



MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

# US-Zinskurven-Inversion als Rezessionsindikator?

Marktkommentar, Juli / August 2023

**In letzter Zeit sind viele Marktteilnehmer wieder auf die Struktur der amerikanischen Zinskurve aufmerksam geworden. Eine sinkende Differenz zwischen den Marktzinsen am langen Ende der US-Zinskurve wie 10-jährigen Anleihenrenditen und dem kurzen Ende, z. B. den 2-Jahres- oder 3-Monats-Zinsen, zeigt historisch eine hohe Korrelation mit abnehmendem US-Wirtschaftswachstum. Allerdings ist der zeitliche Abstand von Konjunkturschwächen oder gar US-Rezessionen zu Inversionen der Zinskurven historisch oft stark schwankend.**

Gegenwärtig wird wieder über die Form oder Struktur der US-Zinskurve diskutiert und über deren Funktion als Konjunkturindikator. Normalerweise sind die Renditen lang laufender Anleihen oder die langen Zinsen minus die Renditen kurz laufender Anleihen bzw. die kurzen Zinsen positiv – wenn sie negativ werden, spricht man von einer inversen oder umgekehrten Zinskurve. Im Normalfall sind die langen Zinsen klar über den kurzen Zinsen, weil lang laufende Anleihen dazu tendieren, eine höhere Rendite zu zeigen als kurze, um die höheren Risiken zu kompensieren, die sich aus der weiter entfernten Zukunft ergeben (länger laufend bedeutet auch mehr Potenzial für den Eintritt von Risiken).

Wenn die langen Anleihenrenditen im Vergleich zu den kurzen Marktzinsen abnehmen, spricht man von einer flacher werdenden Zinskurvenform. Am meisten Beachtung findet die Differenz zwischen den 10-jährigen und den 2-jährigen US-Anleihenrenditen. Dies, weil im Vorfeld aller vergangenen US-Rezessionen eine Inversion der US-Zinskurve zu beobachten war.

Der fundamentale Zusammenhang erfolgte oft über das Bankensystem. Denn traditionell finanzierten sich viele amerikanische Banken über das kurze Ende der Zinskurve und erzielten Erträge über länger laufende Kredite, z. B. Hypotheken. Eine flacher werdende oder gar inverse Zinskurve signalisierte historisch eine schwindende Profitabilität des Bankensystems und damit oft schwierigere

Zeiten für die Wirtschaft und die Finanzmärkte.

Kurze Marktzinsen werden von der Geldpolitik der Zentralbank beeinflusst, während lange Marktzinsen eher bzw. zusätzlich von den Wachstumserwartungen durch die Finanzmärkte getrieben werden – daher wird eine steilere Zinskurve meist mit stärkerem Wachstum der Wirtschaft assoziiert. Allerdings haben die massiven Zentralbank-Obligationenkäufe in den letzten Jahren die Anleihenrenditen via das sogenannte Quantitative Easing (die quantitative Lockerung der Geldpolitik) stark verzerrt. Eine Reduktion der Anleihenkäufe oder gar Anleihenverkäufe, das sogenannte Quantitative Tightening (quantitative Verschärfung der restriktiveren Geldpolitik wie gegenwärtig in den USA der Fall, aber nicht in der Schweiz), wird von vielen Marktteilnehmern daher gefürchtet, da sich die Marktzinsen erhöhen und die Kreditkonditionen in der Wirtschaft verschlechtern können.

**«Der Zeitablauf zwischen Inversionen der US-Zinskurve und Rezessionen war historisch sehr unterschiedlich.»**

Gérard Piasko, Chief Investment Officer

Einige innerhalb der US-Zentralbank ziehen bei den Zinskurven inzwischen die Differenz zwischen den 10-jährigen US-Staatsanleihenrenditen und den US-3-Monats-Zinsen als Wirtschaftsindikator vor. Dies funktionierte in den vergangenen Jahrzehnten noch besser als Indikator einer Wirtschaftsabschwächung, allerdings mit mehr Verzögerung. Diese Zinsdifferenz zeigt für die USA ebenfalls eine Konjunkturabschwächung an.

Generell darf allerdings nicht vergessen werden, dass die Form der US-Zinskurve von beiden Seiten her beeinflusst werden kann. Wenn das kurze Ende zu stark durch Fed-Zinserhöhungen ansteigt, kann dies zu einer Inversion der Zinskurve führen. Und wenn die Nachfrage nach lang laufenden Anleihen im Verhältnis zum Angebot (Emissionen)

zunimmt, kann die Rendite lang laufender Obligationen abnehmen und eine Inversion auslösen. Dies kann dann passieren, wenn Marktteilnehmer erwarten, dass Inflation als Problem bald von Konjunkturabschwächung abgelöst wird. Der Zeitablauf zwischen einer Inversion der US-Zinskurve und einer US-Rezession war historisch sehr unterschiedlich. Im Durchschnitt erfolgte eine Rezession rund eineinhalb Jahre nach einer Inversion, doch der Zeitabstand variierte zwischen rund 7 und 24 Monaten stark. Ebenfalls sehr unterschiedlich zeigte sich historisch die Reaktion des US-Aktienmarktes. 1973 erreichte der US-Aktienindex S&P 500 vor der Zinskurven-Inversion seinen Höhepunkt, bevor er nach unten drehte. 2019/20 war es 6 Monate danach und in zwei Fällen in den letzten Jahrzehnten endete der US-Aktienaufwärtstrend erst 22 Monate

nach der Inversion. Sektoren, die sich nach Zins-Inversionen oft besser als der Gesamtmarkt hielten, waren übrigens Gesundheitswesen und Energie.

#### Gérard Piasko

Gérard Piasko leitet als Chief Investment Officer das Anlagekomitee der Privatbank Maerki Baumann & Co. AG. Zuvor war er über viele Jahre Chief Investment Officer bei Julius Baer, bei Sal. Oppenheim und bei der Deutschen Bank.



### Modular anlegen mit Maerki Baumann

Die Themen des aktuellen Marktkommentars betreffen folgende Akzentmodule:

 Aktien Schweiz	 Aktien USA	 Obligationen CHF/EUR/USD	 Rohstoffe
 Nebenwerte Schweiz	 Aktien Schwellenländer	 Obligationen (ETF) CHF/EUR/USD	 Krypto-Währungen
 Aktien Eurozone	 Aktien Global	 Obligationen High Yield	 Private Equity
 Aktien Deutschland	 Global Ausgewogen		 Venture Capital

Kontaktieren Sie Ihre Kundenberaterin respektive Ihren Kundenberater für weitere Informationen, oder besuchen Sie unsere Website: [www.maerki-baumann.ch/modular-anlegen](http://www.maerki-baumann.ch/modular-anlegen)

**WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE:** Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken und ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Markt- und Anlagekommentare von Maerki Baumann & Co. AG sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten. Somit stellt diese Publikation keine Anlageberatung oder individuell-konkrete Anlageempfehlung sowie kein Angebot für den Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Maerki Baumann & Co. AG erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Im Weiteren übernimmt Maerki Baumann & Co. AG keinerlei Haftung für den Inhalt dieses Dokuments und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen können.

Redaktionsschluss: 10. Juli 2023

Maerki Baumann & Co. AG  
Dreikönigstrasse 6, CH-8002 Zürich  
T +41 44 286 25 25, [info@maerki-baumann.ch](mailto:info@maerki-baumann.ch)  
[www.maerki-baumann.ch](http://www.maerki-baumann.ch)