

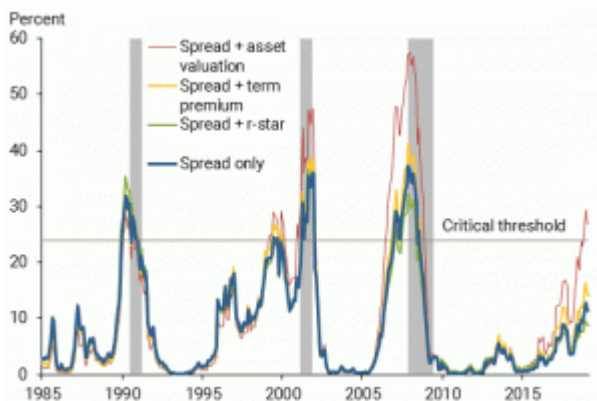
## Fed: Warnung seitens Zinsstruktur ignorieren?

### Description

In den vergangenen Tagen haben sich mehrere Fed-Offizielle, allen voran der neue Chef, zu Wort gemeldet und bezweifelt, dass die Zinsstruktur heutzutage noch einen Prognosewert für den Konjunkturzyklus besitzt. So etwas von solch prominenter Stelle sollte immer hellhörig machen. Als Argument wird angeführt, die Inflation sei heutzutage im Gegensatz zu früheren Dekaden stabil niedrig.

Aber es gibt Gegenpositionen dazu, sogar aus dem eigenen „Stall“. In einem [kürzlich erschienenen Papier](#) bekräftigt die San Francisco Fed (h/t „[The Capital Spectator](#)“), dass der Verlauf der Differenzen von kurz- und langfristigen Renditen ein überraschend genauer Indikator für künftige wirtschaftliche Aktivitäten ist. Jeder US-Rezession in den zurückliegenden 60 Jahren sei eine invertierte Zinsstruktur vorhergegangen. Die gegenwärtigen niedrigen Zinsen und Risikoaufschläge seien zwar „speziell“, aber der Prognosewert der Zinsstruktur sei dennoch intakt, heisst es.

Die Analysten beziehen sich dabei insbesondere auf den Spread zwischen den Zinsen von zehnjährigen und einjährigen US-Staatsanleihen. Immer wenn dieser negativ wurde, kam es innerhalb der folgenden sechs bis 24 Monate zu einer Rezession. Der folgende Chart stellt nach Probit-Modell für die zurückliegenden drei Rezessionen die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Rezession in Abhängigkeit vom Spread dar. Die Signallinie bei 24% zeigt die Wahrscheinlichkeit bei einem Spread von Null. Per Februar 2018 liegt die Wahrscheinlichkeit bei 11% ([Chartquelle](#)).



Es hat schon ein „Geschmäckle“ wenn die obersten Zinshüter dem Geschehen dessen, was sie in den zurückliegenden Jahren v.a. mittels QE-Programmen massiv manipuliert haben, keine Bedeutung

beimessen.

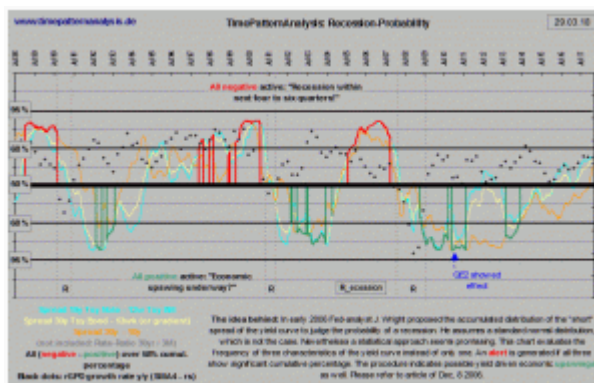
Ich bin nicht nur deswegen auch eher geneigt, der Zinsstruktur weiterhin eine gewisse Bedeutung bei der Vorhersage des Verlaufs des Konjunkturzyklus beizumessen. Mag sein, dass man die Analysewerkzeuge etwas an die veränderten Bedingungen anpassen muss. Aber so lange die Manipulationen der Notenbanken mehr oder weniger das gesamte Renditespektrum betreffen, sollte die Entwicklung der Zinsstruktur weiterhin bedeutsam sein.

Im folgenden Chart wird die Differenz zwischen den zehnjährigen, den zweijährigen und den dreimonatigen US-Staatsanleihen gezeigt (10yr-2yr-3m). Hier zeigt sich, dass diese Differenz seit 1981 vor Rezessionen jeweils anstieg. Die Schwelle, bei der jeweils nach offizieller Lesart eine Rezession ausbrach, hat sich im Vergleich zur vorherigen jeweils grob halbiert, was mit dem im Zeitablauf immer tieferen Zinsniveau zusammenhängt ([Chartquelle](#)).



Schreibt man das auf unsere Gegenwart fort, fehlt im Vergleich zu den historischen Mustern noch die Bodenbildung und der darauf folgende Anstieg. Als Eintrittsschwelle zur Rezession wäre mit einem Wert von 1,1% bis 1,2% zu rechnen. Als Eintrittszeitpunkt käme der Jahreswechsel 2018/2019 in Betracht. Ich habe das in obigem Chart fortgeschrieben und mit einem Fragezeichen gekennzeichnet. Denn klar, dieser Ausblick ist mit Vorsicht zu genießen, aber völlig aus der Luft gegriffen ist er auch nicht.

Das unterlegt auch die statistische Analyse von verschiedenen Merkmalen der Zinsstruktur. Diese Analyse hatte bei den zurückliegenden Rezessionen stets zuverlässig mit längerem Vorlauf gewarnt. Sie zeigt seit Mitte 2017 eine zunehmende Wahrscheinlichkeit, jedoch bisher noch keinen kritischen Wert. Allerdings fehlt auch nicht mehr viel bis dahin. Entwickelt sich der Trend so weiter, so wäre mit einem Eintritt in die „offizielle“ Warnphase innerhalb der nächsten zwei Monate zu rechnen.



Ein frisch aktiviertes Signal besagt noch nicht, dass die Welt untergeht. Insbesondere zu Beginn der Warnphase kam es regelmäßig noch zu deutlichen, teilweise hektischen Gewinnen bei Aktien. Wirklich ernst wird es für die Assetmärkte aber, wenn das Warnsignal kurz vor Einsatz einer Rezession wieder zurückgesetzt wird.

Fed-Offizielle bezweifeln die Aussagekraft der Zinsstruktur für den Verlauf des



Konjunkturzyklus. Das sollte man bezweifeln. Dafür gibt es gute Gründe.