



**Bernd Meyer** ist Chef-anlagestrategie bei der Berenberg Bank.

# Kein Vorbote einer Rezession

**D**ie US-Zinskurve invertierte im März - erstmals seit 2007 übertrafen die kurzfristigen Zinsen (drei Monate) die langfristigen Staatsanleiherenditen (zehn Jahre). Früher war dies ein verlässlicher Vorbote für eine anstehende Rezession. Steht diese nun also bevor?

Wir glauben nein, denn die Gründe für die Invertierung sind dieses Mal andere als Wachstumsängste und fallende Inflationserwartungen. Vor allem die hohen Anleihebestände der Zentralbanken sowie deren kontinuierlichen Interventionen am Anleihemarkt haben starken Einfluss auf die Zinskurve. Zudem reduzieren die andauernden politischen Risiken und die Jagd nach Rendite im Niedrigzinsumfeld die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen, die deutlich höher als bei ihren deutschen Pendants liegen. Auch sind längerfristige Realzinsen und Inflationserwartungen aus strukturellen Gründen niedrig. Die Signale vom Anleihemarkt bieten also weniger zuverlässige Prognosen für die wirtschaftlichen Aussichten als in der Vergangenheit.

Weitere Befunde stützen die These, dass die Invertierung nicht ein Signal einer zu restriktiven Geldpolitik und eines zu hohen Zentralbankzinses ist. Zum einen ist der reale Zinssatz am kurzen Ende der Kurve - die Differenz zwischen dem Zentralbankzins und der Kerninflationsrate - mit gerade mal 50 Basispunkten (0,5 Prozentpunkt) weit unter dem Niveau von rund 300 Basispunkten, das historisch vor Rezessionen zu beobachten war. Zum anderen ist das lange Ende der US-Zinsstrukturkurve in den letzten Monaten sogar steiler geworden. Dies zeigt, dass der Markt den Kurs der US-Notenbank (Fed) langfristig als reflationär einschätzt.

Allerdings besteht die Gefahr einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Eine Invertierung der Zinskurve bedeutet erst einmal wenig. Wenn aber viele Marktteilnehmer an ihre Bedeutung glauben, kann sie wahr werden. Die Tatsache, dass der Markt bereits fast zwei US-Zinssenkungen in den kommenden zwölf Monaten einpreist, zeigt den Effekt. Uns erscheint dies übertrieben. Wir erwarten, dass die Anleiherenditen im Laufe des Jahres mit sich verbessernden Konjunkturdaten wieder ansteigen dürften - auch wenn der Anstieg limitiert sein dürfte. Dieses Umfeld dürfte risikobehaftete Anlagen wie Aktien weiter so lange begünstigen, bis Ängste vor steigenden Zinsen wieder zunehmen.

**Die Anlage-Empfehlung** ist eine Einschätzung des Autors.