

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 358, Jänner 2019

### Presseinformation

Wien/Salzburg, 18. Jänner 2019

Wir behandeln folgendes Thema:

### **Inverse Zinskurve ante portas? – Bedeutung und mögliche Auswirkungen**

- Die Zinskurve in den USA sendet, als historisch exzellenter Vorlaufindikator, erstmals seit zehn Jahren deutliche Alarmsignale
- In den USA mehren sich nun die besorgten Stimmen, die vor einer möglichen Rezession warnen
- Die Gründe für die hohe Aussagekraft der Zinskurve liegen in der darin gespiegelten Erwartungshaltung der Marktteilnehmer
- Die Geschichte muss sich jedoch nicht wiederholen: Es gibt gute Gründe, weshalb der Indikator diesmal falsch liegen könnte
- In der Eurozone gibt es keinerlei Anzeichen einer flacher werdenden oder gar inversen Zinskurve
- Eine breit diversifizierte, globale Veranlagung in Geschäftsmodelle mit soliden Bilanzen und Wettbewerbsvorteilen ist der beste Schutz vor einem möglichen konjunkturellen Gegenwind

### **Das Rezessionsgespenst geht wieder um**

Es klingt verrückt, doch jüngere Semester dürften sich kaum noch an eine realwirtschaftliche Abschwungphase erinnern. Bereits 114 Monate – oder 9,5 Jahre – dauert der aktuelle konjunkturelle Höhenflug in den USA nun schon an. Wenn die US-Wirtschaft auch im nächsten Halbjahr nicht an Schub verliert, wird der aktuell zweitlängste Aufschwung zum längsten seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1850. Der bisherige Rekord liegt bei 120 Monaten – also 10 Jahren – ab dem März 1991. Rekorde sind nach gängiger Ansicht da, um gebrochen zu werden, doch die Luft im Konjunkturmilieu scheint allmählich dünner zu werden. Noch zeigen die harten Wirtschaftsfakten ein ungetrübtes Bild: Ein stabiles Wirtschaftswachstum von knapp 3%, eine niedrige Arbeitslosigkeit von unter 4% und Steuererleichterungen sowie staatliche Konjunkturprogramme untermauern den robusten Aufschwung. Die Zutaten für eine rezessive Phase schauen freilich anders aus. Gemäß einer der gängigsten Definitionen liegt eine Rezession dann vor, wenn die Wirtschaft mindestens zwei Quartale hintereinander im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresquartal schrumpft.

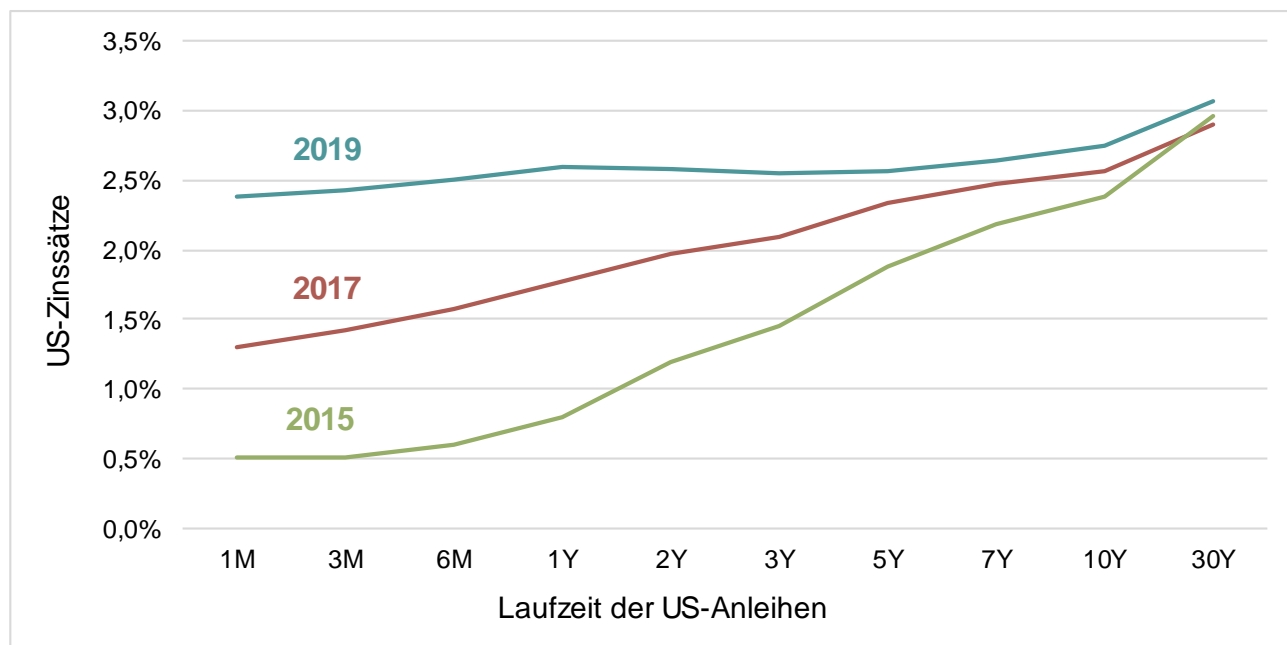
Doch warum werden die Stimmen, die vor einer drohenden Konjunkturdelle in den USA warnen, immer lauter? Wirtschaftsforscher, professionelle Marktteilnehmer und Notenbanker haben eines gemeinsam: Sie versuchen anhand von Frühindikatoren einen drohenden Abschwung zu antizipieren, um sich dann rechtzeitig zu positionieren. Neben vielerlei Frühindikatoren wie Einkaufsmanager- oder Geschäftsklimaindizes gibt es noch einen weiteren Indikator: **Die Krümmung der Zinskurve.**

Die Zinskurve ist eine grafische Darstellung für die aktuell geltenden Zinssätze für kurz-, mittel- und langfristige Anlagen. In normalen Wirtschaftszeiten erhält der Anleger höhere Zinsen bzw. eine höhere Rendite, je länger er sein Geld bindet. Wer eine zehnjährige Anleihe kauft und dem Staat damit sein Geld für zehn Jahre leiht, trägt ein größeres Ausfallrisiko, als derjenige, der es nur für zwei Jahre verleiht. Dieses höhere Risiko wird mit einer besseren Verzinsung belohnt.

Die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung werden in der Zinskurve gespiegelt. Der Verlauf und die Form der Zinskurve sind kein starres Gebilde, sondern ändern sich laufend aufgrund neuer Informationen und Einschätzungen am Kapitalmarkt. Damit stellt die Zinskurve eine gewichtige Entscheidungsgrundlage für geldpolitische Entscheidungen der Zentralbanken dar und hat für Investoren aller Art eine hohe Relevanz.

Seit mehreren Jahren schmilzt der Renditeabstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen in den USA kontinuierlich zusammen. Wenig verwunderlich, gilt doch die Faustregel: Kurzfristige Zinsen bis zwei Jahre unterliegen im Wesentlichen dem Einflussbereich der Notenbanken. Langfristige Zinsen wiederum bilden sich aus Konjunktur- und vor allem Inflationserwartungen der Marktteilnehmer.

### Zinskurven für amerikanische Staatsanleihen



Erklärung: Von links nach rechts sind die Zinsen für US-Staatsanleihen mit ansteigender Laufzeit zu sehen. Die Zinskurve hat sich im Laufe der letzten Jahre kontinuierlich verflacht. Quelle: Eigene Darstellung mit Daten aus Bloomberg.

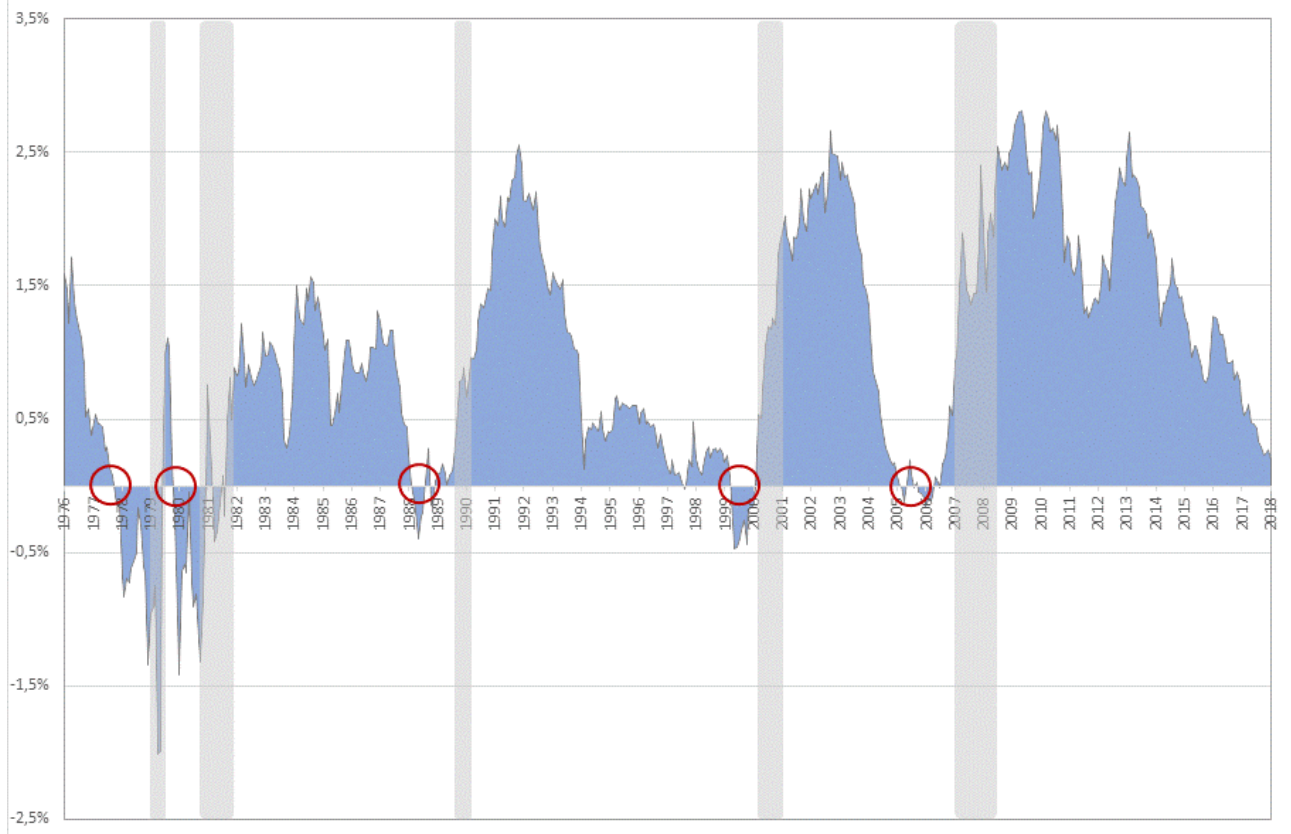
Die US-Notenbank Fed befindet sich seit Ende 2015 mitten in einem Zinsanhebungszyklus mit bisher neun Leitzinserhöhungen. Folglich stiegen in den letzten Jahren zweijährige US-Zinsen kräftig an, jedoch merklich weniger die zehnjährigen Laufzeiten – die Kurve wurde flacher. Soweit kein Grund zur Beunruhigung. Kritisch wird es erst, wenn Anleihen mit längerer Laufzeit eine niedrigere Rendite aufweisen als Anleihen mit kurzer Laufzeit. Man spricht in diesem Fall von einer **inversen Zinskurve**. Solche Marktverwerfungen finden sich im historischen Zeitverlauf relativ selten. In den letzten 40 Jahren konnte in den USA an gerade einmal 14% aller

Handelstage eine inverse Zinskurve beobachtet werden. Aktuell bieten zehnjährige US-Staatsanleihen lediglich eine Mehrrendite von 0,15% gegenüber ihren zweijährigen Pendanten. Es bringt einem Anleger in den USA also momentan keinen Zinsvorteil, wenn er Anleihen längerer Laufzeit kauft. Vor fünf Jahren wurde ein solches längeres Laufzeitenrisiko mit einem jährlichen Renditevorteil von 2,50% belohnt.

### Die Zinskurve als verlässlicher Vorlaufindikator für eine Rezession

Doch warum bereitet ein mögliches „Kippen“ der Zinskurve so vielen Experten Sorgen? Ein Blick in die Geschichtsbücher bringt Aufklärung. Die USA mussten in den letzten 40 Jahren fünf rezessive Phasen unterschiedlicher Dauer überstehen und eines hatten alle Wirtschaftsabschwünge gemeinsam: Etwa zwei Jahre bevor sich die Wirtschaft negativ entwickelte, wurde die Zinskurve invers. Damit hat sich die Zinskurve zu einem der präzisesten Vorlaufindikatoren für ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung etabliert. Ein Vorlaufindikator, der aktuell zumindest in den Alarmmodus gewechselt ist.

### US-Rezessionen (grau) in Folge von inversen Zinskurven (blau im negativen Bereich)



Erklärung: Vor Rezessionen (graue Balken) kommt es regelmäßig zu einer inversen Zinskurve. Die blau hinterlegte Kurve bildet den Unterschied zwischen zehnjährigen und zweijährigen US-Staatsanleihenrenditen ab. Negative Werte bedeuten eine inverse Zinskurve. Quelle: Eigene Darstellung mit Daten aus Bloomberg.

### Erklärungen für eine inverse Zinskurve

Weshalb überflügeln kurzfristige Zinsen zuweilen die langfristigen? Im Dezember 2015 begann die amerikanische Notenbank schrittweise die Zinsen zu erhöhen. Auch für das laufende Jahr werden weitere Leitzinserhöhungen erwartet. Für die kurzfristigen Zinssätze bedeutet das einen anhaltenden Aufwärtsdruck. Investoren befürchten allerdings, dass höhere Zinsen die Konjunktur abschwächen könnten. Genau hier liegt die

Gefahr: Der Anleihemarkt spiegelt diesen gedämpften Ausblick mit sinkenden längerfristigen Zinserwartungen wider.

Wenn also Marktteilnehmer sinkende Zinsen erwarten, werden verstärkt Anleihen mit längerer Laufzeit und hoher Verzinsung gekauft, solange dies noch der Fall ist. Die steigende Nachfrage bewirkt steigende Preise und damit sinkende Renditen. Zusätzlich sinkt das Käuferinteresse für kürzer laufende Anleihen, was wiederum die Kurse sinken und die Renditen steigen lässt. Insgesamt ergibt sich daraus eine flachere Zinsstruktur und eine schwächere Konjunktur. Es folgt im Extremfall eine Inversion der Zinskurve.

Aktuell ist bereits ein Teilbereich der US-Zinskurve invers. Für eine zweijährige Bindung erhält der Anleger eine höhere Verzinsung als für eine fünfjährige. Das Damoklesschwert einer gekippten Kurve ist also ein reales Bedrohungsszenario für die Wirtschaft. Vor allem die Kreditvergabe wird durch eine flache oder sogar inverse Zinskurve erheblich beeinträchtigt. Über die Fristentransformationsfunktion nehmen Banken kurzfristige Gelder in Form von Spareinlagen auf und vergeben die Liquidität langfristig als Kredite an Unternehmen oder Privatpersonen. In Zeiten normaler, steiler Zinskurven ergibt sich daraus eine Zinsspanne. Wenn jedoch für kurzfristige Sparguthaben mehr bezahlt werden muss, als mit langfristigen Krediten verdient wird, entsteht ein Minusgeschäft. Vergleichbar wird die Situation dann mit einem Produktionsunternehmen, dessen Güter teurer produziert als verkauft werden. Wenn die Kreditvergabe mangels ökonomischer Sinnhaftigkeit reduziert wird, kommt es unweigerlich zu realwirtschaftlichen Problemen. Die Investitionstätigkeit von Unternehmen sinkt, der private Konsum leidet und negative Auswirkungen für das Wirtschaftswachstum sind die Folge.

### **Kommt der Wirtschaftsabschwung?**

Doch noch ist es nicht so weit und es ist auch keinesfalls sicher, dass es in den nächsten Monaten tatsächlich zu einer Inversion im wichtigen Bereich zwischen zehn- und zweijährigen Zinsen kommt. Und falls doch, rechnen Experten frühestens 2020 mit einer lediglich milden Rezession. Zudem bedeutet eine gemäßigte Wirtschaftsabkühlung keineswegs die Abkehr von der Normalität. Die US-Wirtschaft wächst mittlerweile seit fast zehn Jahren und befindet sich damit in der zweitlängsten Aufschwungphase der jüngeren amerikanischen Wirtschaftsgeschichte. Eine zwischenzeitliche Verschnaufpause wäre im historischen Kontext also völlig normal.

Im gegenwärtigen Umfeld könnte sich der Indikator zudem als weniger zuverlässig als in der Vergangenheit erweisen. Die Fed hat in den vergangenen Jahren, ähnlich der EZB, große Bestände an Staatsanleihen aufgekauft, um die Wirtschaft zu entlasten und die Inflation zu befeuern. Durch diese künstlich generierte Nachfrage wurden vor allem längerfristige Renditen nach unten gedrückt. Dies erklärt zumindest teilweise, weshalb die Zinskurve in den letzten Jahren immer flacher geworden ist.

In der Eurozone gibt es übrigens keinerlei Anzeichen einer flacher werdenden oder gar inversen Zinskurve. Zu moderat war hier der bisherige Konjunkturverlauf und zu gering die Inflationsentwicklung. Dementsprechend hinken die Zinsschritte der Europäischen Zentralbank auch jenen der amerikanischen Notenbank weiter hinterher. Eine erste Zinserhöhung ist frühestens im Herbst 2019 geplant. Jedoch würde eine Rezession in den USA selbstverständlich auch die Eurozone treffen.

#### Fazit:

Die statistische Vorhersagekraft einer inversen Zinskurve hat in den letzten Jahrzehnten durchaus beeinflusst. Dennoch haben sich die Spielregeln aufgrund der geänderten monetären Verhältnisse geändert. Den langfristigen Anleger sollte eine Inversion der Zinskurve mit möglicher folgender Rezession ohnehin nicht aus der Ruhe bringen. Eine breit diversifizierte, globale Veranlagung in Geschäftsmodelle mit soliden Bilanzen und Wettbewerbsvorteilen ist der beste Schutz vor einem möglichen konjunkturellen Gegenwind.

#### Autor:

Mag. Thomas Kößler, CPM  
Asset Management  
Schoellerbank AG  
Tel. +43/662/86 84-2676

#### Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA  
Pressesprecher  
Schoellerbank AG  
Tel. +43/1/534 71-2950  
1010 Wien, Renngasse 3  
[marcus.hirschvogel@schoellerbank.at](mailto:marcus.hirschvogel@schoellerbank.at)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 378 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 11,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter: [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

#### Hinweis:

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

#### Haftungsbeschränkung:

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

**Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.**