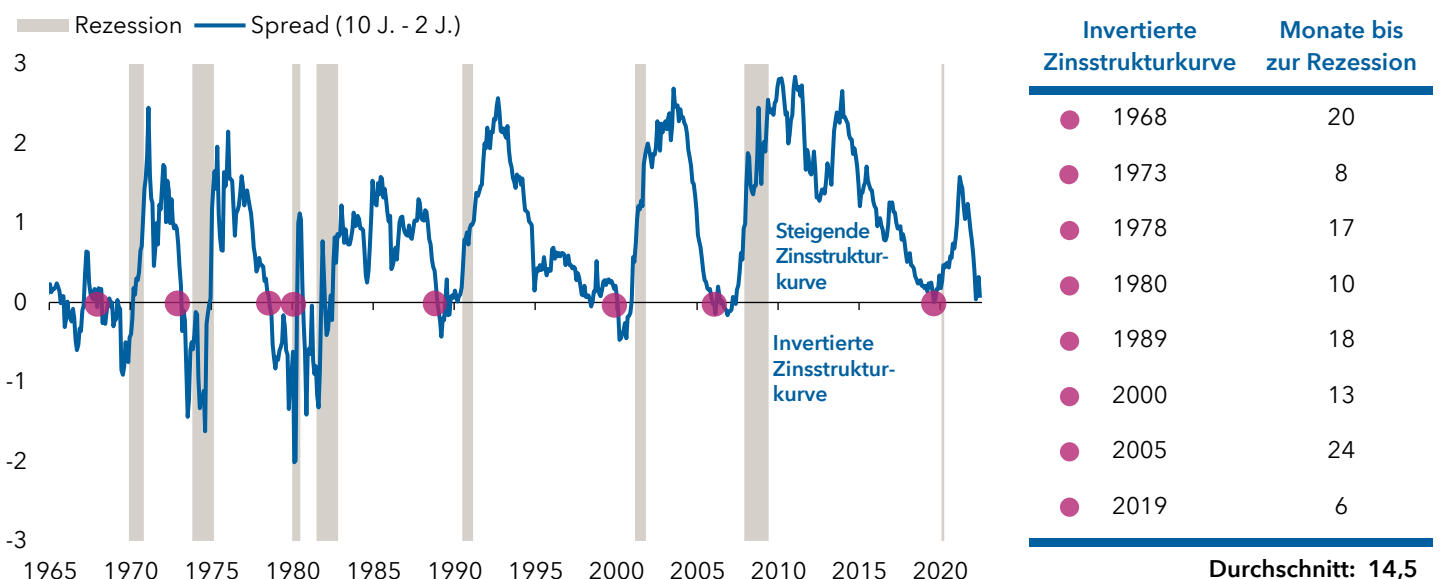
Wichtige Konjunkturindikatoren: 2s10s Zinsstrukturkurve

Es ist zwar schwer, Rezessionen genau zu prognostizieren, aber es gibt einige grundsätzlich verlässliche Indikatoren, die anzeigen, wann eine Wirtschaft in die letzten Phasen eines Zyklus eintritt. Standardindikatoren wie steigende Arbeitslosigkeit und nachlassendes Verbrauchervertrauen sowie die Neubauaktivitäten geben Hinweise darauf, dass möglicherweise ein wirtschaftlicher Abschwung naht. Interessanter und üblicherweise auch aussagekräftiger ist ein anderes Maß: die Zinsstrukturkurve, genauer das Verhältnis zwischen den Renditen 2-jähriger und 10-jähriger US-Staatsanleihen.

In der Regel sind die Zehnjahresrenditen höher, weil Investoren, die ihr Geld länger verleihen, höhere Erträge erwarten. Wenn sich dieses Verhältnis umkehrt, die Renditen 2-jähriger Treasuries also höher werden als die von Treasuries mit 10 Jahren Laufzeit, kam es bislang meist 12 bis 18 Monate später zu einer Rezession. Der Durchschnitt lag bei 14,5 Monaten.

2022 hat sich die Zinsstrukturkurve mehrmals invertiert

Spread zwischen den Renditen 10-jähriger und 2-jähriger US-Treasuries



Stand 30. Juni 2022. Vor dem 30. Juni 1976 wurden anstatt der 2-Jahres- die 1-Jahres-Renditen genutzt. Die Renditen entwickeln sich gegenläufig zu den Kursen. Wenn einer kurzen Inversion (weniger als zwei aufeinanderfolgende Monate) eine längere Inversion folgte, wurde in der Tabelle die längere als Anfangspunkt erfasst. Die grauen Streifen stehen für US-Rezessionen gemäß der Definition des National Bureau of Economic Research. Quellen: Capital Group, Refinitiv Datastream

Interessanterweise hat dieser „Indikator“ alle US-Rezessionen seit den 1970er-Jahren vorhergesagt, aber man sollte unbedingt auch andere Faktoren beachten. Vor diesem Jahr ist die US-Zinsstrukturkurve zuletzt im September 2019 invers geworden, und nur sechs Monaten später, also früher als bis dahin üblich, befand sich die Wirtschaft in einer Rezession. In diese Zeit fiel aber auch die erste schlimme Phase der COVID-19-Pandemie, was zweifellos enormen Einfluss auf alle Volkswirtschaften weltweit hatte.

Uneinig ist man sich darüber, ob die Eingriffe der Zentralbank in den Anleihenmarkt in den letzten Jahren die Zinsstrukturkurve verzerrt haben, sodass sie jetzt weniger aussagekräftig ist als zuvor, aber das bleibt abzuwarten.

Üblicherweise steigen die Renditen (und fallen die Kurse) kurz laufender Treasuries, wenn die US Federal Reserve (Fed) ihre Geldpolitik mittels Zinserhöhungen strafft. Die Renditen lang laufender Treasuries gehen dagegen meist zurück, wenn die Nachfrage nach Anleihen steigt. Eine inverse Kurve wird als Hinweis darauf betrachtet, dass die Investoren unruhig werden, weil sie zeigt, dass sie in lang laufende Staatsanleihen umschichten, die als sichere Häfen gelten, statt risikoreichere Wertpapiere zu kaufen.

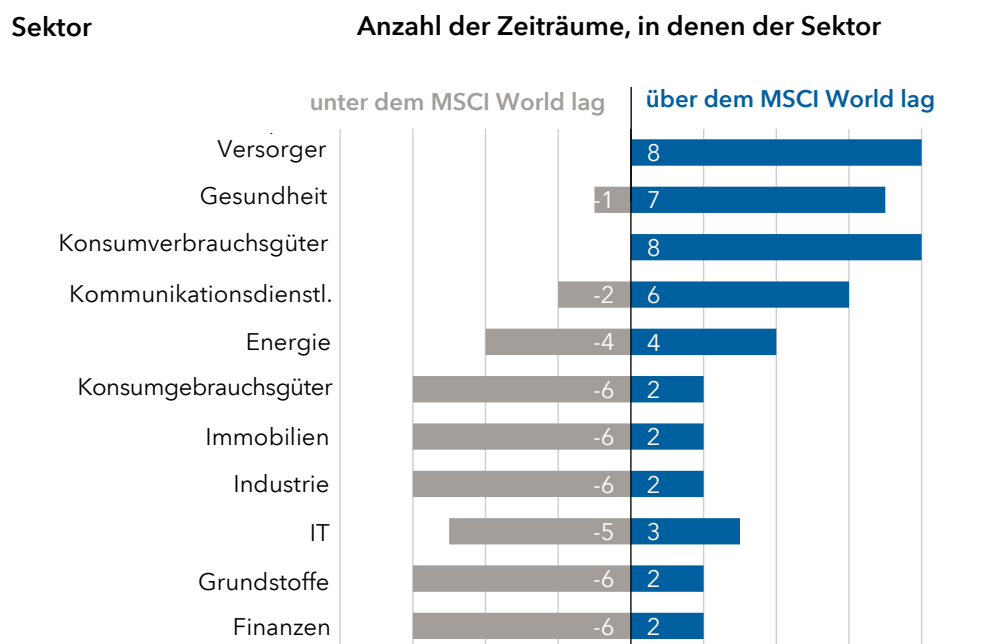
In den letzten Monaten hat sich die Zinsstrukturkurve im April und im Juni jeweils kurz invertiert, bevor die Renditen im Juli auf neue Tiefststände fielen und die Kurve längere Zeit invers blieb. Weil die Fed ihre Zinsen weiter anhebt und sich der Konjunkturausblick weiter verschlechtert, wäre es keine Überraschung, wenn auch diese Inversion weiter anhält.

Investieren in schwierigen Zeiten

Wie wir schon in früheren Artikeln geschrieben haben, halten wir den Versuch, die richtigen Ein- und Ausstiegszeitpunkte zu treffen (Market Timing), nicht für sinnvoll, vor allem in volatilen Phasen. Aber das bedeutet nicht, dass Investoren nichts tun können. Jeder hat andere Ziele, aber Investoren, die sowohl Aktien als auch Anleihen halten, könnten gut beraten sein, ihre Asset-Allokation zu prüfen – die sich während der zuletzt guten Aktienmarktentwicklung erheblich verschoben haben könnte –, um festzustellen, ob ihr Portfolio noch immer breit diversifiziert ist.

Nicht alle Sektoren des Aktienmarktes sind in gleichem Maße konjunkturabhängig. In den letzten acht Marktabschwüngen des MSCI World Index von 1997 bis 2022 waren einige Sektoren dauerhaft stabiler als andere. In allen acht Zeiträumen haben sich beispielsweise Konsumverbrauchsgüter und Versorger überdurchschnittlich entwickelt. In immerhin sieben waren auch Gesundheitswerte besser als der Index. Unternehmen aus diesen Sektoren zahlen häufig recht hohe Dividenden, was zu stabileren Erträgen führen kann, wenn die Aktienkurse insgesamt fallen.

In den letzten Abschwüngen haben einige Sektoren den Markt stets geschlagen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Nur zur Illustration. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren.

Die Abbildung zeigt die acht größten Abschwünge des MSCI World Index seit 1997 gemessen am Gesamtertrag. Der Abschwung 2022 (längerer Zeitraum mit fallenden Aktienkursen) gilt als noch anhaltend und wurde mit Stand 30. Juni 2022 in die Analyse aufgenommen.

Quellen: Capital Group, FactSet

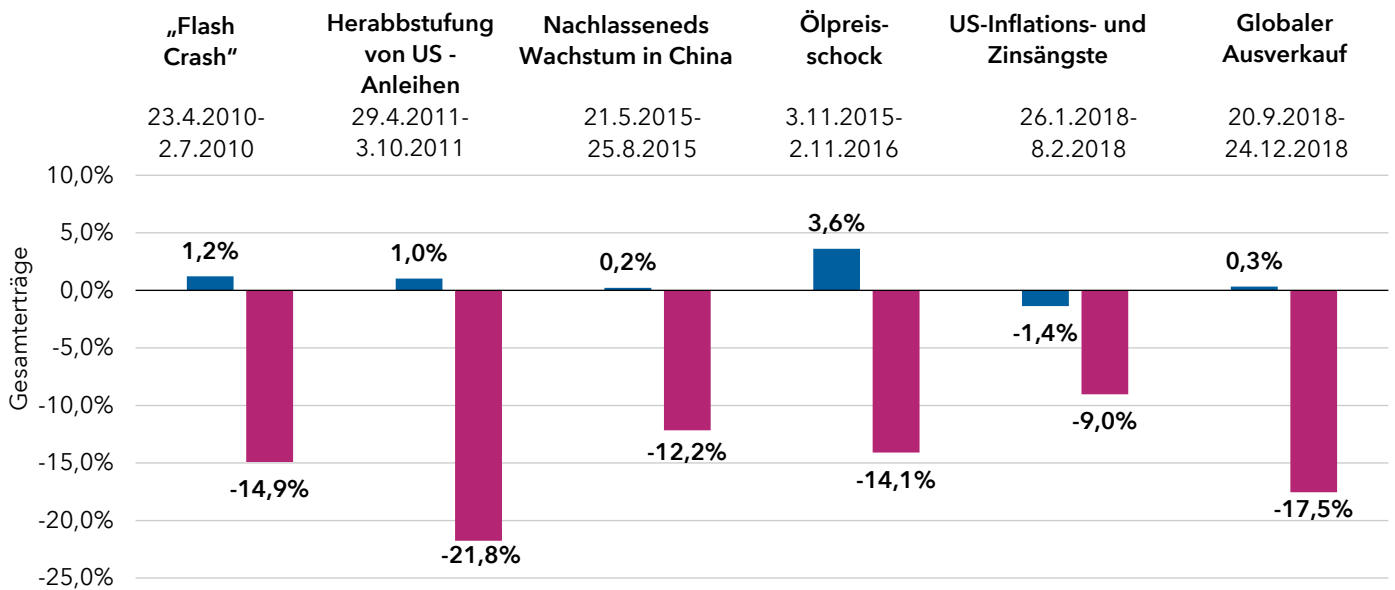
Da schwierigere Zeiten erwartet werden, könnten Investoren in Unternehmen mit guten Bilanzen, stabilen Cashflows und langfristigen Wachstumsaussichten umschichten wollen, weil sie davon ausgehen, damit kurzfristige Marktschwankungen verkraften zu können.

Unterdessen sind Festzinspapiere häufig maßgeblich für den Anlageerfolg in Rezessionen oder Marktabschwüngen, weil sie wichtige Stabilität und die Chance auf Kapitalerhalt bieten. Der Ausverkauf in der ersten Jahreshälfte 2022 war ungewöhnlich, weil Anleihen anders als bislang keine sicheren Häfen waren. Da Inflation und Zinsen stiegen, sind Anleihen ebenso wie Aktien gefallen, und ihre Diversifikationsvorteile haben nicht gegriffen.

In den sechs vorangegangenen Aktienmarktkorrekturen von 2010 bis 2018 erzielten internationale Anleihen gemessen am Bloomberg Global Aggregate Index aber in allen bis auf einen Fall positive Erträge. Sogar während des allgemeinen Ausverkaufs im Januar und Februar 2018, als die Märkte auf das US-Inflationsrisiko und mögliche Zinserhöhungen reagierten, verloren internationale Anleihen nur 1,4%, während der MSCI World Index um 9,0% nachgab.

Qualitätsanleihen waren bei volatilen Aktienmärkten recht stabil

■ Bloomberg Gobl Aggregate ■ MSCI World



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Gesamterträge in US-Dollar. Quelle: Bloomberg. Einschließlich aller abgeschlossenen Korrekturen vom 1. Januar 2010 bis zum 31. Dezember 2018. „Flash Crash“: Der schnelle Einbruch des Werts eines Marktes aufgrund von elektronischem, automatisiertem Handel.

Anleihenherabstufungen: Ratingagenturen wie Moody's oder Standard & Poor's (S&P) stufen das Rating eines Emittenten herab, wenn sie der Ansicht sind, dass seine Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit gestiegen ist.

Investoren müssen ihre Anleihenpositionen nicht unbedingt vor einer eventuell bevorstehenden Rezession vergrößern, aber wir halten es für sinnvoll, die Asset-Allokation daraufhin zu prüfen, ob sie Komponenten enthält, die die vier Aufgaben von Anleihen erfüllen: Diversifikation der Aktienanlagen, laufende Erträge, Kapitalerhalt und Inflationsschutz.

Wo stehen wir?

In einigen Ländern gibt es bereits klare Hinweise auf eine nachlassende Wirtschaft, aber aus unserer Sicht wird es bis Ende 2022 oder Anfang 2023 eher nicht zu einer Rezession kommen. In den USA hat die hohe Inflation Verbraucherstimmung und Unternehmensgewinne stark belastet, aber der stabile Arbeitsmarkt wird die Wirtschaft jetzt noch stützen. In anderen Ländern sieht das eindeutig anders aus: Großbritannien kämpft mit extrem hohen Lebenshaltungskosten, und Kontinentaleuropa leidet stärker unter Energierisiken, weil es mehr von russischem Öl abhängt.

Wann genau eine Rezession einsetzt, hängt vermutlich davon ab, wie schnell und stark die Zentralbanken ihre Geldpolitik straffen, um die Inflation zurück in ihre Zielspanne zu bringen. Aus unserer Sicht gibt es nur eine Möglichkeit, die Lohn-Preis-Spirale zu durchbrechen, vor allem in den USA. Man muss dafür sorgen, dass der Arbeitsmarkt einbricht, es also weniger Arbeit für zu viele Beschäftigte gibt. Aber angesichts von der Pandemie ausgelöster Verzerrungen muss die Arbeitslosenquote vielleicht bis auf enorme 5% oder 6% steigen, bevor die Löhne wieder zu fallen beginnen. Aus unserer Sicht ist es deshalb sehr schwer, eine Rezession im nächsten Jahr zu verhindern.

Weitere politische Schocks, wie eine Eskalation des Krieges in der Ukraine oder neue Varianten des COVID-19-Virus, sind noch schwerer vorauszusehen und könnten das Eintreten einer Rezession beschleunigen.

Jared Franz ist Volkswirt bei Capital Group, verantwortlich für die USA und Lateinamerika. Er hat 16 Jahre Investmenterfahrung und ist seit sieben Jahren im Unternehmen. Er hat an der University of Illinois in Chicago in Wirtschaftswissenschaften promoviert und einen Bachelor in Mathematik von der Northwestern University. Außerdem ist er Mitglied des Forecasters Club of New York und der National Association for Business Economics. Franz arbeitet in Los Angeles.

Darrell R. Spence ist Volkswirt bei Capital Group. Er hat 29 Jahre Investmenterfahrung, ausnahmslos bei Capital Group. Er hat einen BA (Honors) in Wirtschaftswissenschaften vom Occidental College und cum laude abgeschlossen. Außerdem ist er Chartered Financial Analyst® sowie Mitglied der National Association for Business Economics. Spence arbeitet in Los Angeles.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung am Tag der Veröffentlichung dieses Dokuments wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2022 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-424341 STR DE AT CH (DE) P**