



## 8. Dez. 2006: Rezessionsgefahr?

### Description

Wie hoch ist gegenwärtig die Gefahr einer Rezession? Es gibt viele Wege, einer Antwort auf diese nicht ganz unwichtige Frage näher zu kommen.

In der finanzwirtschaftlichen Literatur wird immer wieder auf ähnliche Merkmale als Indiz für eine heraufziehende Rezession abgestellt, als da sind verschiedene Rendite-Spreads, sowie die Neigung der Zinsstrukturkurve. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass eine entlang steigender Laufzeiten fallende Zinsstruktur ein schlechtes Omen für die wirtschaftliche Entwicklung ist. Das gleiche gilt für die einzelnen Spreads: Ist die Rendite bei längeren Laufzeiten geringer als bei kürzeren, ergibt sich der gleiche negative Ausblick.

Daneben gibt es eine Fülle von Ansätzen, die auf konjunkturzyklischen Überlegungen beruhen. So hat z.B. das NBER (National Bureau for Economic Research) in einem großen Forschungsprojekt über 600 Zeitreihen mit volkswirtschaftlichen Daten auf ihre Prognoserelevanz für eine heraufziehende Rezession untersucht.

Dabei gilt es natürlich auch zu unterscheiden zwischen einer wirtschaftlichen Abkühlung, also sinkenden, aber positiven Wachstumsraten und rezessiven Tendenzen, also negativen Zuwächsen in der Wirtschaftsleistung, mit üblicherweise gravierenden Auswirkungen auf alle Bereiche der Volkswirtschaft.

Ich will mich im folgenden auf die Untersuchung der Zinsstruktur konzentrieren. Hierzu hat Jonathan Wright, Wirtschaftsanalytiker bei der Fed, im Frühjahr 2006 ein neues Modell vorgestellt, mit dem sich die Wahrscheinlichkeit einer Rezession recht zuverlässig abschätzen lässt. Das Modell stützt sich im wesentlichen auf den Spread zwischen der 10-jährigen Rendite und den Zinsen für "Drei-Monats-Geld" und trifft in Abhängigkeit der Häufung starker negativer Renditedifferenzen eine Aussage, wie wahrscheinlich innerhalb der nächsten vier Quartale das Auftreten einer Rezession ist. Wright fand bei seinen Arbeiten heraus, dass es daneben auch auf die Höhe der Leitzinsen ankommt. Liegen sie etwa bei 5,5 Prozent, so führt selbst ein (an sich neutraler) Spread von Null zu einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 40 Prozent, bei einem Niveau von 3.5 Prozent werden lediglich 17 Prozent erreicht.

Das Wright-Modell hat bei allen Rezessionen der US-Nachkriegszeit eine hohe Prognosesicherheit gezeigt. Es hat aus meiner Sicht jedoch einen Schönheitsfehler – es unterstellt beim Spread eine Standard-Normal-Verteilung. Die in der Finanzmathematik häufig getroffene Annahme mag zwar in "normalen" Zeiten gegeben sein. Dass sie jedoch gerade in den "wildem", entscheidenden Perioden an den



Finanzmärkten nicht zutrifft und Risiken und Wahrscheinlichkeiten dadurch häufig unterschätzt werden, hat Mandelbrot in seinem aktuellen Buch sehr anschaulich dargestellt.

Ich verfolge daher einerseits die Idee von Wright, relativ seltene Ereignisse in Zeitreihen von Spreads als Trigger zu nehmen; andererseits habe ich mich dabei auf eine einfache Zählstatistik beschränkt. Dafür habe ich meine Untersuchung auf ein breiteres Fundament gestellt: Ich analysiere nicht nur den Spread zwischen der 10-jährigen Rendite und dem Zins für "Drei-Monats-Geld", sondern auch die Renditedifferenz zwischen den 30- und den 10-jährigen TBonds. Als dritte Komponente werte ich die Steigung der Zinsstrukturkurve insgesamt aus.

Das Ergebnis ist in einem Diagramm dargestellt; unter Intermarket ("Rezessions-Wahrscheinlichkeit nach Rendite-Spreads") erscheint es in etwas anderer Form und wird so wöchentlich aktualisiert. Aus dem dargestellten Verlauf der drei untersuchten Merkmale der Zinsstruktur lässt sich ablesen, dass jedes einzelne für sich alleine auch Fehlsignale produziert.

Wenn man aber von allen drei Merkmalen zugleich eine qualifizierte kumulative Häufung von über 60 Prozent erwartet, lässt sich damit ein sehr zuverlässiges Frühwarnsignal mit einem Vorlauf von bis zu vier Quartalen einschalten. Das Ergebnis ist in "rot" dargestellt. Bei der Rezession zwischen März und November 2001 wurde bereits ab April 2000 gewarnt, während das Wright-Modell erst einige Monate später Alarm schlug. Ansonsten zeigen die beiden Modelle ein sehr ähnliches Zeitverhalten, in der Stärke der Warnungen gibt es kleinere Unterschiede.

Das vorgestellte Alarmsystem hat aus meiner Sicht den Vorteil, dass es mehrere Merkmale der Zinsstruktur auswertet und damit breiter aufgestellt ist. Ob es Sinn macht, weitere Merkmale hinzuzunehmen, wird noch untersucht. Der Chart wird wöchentlich aktualisiert und ist häufig auch im offenen Bereich der Web-Seite einsehbar.

Konzentriert man sich auf die aktuelle Lage, so wird zwar ein erhöhtes Risiko, aber bis jetzt keine signifikante Gefahr einer Rezession angezeigt. Betrachtet man den Spread am "kurzen Ende" oder die (negative) Steigung der Zinsstruktur isoliert, so beträgt die Rezessionswahrscheinlichkeit aktuell zwar um die 70 Prozent. Wertet man hingegen den Spread am "langen Ende" isoliert aus, so kommt man auf eine Wahrscheinlichkeit von aktuell unter 50 Prozent. Insgesamt aber eben nicht ausreichend für einen Alarm. Das Wright-Modell kommt übrigens auf rund 43 Prozent Rezessions-Wahrscheinlichkeit.

Das Risiko ist zuletzt sogar etwas rückläufig, was sich auch mit Aussagen des renommierten ECRI-Instituts deckt. Das dürfte damit zusammenhängen, dass nun allgemein eine gewisse Entspannung auf dem amerikanischen Immobilienmarkt erwartet wird. Nicht zufällig ist in den vergangenen Tagen der US-Hausbauindex von den Toten auferstanden. Auch der Kurs des Immobilienfinanzierers Fannie Mae tendiert fester.

Trotzdem: Gerade weil die Zinsthematik aktuell in den Augen der Marktteilnehmer keine besondere Rolle zu spielen scheint, sollte sie genau beobachtet werden. Der vorgestellte Chart zeigt nämlich sehr deutlich, dass die Entwicklung der Zinsstruktur keineswegs harmlos ist. Seit Mitte des Jahres "tut sich hier wieder etwas", nachdem es zuvor sehr lange ruhig war.

Zu den Aktienmärkten. Die Lage ist gegenwärtig fragil, sowohl von der fraktalen Diagnose und zyklischen Prognose aus gesehen, wie auch von Seiten der Marktindikatoren. Entspannung kam zwar zuletzt vom Dollar, der (gegen Euro) wohl zunächst in einer Gegenbewegung steckt, aber diese Impulse wurden bisher nicht breit umgesetzt.

Während die europäischen Aktien und hier insbesondere der DAX die Vorlage noch vergleichsweise gut aufnahmen, scheinen bei den US-Aktien die Anschlusskäufe auszubleiben. Die Akteure halten sich zurück.



Das hat sicher auch damit zu tun , dass heute Nachmittag die US-Arbeitsmarktdaten für November anstehen. Zudem berät die Fed in der nächsten Woche über ihre Zinspolitik, und dann zieht auch schon der große Verfallstag herauf.

Zu guter letzt reist auch noch US-Finanzminister Paulson vom 12. bis 16. Dezember nach China. Der ehemalige Goldman Sachs-Chef wird von keinem geringeren als Fed-Chef Bernanke begleitet. Man mutmaßt, diese hochkarätige Besetzung soll den Chinesen klar machen, dass eine Finanzkrise droht, wenn China seine Währung nicht stärker floaten lässt.

Alles in allem genug Unsicherheit, die erst einmal verarbeitet werden will.

Im neu erschienenen Sammelwerk von Heiko Aschoff "Die Investmentstrategien der Profis" ist auch ein Beitrag zur TimePatternAnalysis enthalten. Informationen auf der Web-Seite der TimePatternAnalysis oder beim FinanzBuch Verlag.