

Zur Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten

Philipp Hauber

Die US-Wirtschaft befindet sich im längsten Aufschwung der jüngeren Geschichte: Laut Klassifizierung des National Bureau of Economic Research (NBER) dauert die derzeitige Expansionsphase im Dezember 2019 bereits 125 Monate und übertrifft damit den Aufschwung der 1990er Jahre um fünf Monate. Nach dem kräftigen Produktionsanstieg um 2,9 Prozent im Jahr 2018 hat die Konjunktur im Verlauf dieses Jahres allerdings an Fahrt verloren. Insbesondere die Investitionstätigkeit verlangsamte sich spürbar. Gleichzeitig veränderte sich die Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Wertpapieren so, dass zur Jahresmitte die Rendite von Dreimonatsanleihen höher war als jene für zehnjährige Staatsanleihen. Eine solche Inversion der Zinsstrukturkurve gilt als verlässlicher Indikator für eine Rezession innerhalb der nächsten zwei bis sechs Quartale.

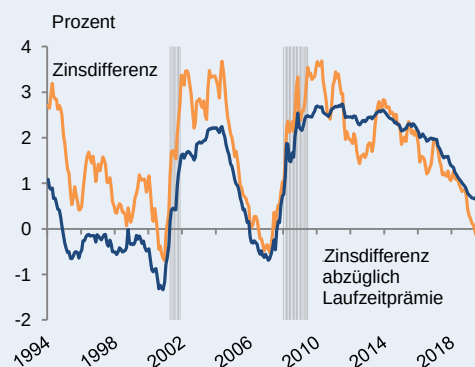
Damit stellt sich die Frage, wie groß die Abwärtsrisiken für unsere Prognose sind, in der sich das Tempo der Expansion der US-Wirtschaft nur in etwa auf die Höhe des Potenzialwachstums abschwächt, das derzeit auf zwischen 1,5 Prozent und 2 Prozent geschätzt wird. Entscheidend hierfür ist, ob die Zinsstrukturkurve auch am aktuellen Rand verlässliche Signale einer nahenden Rezession sendet. Denn möglicherweise hat die Null-Zins-Grenze oder die unkonventionelle Geldpolitik der Federal Reserve zu einem Strukturbruch im Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigen Zinsen geführt (Eo und Kang 2020).

Wesentlich für die Prognosegüte einer invertierten Zinsstrukturkurve ist die Annahme, dass die Langfristzinsen die Erwartungen der Marktteilnehmer über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik abbilden. Ein Rückgang würde demzufolge eine Lockerung der Geldpolitik in der Zukunft als Antwort auf eine Rezession signalisieren. Allerdings beinhaltet die Zinsdifferenz auch eine Laufzeitprämie, die Investoren für das Halten einer länger laufenden Anleihe und die damit verbundenen Realzins- und Inflationsrisiken kompensiert. Der Rückgang der Laufzeitprämie aufgrund niedrigerer gleichgewichtiger Realzinsen und geringerer Inflationsvolatilität gilt als wesentlicher Grund für den säkularen Rückgang der langfristigen Zinsen in den vergangenen Jahrzehnten (Clarida 2019). In der Literatur wird daher auch der mit Schätzungen dieser Prämie korrigierte Spread betrachtet. Dieser weist ebenfalls Vorlaufeigenschaften zu Rezessionen auf. Am aktuellen Rand ist es die so berechnete Zinsdifferenz aber noch deutlich positiv und deutet nicht auf eine baldige Rezession hin (Abbildung 1).

Bauer und Mertens (2018) legen allerdings in einer Evaluierung über einen längeren Zeitraum dar, dass die einfache Differenz der Zinsen auf zehnjährige Anleihen und Dreimonatspapieren besser Rezessionen prognostiziert als ein um die Laufzeitprämie korrigierter Spread.

Für eine weiterhin hohe Verlässlichkeit des Zinsdifferenzials zwischen zehnjährigen und dreimonatigen Anleihen als Rezessionsindikator spricht zudem, dass sich die derzeitige Inversion nicht wesentlich von vorherigen Episoden unterscheidet (Kowalewski 2019). So ist die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung – gemessen an der Produktionslücke – am aktuellen Rand im historischen Vergleich weder besonders hoch noch besonders niedrig. Mit Blick auf die Beiträge der Kurz- und Langfristzinsen zum Rückgang des Spreads kann man vergangene Inversionen in zwei Gruppen einteilen. So gab es Inversionen, die auf einen deutlich stärkeren Anstieg der Kurzfrist- als der Langfristzinsen zurückzuführen waren. Dies war beispielsweise vor den Rezessionen Ende der 1970er, und Anfang der 1980er sowie der Großen

Abbildung 1:
USA: Zinsdifferenz und Laufzeitprämie 1994–2019



Monatsdaten. Zinsdifferenz: Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen abzüglich Rendite auf Dreimonatsanleihen; Laufzeitprämie: Schätzung nach Kim and Wright (2005). Grau schattiert: Rezessionen nach Klassifikation des National Bureau of Economic Research.

Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System *Selected Interest Rates H.15*; National Bureau of Economic Research.

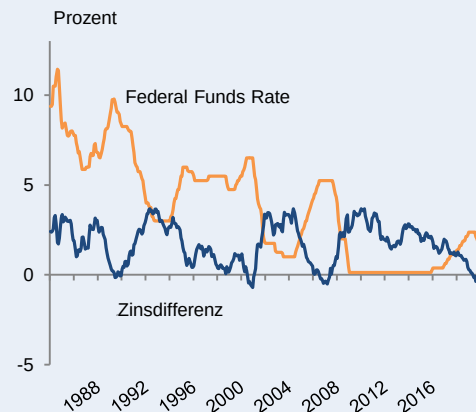
Rezession der Fall. Anders verhielt es sich bei den Rezessionen Anfang der 1990er und 2000er, die im historischen Vergleich eher kurz und mit geringeren Produktionseinbußen einhergingen. Dort kam es zu einem negativen Spread, obwohl die Kurzfristzinsen nur leicht anstiegen, gleichzeitig aber die langfristigen Zinsen sanken. Die aktuelle Inversion folgt letzterem Muster.

In dieses Bild passt die Einschätzung, dass zum Zeitpunkt der Inversion die Geldpolitik in diesem Aufschwung wohl noch vergleichsweise expansiv ausgerichtet war. Auch hatte die Federal Reserve ihren Straffungszyklus bereits beendet, als es zur Inversion kam. In den Jahren 2000 und 2006 sank der Spread dagegen in den negativen Bereich, während die Leitzinsen noch erhöht wurden (Abbildung 2). Diese Konstellation einer Inversion bei akkommodierender Geldpolitik ist ungewöhnlich und könnte dafür sprechen, dass es diesmal nicht zu einer Rezession kommt.

Gegen eine bevorstehende Rezession sprechen auch andere Indikatoren wie beispielsweise der Finanzzyklus oder der Schuldendienst des Privatsektors, die historisch eine ähnlich hohe Güte bei der Prognose von Rezessionen aufweisen (Borio et al. 2019). Beide Maße deuten nicht auf einen baldigen Konjunktur-einbruch hin: So ist der Schuldendienst des Privatsektors seit dem Jahr 2015 zwar etwas gestiegen. Mit 15 Prozent im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen liegt er aktuell aber noch deutlich unter seinem langjährigen Mittelwert. Ebenso liegt das Verhältnis von Kreditbestand zur Wirtschaftsleistung („credit-to-GDP ratio“) laut Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich noch deutlich unter seinem Trendwert. Als weiterer Indikator mit Vorlaufeigenschaften für eine Rezession gilt die Bauaktivität, da besonders hohe Expansionsbeiträge der Wohnungsbauinvestitionen und ein darauffolgender Kollaps der Aktivität in diesem Wirtschaftsbereich meist am Anfang einer gesamtwirtschaftlichen Rezession standen (Leamer 2007). Zwar neigten die Bauinvestitionen in den vergangenen eineinhalb Jahren zur Schwäche. Im dritten Quartal dieses Jahres stiegen sie jedoch wieder. Zudem waren die Expansionsbeiträge der Bauinvestitionen in diesem Aufschwung nicht besonders hoch, was dagegen spricht, dass in diesem Bereich in den vergangenen Jahren Überkapazitäten entstanden sind, deren Abbau zu einer Rezession führen könnte.

Abbildung 2:

USA: Geldpolitik und Zinsdifferenz 1984–2019



Monatsdaten. Zinsdifferenz: Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen abzüglich Rendite auf Dreimonatsanleihen. Federal Funds Rate: ab Dezember 2008 Mittelwert des Zielbands.

Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System
Selected Interest Rates H.15.

Literatur

- Bauer M., und T.M. Mertens (2018). Information in the Yield Curve About Future Recessions. FRBSF Economic Letter 20. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Borio C., M. Drehmann und D. Xia (2019). Predicting recessions: financial cycle versus term spread. BIS Working Papers 818. Bank of International Settlements, Basel.
- Clarida, R. (2019). Monetary Policy, Price Stability, and Equilibrium Bond Yields: Success and Consequences. Rede. Via Internet (12.11.2019) <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20191112a.htm>>.
- EO, Y., und K.H. Kang (2020). The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy on Forecasting the Yield Curve. *Journal of Economic Dynamics and Control* 111: 1-16.
- Kolaweski, K. (2019). Yet Another Look at the Recent Inversion of the Yield Curve. Blogbeitrag, Econbrowser. Via Internet (11.12.2019) <<http://econbrowser.com/archives/2019/11/guest-contribution-yet-another-look-at-the-recent-inversion-of-the-yield-curve>>.
- Leamer, E. (2007). Housing IS the Business Cycle. NBER Working Paper 13428. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.