

Ausnahmestandard an den Rentenmärkten? Was wir aus der Vergangenheit lernen können



Borislav Ivanov
Gesellschafter/Partner

Zinsstrukturkurve

Welche Formen der Zinsstrukturkurven sind typischerweise an den Finanzmärkten zu beobachten?

Signal für eine anstehende Rezession?

Aufbau und Interpretation der Zinsstrukturkurve

Auf der Zinsstrukturkurve werden die Renditen der gleichen Anleihenklasse, sortiert nach Restlaufzeit, aufgetragen. Üblicherweise werden staatliche Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen ein und zehn Jahren einbezogen. Die Zinsstrukturkurve dient den Anlegern, um die zu erwartenden Zinsen für unterschiedliche Laufzeiten miteinander zu vergleichen. Nach der Liquiditätspräferenztheorie von John Maynard Keynes besitzen Anleger eine Präferenz für kurzfristige Geldanlagen und sind zu langfristigen Anlagen nur bereit, wenn ihnen dafür einen Renditeaufschlag angeboten wird.¹⁾ Dies lässt sich an erster Stelle mit der Erwartungsunsicherheit (langfristige Prognosen sind schwieriger als kurzfristige) und mit der Liquiditätsprämie (das eingebundene Kapital steht nicht für alternative Investitionen zur Verfügung) erklären.

Die verschiedenen Formen der Zinsstrukturkurve

Wie bereits beschrieben, liegen im Normalfall die langfristigen Zinssätze höher als die entsprechenden kurzfristigen Zinsen (*normale Zinsstrukturkurve*). Ein weiterer Aspekt hierbei ist die Steigung der Zinskurve, die zudem einen Aufschluss über die allgemeine Konjunkturerwartung gibt. Je stärker die Steigung der Kurve, desto höher sind die Erwartungen der Marktteilnehmer an eine positive und robuste Konjunkturerwartung.

Bei einer *flachen Zinsstrukturkurve* (auch homogen genannt) sind die Zinsen unabhängig von der Kapitalbindungsdauer. Dies widerspricht den natürlichen Risikopräferenzen der Anleger und wird makroökonomisch als eine Übergangsphase gesehen.

Bei einer *inversen* oder auch negativen *Zinsstrukturkurve* nehmen die Zinsen mit zunehmender Laufzeit sogar ab. Sie spiegelt i.d.R. schwache Konjunkturerwartungen und Angst vor Rezession wider.

Aktueller Zustand/Status quo

Der hohen Inflationsdynamik weltweit wurde in den letzten Monaten mit rapiden Zinsanhebungen durch die Zentralbanken begegnet (mit Ausnahme von Japan). Gleichzeitig trübte sich der wirtschaftliche Ausblick signifikant ein, u.a. in Folge des herrschenden Russland-Ukraine-Krieges und der Zero-Covid-Politik der chinesischen Regierung. Beide Komponenten führten in Summe zu steigenden Zinssätzen und zu einer deutlichen Verflachung der Zinsstrukturkurven. Wie man Abb. 1 entnehmen kann, weisen die aktuellen Zinskurven in Deutschland und Japan einen flachen Verlauf auf, während die Zinsstrukturkurve in den USA bereits invers ist.

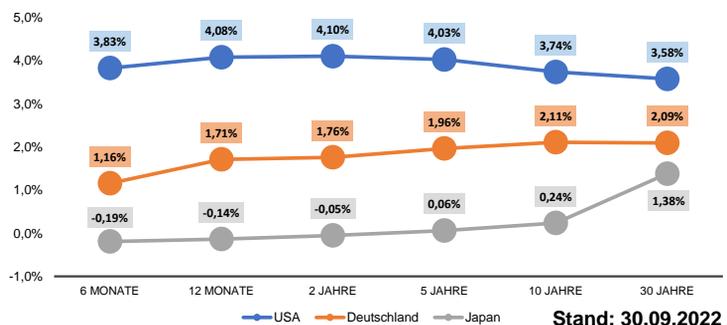


Abb. 1: Zinsstrukturkurven für Staatsanleihen/Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Ausnahmestandard an den Rentenmärkten? Was wir aus der Vergangenheit lernen können

Sind flache und inverse Zinsstrukturkurven besonders selten?

Wie häufig kommen flache und inverse Zinsstrukturkurven vor?

Um diese Frage zu beantworten, haben wir den historischen Zinsverlauf in drei Ländern analysiert, die sich in ihrer Fiskalpolitik wesentlich voneinander unterscheiden, nämlich USA, Deutschland und Japan. Aufgrund der Datenverfügbarkeit und um eine bessere Vergleichbarkeit zu ermöglichen, wurden monatliche Daten für den Zeitraum ab 28.02.1994 ausgewertet. Zur Kategorisierung der Form der Zinsstrukturkurve wurden folgende Annahmen getroffen: bei einer Zinsdifferenz zwischen dem 10J- und 2J-Zinssatz in dem jeweiligen Land von mehr als +0,2 %, wurde diese als normal bezeichnet; bei einer Zinsdifferenz zwischen -0,2 % und +0,2 %, wurde diese als flach eingestuft und bei einer Zinsdifferenz unterhalb von -0,2 %, sind wir von einer inversen Zinsstrukturkurve ausgegangen. Wie man der Abb. 2 entnehmen kann, kam es in Japan und Deutschland nach dieser Definition innerhalb des untersuchten Zeitraums noch nie zu inversen Verläufen, während dies in den USA in 2,6 % der Zeit vorkam. Insgesamt wies in allen drei Ländern in über 80 % der Zeit die Form der Zinsstrukturkurve einen normalen Verlauf auf.

Formen von Zinsstrukturkurven historisch
(28.02.1994 - 30.09.2022)

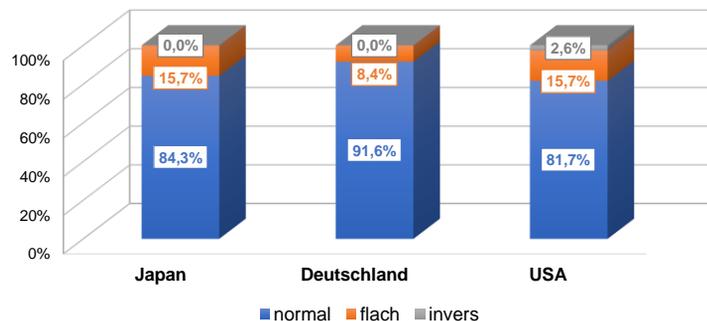


Abb. 2: Formen von Zinsstrukturkurven/Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Flache und inverse Zinsstrukturkurven deuten auf wirtschaftliche Turbulenzen hin. Bedeutung dieses Warnsignals.

Aus der makroökonomischen Perspektive deuten flache und inverse Zinsstrukturkurven i.d.R. auf eine Verschlechterung der Wirtschaftslage hin. Würden die historischen Daten auch die These unterstützen, dass solche Zinskonstellationen als Warnsignal für den Aktienmarktverlauf genutzt werden können?

Um diese Frage zu beantworten, haben wir im ersten Schritt die historischen Zinsspreads für USA, Deutschland und Japan aufsteigend sortiert und das aktuelle Zinsniveau als Schwellenwert definiert. Wie man Abb. 3 entnehmen kann, besteht in den USA bereits eine im historischen Kontext recht ungewöhnliche Zinskonstellation, während die Bedingungen am japanischen Anleihenmarkt deutlich näher an den historischen Durchschnittswerten liegen.

Aktuelle Zinsspreadniveaus im historischen Kontext

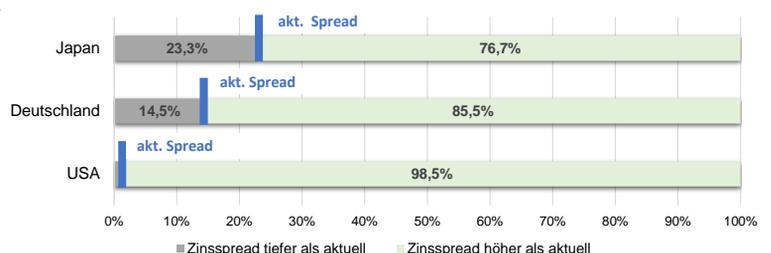


Abb. 3: Verteilung der 10J.- vs. 2J.-Zinsspreads/Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

**Ausnahmestandard an den Rentenmärkten?
Was wir aus der Vergangenheit lernen können**

Ist die Form der Zinsstrukturkurve ein geeigneter Indikator für die zu erwartenden Aktienmarktrenditen?

Wir haben anschließend die Monatsrenditen an den lokalen Aktienmärkten in den Monaten, in denen die Zinsspreads tiefer waren als das aktuelle Niveau, mit den Monatsrenditen in den Zeitfenstern, in denen die Zinsspreads höher als das aktuelle Niveau waren, miteinander verglichen. Wie man Abb. 4 entnehmen kann, lag die Renditedifferenz in den USA bei respektablen 2,78 % und auch in Deutschland hätte man dadurch eine um 0,77 % höhere Performance erreicht. Lediglich in Japan zeigte sich der ausgewählte Schwellenwert als nicht zielführend.

Ø monatliche Aktienmarktrenditen	Zinsspread höher als aktuell	Zinsspread tiefer als aktuell	Renditedifferenz
Japan	0,07%	0,74%	-0,67%
Deutschland	0,80%	0,04%	0,77%
USA	0,73%	-2,06%	2,78%

Abb. 4: durchschn. monatliche Aktienmarktrenditen/Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Wie wir bereits aufgezeigt haben, ist das Ausmaß der Zinsbewegungen in den drei ausgewählten Ländern sehr unterschiedlich ausgefallen. Um eine bessere Vergleichbarkeit zu gewährleisten, haben wir als Nächstes unterstellt, dass wir für jeden dieser drei Märkte jeweils einen Schwellenwert definieren, bei dem genau in 5 % der Fälle die Zinsspreads tiefer als das gewählte Niveau lagen (analog zur Abb. 3 deckt die graue Fläche in diesem Fall für alle drei Länder exakt 5 % ab). In dieser Konstellation lag der Schwellenwert in den USA bei -0,11 % (d.h. die 2-jährige US-Treasury-Rendite lag um 0,11 % höher als die 10-jährige US-Treasury-Rendite). In Deutschland und in Japan lag der Wert bei 0,13 %. Dies bedeutet, dass wir in allen drei Ländern flache oder leicht inverse Zinsstrukturkurven als Warnsignal definiert haben.

Wie aus Abb. 5 ersichtlich ist, lagen die Ergebnisse in diesem Fall deutlich näher beieinander (Spalte „Renditedifferenz“) und für alle drei Länder im positiven Bereich. Historisch lässt sich also die These bestätigen, dass der Aktienmarkt in Phasen, in denen sich die Zinsstrukturkurven in einer normalen Form befinden, besser performt hat als in Phasen, in denen die Zinsstrukturkurven flach bzw. invers waren.

Ø monatliche Aktienmarktrenditen	Zinsspread höher als 5%-Schwelle	Zinsspread tiefer als 5%-Schwelle	Renditedifferenz
Japan	0,28%	-0,84%	1,12%
Deutschland	0,72%	0,12%	0,60%
USA	0,77%	-0,89%	1,66%

Abb. 5: durchschn. monatliche Aktienmarktrenditen bei 5%-Schwelle/Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Besteht ein Zusammenhang zwischen inversen Zinsstrukturkurven und zukünftigen Trends am Aktienmarkt?

Die Dynamik an den Rentenmärkten kann sich je nach Marktlage, im Wochen- oder sogar Tagesrhythmus ändern. Dies bedeutet, dass sich die Form der Zinsstrukturkurve innerhalb kürzester Zeit auch mehrmals ändern kann. Am Beispiel der USA änderte sich das Vorzeichen beim Zinsspread zwischen den 10J.- und 2J.-Treasury-Renditen in dem Zeitraum zwischen 1978 und 1982 mehrmals (siehe Abb. 6). Lassen sich also aus dem Übergang von einer normalen in eine inverse Zinsstruktur Schlussfolgerungen bezüglich der zu erwartenden Aktienmarktrenditen ziehen?

**Ausnahmestandard an den Rentenmärkten?
Was wir aus der Vergangenheit lernen können**

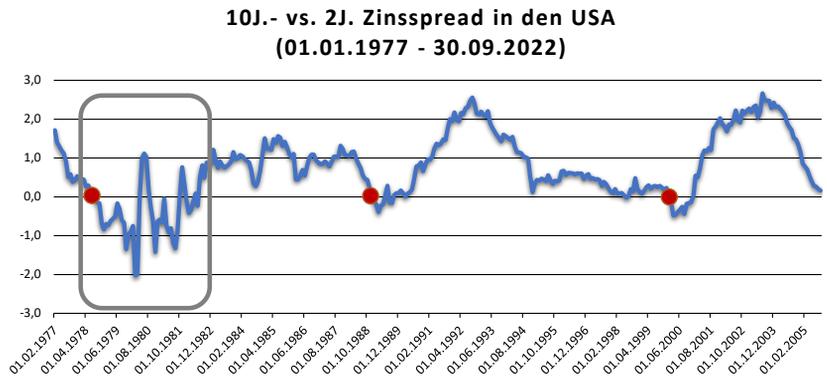


Abb. 6: Zinsspreadverlauf in den USA/Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

**Der Übergang zu
inversen
Zinsstrukturkurven
deutet nicht unbedingt
auf einen dauerhaften
Trendwechsel im
Markt hin**

Zur Beantwortung dieser Frage haben wir am Beispiel von USA drei Zeitpunkte identifiziert (in Abb. 6 mit roten Punkten markiert), in denen es am Rentenmarkt zum inversen Verhältnis zwischen kurz- und langlaufenden Renditen kam und uns die jeweilige Aktienmarktperformance anhand des S&P500 in den darauffolgenden 6, 12 und 24 Monaten angeschaut. Die Ergebnisse sind in den drei untersuchten Fällen komplett unterschiedlich. 1978 gab es einen Übergang vom Bären- zum Bullenmarktverlauf. Im Jahr 2000 war genau das Gegenteil zu beobachten – die Märkte befanden sich zunächst im Aufwärtstrend und die Korrektur erfolgte zeitlich versetzt. 1989 blieben die Aktienkurse durchgehend im positiven Bereich.

	6 Monate	12 Monate	24 Monate
inverse Zinsstruktur per 31.08.1978	-6,79%	5,84%	18,48%
inverse Zinsstruktur per 31.01.1989	16,34%	10,63%	15,62%
inverse Zinsstruktur per 29.02.2000	9,67%	-9,26%	-19,01%

Abb. 7: Aktienmarktrenditen nach Eintreffen einer inversen Zinsstruktur/
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Anhand der durchgeführten statistischen Auswertungen lässt sich zusammenfassend ableiten, dass ein Übergang zur inversen Zinsstruktur weder als Ausstiegs- noch als Einstiegssignal für das Aktienportfolio geeignet war. In den Phasen von normalen Zinsstrukturkurven lagen die Aktienmarktrenditen im Schnitt insgesamt deutlich höher als in Phasen von flachen oder inversen Zinsstrukturkurven.

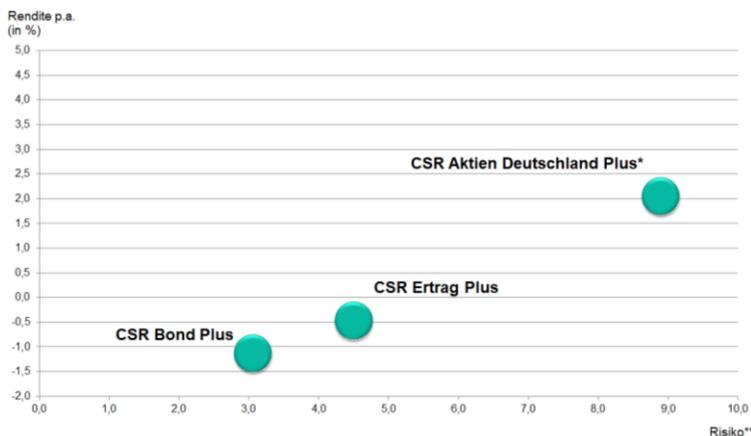
Quellen: 1) https://de.wikipedia.org/wiki/Allgemeine_Theorie_der_Besch%C3%A4ftigung,_des_Zinses_und_des_Geldes

Marktentwicklung

Im Mittelpunkt der Analysen standen einmal mehr die hohen Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks. Insgesamt nahm die Nervosität der Anleger weiter zu, was sich in höheren Volatilitäten und einer erneuten Korrektur an den Aktienmärkten widerspiegelte. Die DAX-Performance im September lag bei -5,61 %, die des DJ Eurostoxx50 bei -5,54 % und die S&P 500-Performance lag bei -9,22 % (in USD). Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ist im Monatsverlauf von 1,54 % per 31.08. auf 2,11 % per 30.09. erneut angestiegen. Die REXP-Performance lag dementsprechend deutlich im negativen Bereich mit -2,82 %. Gold konnte in USD in dem unsicheren Umfeld um 3,52 % (in USD) zulegen. Der USD blieb fest und wertete gegenüber dem Euro um weitere 2,57 % auf.

Ausnahmestandard an den Rentenmärkten? Was wir aus der Vergangenheit lernen können

Rendite und Risiko der CSR-Fonds auf einen Blick (31.12.2013 – 30.09.2022)



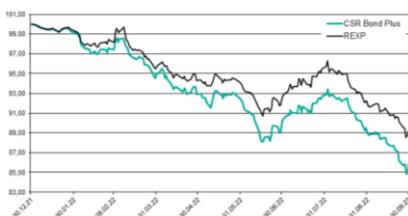
* Bis 02.01.2017
CSR „AS – Equity D“ wikifolio,
ab 02.01.2017 CSR Aktien
Deutschland Plus Fonds

** monatliche Volatilität der
Renditen (annualisiert)

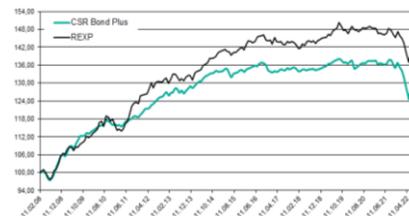
Quelle: www.wikifolio.de,
Bloomberg, eigene Darstellung

	Rendite p.a. in %	Risiko**	Rendite/Risiko
CSR Bond Plus	-1,14	3,06	-0,37
CSR Ertrag Plus	-0,47	4,50	-0,11
CSR Aktien Deutschland Plus*	2,05	8,90	0,23

Performance des CSR Bond Plus



in 2022: -14,14 % (REXP: -10,71 %)

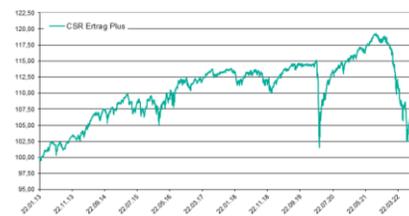


seit Auflage: +16,28 % (REXP: +30,29 %)

Performance des CSR Ertrag Plus



in 2022: -16,07 %



seit Auflage: -1,40 %

Performance des CSR Aktien Deutschland Plus I



in 2022: -15,62 % (DAX: -23,74 %)



seit Auflage: -3,52 % (DAX: +4,45 %)

Ausnahmestandard an den Rentenmärkten? Was wir aus der Vergangenheit lernen können

Performance des CSR Bond Focus SDG



in 2022: -12,40 %



seit Auflage: -17,97 %

Links zu den aktuellen Factsheets der CSR-Fonds

<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-plus.html>
<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-ertrag-plus.html>
<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-aktien-deutschland-plus.html>
<https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-focus-sdg.html>

Zusammenfassung

Die aktuelle Jahresperformance unserer Fonds beträgt per Ultimo September:

- CSR Bond Plus: -14,14 %
- CSR Ertrag Plus: -16,07 %
- CSR Aktien Deutschland Plus: -15,62 % (I-Tranche)
bzw. -15,86 % (R-Tranche)
- CSR Bond Focus SDG: -12,40 %