

Vorboten einer neuen Rezession?

Es ist ein deutliches Muster: Den letzten sechs US-Rezessionen ging immer eine sogenannte Zinsinversion voraus, bei der die Kurzfristzinsen über den Langfristzinsen lagen. Auch heute gibt es wieder Anzeichen dafür. *Erwin W. Heri*

Abstract In den letzten 45 Jahren ist den Rezessionen in den USA immer eine sogenannte Zinsinversion vorausgegangen, bei welcher die kurzfristigen Zinsen über den langfristigen Zinsen liegen. Dieses Muster ist so deutlich, dass es sich kaum leugnen lässt. Allerdings gibt es viele mögliche Erklärungsansätze, wie sich eine Zinsinversion kausal auf den Konjunkturverlauf auswirkt. Dieser Artikel vertritt die Auffassung, dass die Aktienmärkte die Zinsinversion als Vorzeichen deuten und die Zukunft schlechter bewerten. Der Zusammenhang zwischen Zinsinversion und Konjunktur scheint auch jetzt wieder bedeutsam. Denn die aktuellen Zinsdaten zeigen auffällige Bewegungen am Rand.

Das Zusammenspiel von Geld-, Kredit- und Aktienmärkten mit der realen Wirtschaft und dem Konjunkturverlauf hat tonnenweise Wirtschaftsliteratur produziert. Zahlreiche Modelle älteren und jüngeren Datums haben in diesem Kontext Kenntnisse zutage gefördert, die sich leider oft nur schwer empirisch überprüfen, geschweige denn nachweisen lassen. Die entsprechenden Zusammenhänge und Wirkungsmechanismen sind schlicht zu komplex und in ihrer zeitlichen Abfolge zu instabil, um sie empirisch vernünftig analysieren zu können. Denn tatsächlich gleicht eine Volkswirtschaft eher einem wilden Bienenstock und verfügt über wenig wohldefinierte und sich wiederholende Prozesse, die vernünftig modellierbar und empirisch analysierbar wären.

Trotzdem werden gewisse Wirkungsmechanismen immer wieder hervorgehoben, und einige davon scheinen sich zumindest einer visuellen Interpretation der Daten nicht völlig zu verschliessen. So scheint es geradezu erwiesen, dass eine Inversion der Zinsstrukturkurve auf zu erwartende konjunkturelle Probleme hinweist. Bei einer solchen Zinsinversion liegen die kurzfristigen Zinsen in einem Land oberhalb der langfristigen Ertragsraten.

Regelmässiger Vorläufer

Es gibt viele mögliche Erklärungen für den Zusammenhang zwischen einer Rezession und einer Zinsinversion. Eine lautet, dass es bei einer Zinsinversion für das Bankensystem unattraktiv wird, Kredite zu sprechen. Denn der kurzfristige Einlagenzins, der eine wich-

tige Finanzierungsquelle für langfristige Ausleihungen ist, kostet die Banken mehr, als sie aus dem Kreditzins einnehmen. Warum sollte man in einer solchen Situation noch Kredite vergeben? Und weil Kredite im Normalfall als «Schmieröl» des Wirtschaftsmotors gelten, kommt in einem solchen Fall der Wirtschaftsmotor ins Stottern. Zu simpel? Zu theoretisch? Natürlich.

Fakt ist aber, dass allen sechs Rezessionen der US-Wirtschaft in den letzten 45 Jahren

regelmässig eine Zinsinversion vorausgegangen ist (siehe *Abbildung 1*). Vor jeder US-Rezession befanden sich die kurzfristigen Zinsen oberhalb oder gleichauf mit dem Niveau der langfristigen Zinsen. Direkt nach Ausbruch der Wirtschaftskrise drückte die Zentralbank die kurzfristigen Zinsen jeweils wieder nach unten und produzierte so ein «normales» Zinsumfeld.

Natürlich ist jede Rezession der Wirtschaftsaktivität ein Einzelfall, und es gibt für jeden dieser Einzelfälle ein ausgesprochen komplexes ökonomisches Narrativ, das den wirtschaftlichen Abschwung erklären soll. Im Falle der Zinsinversion ist aber immerhin das Argument interessant, dass der Anstieg des kurzfristigen Zinses (auch über das Niveau des langfristigen Zinses hinaus) eine bewusste Politik der Zentralbank darstellt.

Wenn die kurzfristigen über den langfristigen Zinsen liegen, sind die Börsenteilnehmer alarmiert.



Denn letztlich ist ja der kurzfristige Zins ein Politikinstrument der Zentralbank. Und so ist es auch kein Zufall, dass den meisten solchen Zinskonstellationen ein Anstieg der Inflationsraten vorausgeht. Schliesslich ist es die Hauptaufgabe der Zentralbank, für eine stabile Kaufkraft der Währung zu sorgen und

damit Inflationstendenzen wenn möglich im Keime zu ersticken – eben beispielsweise mit der Zinspolitik. Die Zinsinversion löst sich sofort wieder auf, wenn der Wirtschaftsabschwung einsetzt und der Inflationsüberdruck aus dem System entweicht (siehe *Abbildung 1*).

Abb. 1: Rezessionen und Zinsstruktur in den USA (1972–2018)

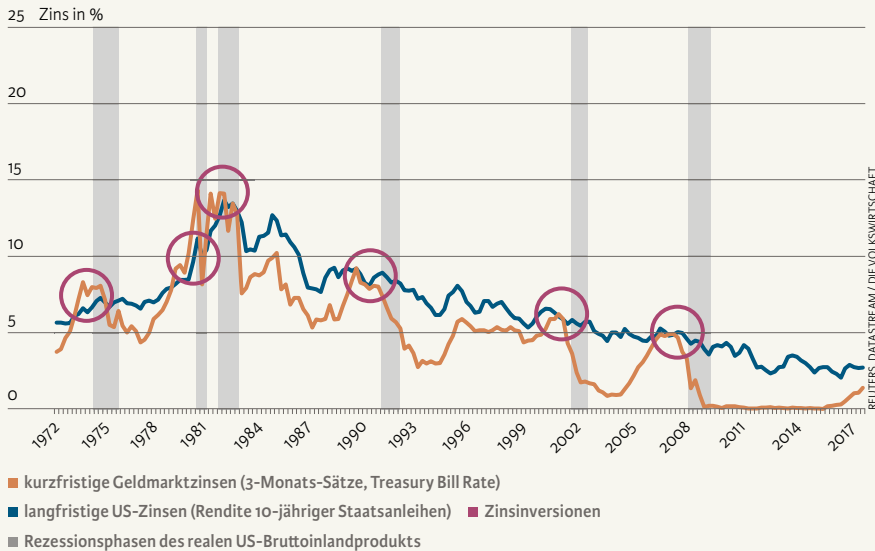
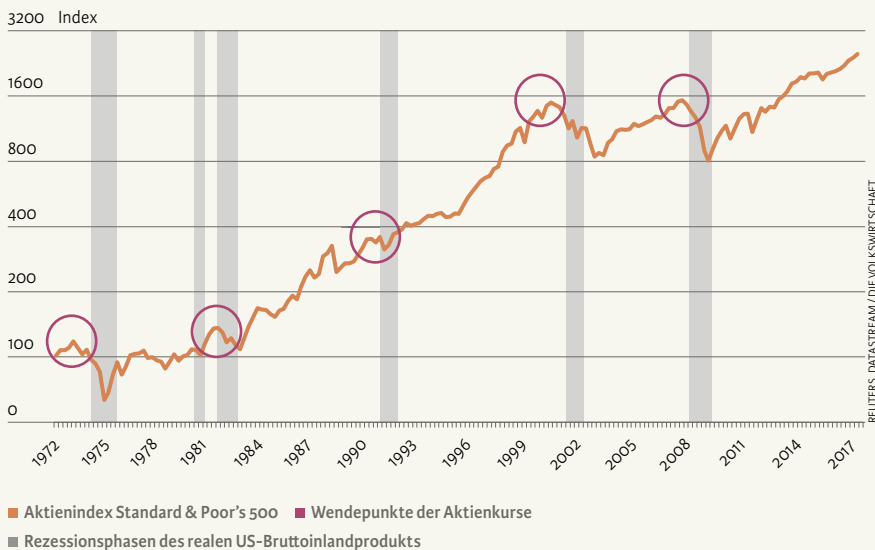


Abb. 2: Rezessionen und Aktienkurse in den USA (1972–2018)



Fallende Aktienkurse als Reaktion

Erhellend ist ein Blick auf die Aktienbörsen. Denn dort wird die Zukunft fundamentaler Unternehmensdaten gehandelt. Nämlich die Erwartungen bezüglich Umsätzen, Gewinnen und Renditen. Bei positiven oder negativen Anzeichen, welche die gegenwärtigen Einschätzungen relativieren, werden die Bewertungen sofort angepasst. Eine plötzliche Inversion der Zinsstrukturkurve könnte ein solches Anzeichen sein. Wenn sich aufgrund einer neuen Zinskonstellation der Konjunkturmilieu verdunkelt, werden die Aktienbewertungen sofort nach unten angepasst.

Diese Hypothese wäre dann bestätigt, wenn bei noch immer vernünftiger Konjunktur und einer zeitgleichen Zinsinversion die Aktienmärkte plötzlich nach unten drehen. Und tatsächlich: In den letzten 45 Jahren liess sich dieses Phänomen in den USA regelmässig beobachten (siehe *Abbildung 2*). Es scheint also, dass die Aktienkurse kurz vor dem Eintritt in eine rezessive Wirtschaftsphase – in etwa zeitgleich mit der Zinsinversion – zu einem Abschwung ansetzen. Entsprechend ist es denn auch kein Zufall, dass in verschiedenen Ländern die Aktienkurse zu den vorauslaufenden Indikatoren der Konjunktorentwicklung gehören.

Heute herrscht eitel Sonnenschein an der Konjunkturfront. Es ist die beste Situation, die man sich vorstellen kann: tiefe Inflationsraten, gutes Wachstum, erfreuliche Unternehmensgewinne, Optimismus überall. Doch wie wird sich die Zinskurve entwickeln? Die Zentralbanken werden über kurz oder lang die in der Finanzkrise geschaffene Liquidität abschöpfen müssen. Das wird kaum ohne Zinssteigerungen vonstattengehen. In der Tat bewegt sich die Zinsstruktur in den USA bereits auf eine Zinsinversion zu, wie die sich angleichenden Kurven in *Abbildung 1* zeigen. Deswegen lohnt es sich, in den nächsten Monaten die US-Zinsstruktur sehr genau zu beobachten. Sollten wir weiter in Richtung einer Zinsinversion gehen, sind Probleme an der Konjunkturfront vorprogrammiert.

Die Ausbildungsplattform Fintool.ch

Die unabhängige und videobasierte E-Learning-Plattform Fintool.ch will das Anlage-, Finanz- und Wirtschaftswissen der Bevölkerung im deutschsprachigen Raum verbessern.

Denn die Finanz- und Anlagemärkte bieten das Potenzial, einen Teil der auf uns zukommenden Vorsorgeprobleme abzufedern. Dazu muss die breite Bevölkerung die entsprechenden Potenziale und die wirkenden Prozesse allerdings besser verstehen können. Denn die Probleme sind nicht so kompliziert, wie sie gerne dargestellt werden.

Zweimal wöchentlich stellen die Autoren aus Forschung und Praxis umsonst ein Kurzvideo zu einem aktuellen Wirtschafts- oder Anlagethema zur Verfügung. Die Gratisregistrierung erfolgt über Fintool.ch. Inzwischen zählt die Community 10 000 Mitglieder und über 350 Kurzvideos zu den unterschiedlichsten Themen. Zusätzlich zum Gratisangebot werden in der kostenpflichtigen Fintool-Academy die Videos zu themenspezifischen Serien und Staffeln zusammengebaut.



Erwin W. Heri

Professor für Finanztheorie an der Universität Basel und Gründungspartner der videobasierten Finanzausbildungsplattform fintool.ch