

# CONCLUSIO

## Der Börsenblick von Kornelius Purps, Kapitalmarktstrategie

### Die Drohkulisse der Kurveninversion

Welches sind die gefährlichsten vier Worte im Anlagegeschäft? „This time is different.“ Dieses Mal ist es anders. Immer wieder erkennen Anleger und Analysten typische historische Kursmuster und übertragen diese auf die Gegenwart – nur um deren vermeintliche Gesetzmäßigkeit gleich wieder zu verwerfen. Dieses Mal wird es ja anders sein.

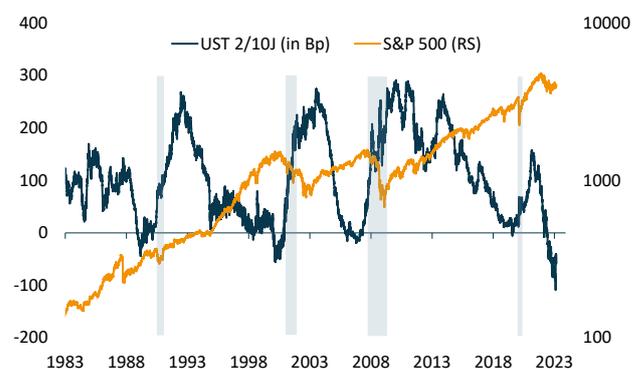
Eine der bekannteren derartigen Gesetzmäßigkeiten basiert auf den **Signalen einer inversen Zinskurve**. Die Vergangenheit hat gezeigt: Steigen die kurzfristigen Zinsen über das Niveau der langfristigen Zinsen, folgt mit gewissem zeitlichem Abstand eine Rezession, die Zentralbank senkt die Zinsen und die Aktienmärkte erleben einen Kurseinbruch. Die amerikanische Zinskurve ist nun schon seit einem Dreivierteljahr invers. Eine Rezession erleben wir in den USA aber bis heute nicht. Statt Zinssenkungen sehen wir von der Fed weitere Zinsanhebungen. Und die Aktienmärkte (ich schaue auf den S&P 500) befinden sich nun schon seit fast einem Jahr in einem Seitwärtskanal. Möglicherweise ist dieses Mal ja tatsächlich alles anders. Möglicherweise aber stehen uns Rezession, Zinssenkung und Kursverluste erst noch bevor. Lassen Sie uns diese Thematik heute einmal ganz genau anschauen.

Eine inverse Zinskurve gilt gemeinhin nicht als Ursache oder Auslöser einer Rezession, sondern als ihr **Vorbote**. Als *Ursache* einer Rezession wird regelmäßig eine vorangegangene geldpolitische Straffung der Federal Reserve angeführt. Der unmittelbare *Auslöser* für den Ausbruch einer Rezession ist dann ganz unterschiedlicher Natur. Im Umfeld der Rezession 1990/1991 gab es einen Ölpreisschock, vor der Rezession 2001 platzte die Dot-Com-Blase, 2008 durchlebten wir die Finanzmarktkrise, 2020 den Beginn der Corona-Pandemie.

***In der Vergangenheit folgten auf eine Zinskurveninversion regelmäßig starke Aktienkursverluste. Übertragen auf 2023 stünde uns ein heißer Herbst bevor.***

Werfen wir einen Blick auf das Bild der vergangenen vierzig Jahre. Die folgende **Grafik** zeigt die Zinskurve, den (logarithmierten) Kursverlauf des S&P 500 und – grau schattiert – die Rezessionsphasen der amerikanischen Volkswirtschaft, wie sie vom „National Bureau of Economic Research (NBER)“ offiziell definiert wurden. Wir erkennen sehr schnell: Auf die Phase einer inversen Kurvenstruktur (ich wähle die Renditedifferenz zwischen US-Staatsanleihen mit 2 Jahren und mit 10 Jahren Laufzeit, ausgedrückt in Basispunkten) folgt jeweils eine Rezession und eine Periode fallender Aktienkurse. In den vergangenen vier Jahrzehnten gab es vier solche Episoden (plus die aktuelle Phase der Kurveninversion).

### Kurveninversion als Vorbote einer Rezession



Quelle: Bloomberg, antea

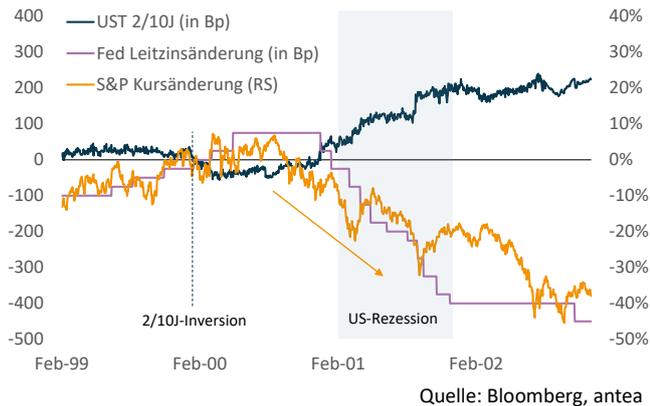
Gemeinsame **Charakteristika** der vier betrachteten Episoden sind neben der inversen Zinskurve und einer Rezession auch Zinssenkungen der Fed sowie Kursverluste im S&P 500 im Ausmaß von mindestens zwanzig Prozent. Eine genauere Analyse führt aber erhebliche Unterschiede in der zeitlichen Abfolge dieser Ereignisse und beim Ausmaß der Kursverluste am Aktienmarkt zutage.

Beispielhaft möchte ich die **Episode von 2000 bis 2002** etwas genauer untersuchen: Anfang Februar 2000 rutschte die 10J UST-Rendite unter die 2J-



Rendite, die Zinskurve war damit invers. Rund ein halbes Jahr später erreichte der S&P 500 sein zyklisches Hoch, gefolgt von einem zweijährigen Bärenmarkt, in welchem das Börsenbarometer fast die Hälfte seines Wertes einbüßte. Vier Monate nach Beginn der Abwärtsbewegung am Aktienmarkt senkte die Fed erstmals den Leitzins, weitere zwei Monate später begann die Rezession.

### Kurveninversion und was folgte (2000-2002)



Es ist sehr verlockend, die Erfahrungen aus den „Kurveninversions-Episoden“ der vergangenen vierzig Jahre auf die Gegenwart zu übertragen. Dies erfordert vorab jedoch einen wichtigen **Beipackzettel**. Grundsätzlich erscheint es zwar angemessen, eine Kurveninversion als Vorboten einer Rezession, von Zinssenkungen und von Aktienkursverlusten zu betrachten. Dennoch sollten die aus den Episoden der Vergangenheit abgeleitete Projektionen mit größter Vorsicht betrachtet werden. Zum einen ist die Grundgesamtheit von vier Erfahrungswerten über einen Zeitraum von vier Jahrzehnten nicht gerade üppig. Zum anderen sind die Verlaufsmuster innerhalb dieser Episoden sehr unterschiedlich. Beispielsweise beschränkten sich die Aktienkursverluste im Jahr 1990 auf 20 Prozent, wohingegen zwischen 2007 und 2009 rund 57 Prozent aufgetürmt wurden. In der Finanzmarktkrise dauerte es von der Kurveninversion bis zur ersten Leitzinssenkung fast zwei Jahre, wohingegen während der bislang letzten Episode 2019/2020 die erste Zinssenkung sogar einige Wochen vor der ersten Kurveninversion erfolgte.

Die folgende Tabelle zeigt die Dauer in Monaten zwischen dem Eintreten der Kurveninversion und der ersten Zinssenkung, dem Beginn der Aktienkursverluste und dem Beginn der Rezession.

### „Kurveninversions-Episoden“ seit 1983

2/10J Inversion	Erste Fed Zinssenkung	Beginn S&P-Rückgang	Start Rezession	S&P-Rückgang
Abstand zur Kurveninversion in Monaten				
14-Dec-1988	5.8	19.3	18.8	-20%
3-Feb-2000	11.1	7.0	13.1	-49%
27-Dec-2005	21.0	21.7	23.5	-57%
22-Aug-2019	-0.7	6.0	5.4	-34%
Durchschnitt	9.3	13.5	15.2	-40%

Projektion:				
5-Jul-2022	9-Apr-2023	14-Aug-2023	3-Oct-2023	-40%

Quelle: Bloomberg, antea

Und was bedeutet all dies nun für die kommenden Monate? Die Tabelle enthält hierfür eine Projektion: Im Durchschnitt dauert es rund neun Monate von der Zinskurveninversion bis zur ersten Zinssenkung. Nachdem die Zinskurve in den USA bereits seit Juli letzten Jahres invertiert ist, würde eine Übertragung auf die Gegenwart eine **erste Zinssenkung bereits am 9. April** implizieren. Nun, man darf im Leben und vor allem an den Finanzmärkten nichts ausschließen, aber eine solche Schlussfolgerung erscheint dann doch mehr als mutig. Im Schnitt dauert es 15 Monate von der Kurveninversion bis zur **Rezession**. Diese würde demnach **im Oktober** beginnen – eine Abschätzung, die aus fundamentalen Überlegungen heraus gar nicht so abwegig erscheint. Die Projektion ergibt schließlich, dass der **S&P 500** Mitte August sein zyklisches Hoch erreicht, um anschließend **40 Prozent einzubüßen**. Vom aktuellen Niveau bei 4.050 Punkten würde dies einen Rückgang bis in die Region um 2.400 Punkte bedeuten – in etwa das Tief, welches wir im Corona-Monat März 2020 gesehen haben. Spätestens an diesem Punkt überfällt mich ein Reflex: This time is different. Dieses Mal wird es anders kommen. Ganz bestimmt. Hoffentlich.

Verfasser: purps@antea.online

### Rechtliche Hinweise | Disclaimer

Dieses Schriftstück dient werblichen Zwecken, es ersetzt nicht die individuelle Beratung und ist kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder der Zeichnung von Wertpapieren oder Titeln. Die Auskünfte stellen keine Empfehlung oder Anlageberatung dar. Bei allen Aussagen und Einschätzungen handelt es sich lediglich um Annahmen und die Meinungen der antea, die tatsächlichen Ereignisse sowie Ergebnisse können von diesen abweichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige. Sämtliche Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt, dennoch wird keine Garantie und Haftung für ihre Richtigkeit übernommen. Quelle aller Daten, soweit nicht anders angegeben: antea. Weitere Informationen finden Sie unter [www.antea.online](http://www.antea.online) | antea ag | Neuer Wall 54 | 20354 Hamburg

CONCLUSIO noch nicht erhalten?  
QR-Code scannen oder klicken

