

Credit Spreads als Rezessionsindikator

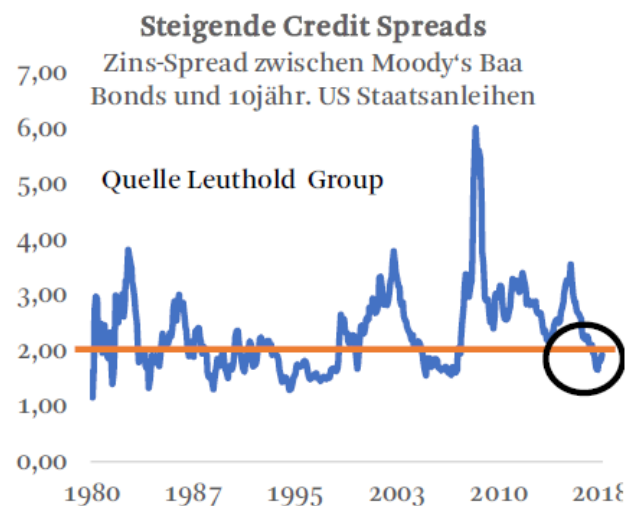
- Ein neuer Konjunkturindikator prognostiziert die gesamtwirtschaftliche Aktivität aus der Sicht des Kapitalmarkts.
- Auch er zeigt, dass sich die Wirtschaft im Abschwung befindet. Offen ist nur, wie schnell sich dieser vollzieht.
- In Europa ist die Rezessionsgefahr größer als in den USA. Die Prognosen für 2019 werden herunterrevidiert werden müssen.

Nichts ist für einen Volkswirt schwerer, als eine Rezession vorherzusagen. Es gibt zwar einige notorische Pessimisten (wie etwa Nuriel Roubini in den USA), die hinter jeder Ecke einen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Aktivität wittern. Von den letzten fünf Rezessionen haben sie mindestens zehn prognostiziert. Aber die Mehrheit der Analysten ist nur gut bei der Bestimmung von Sonnenschein-Phasen. Ich erinnere mich nicht, dass beispielsweise der Internationale Währungsfonds je eine Rezession vorhergesagt hat.

Umso mehr war ich gespannt, als mir ein Kollege dieser Tage einen Chart von einem neuen Rezessionsindikator schickte. Er war im Bloomberg-Nachrichtendienst unter der etwas reißerischen Überschrift „A US Recession Indicator flashes red“ („Ein US Rezessionsindikator springt auf rot“) erschienen. Ich war sicher nicht der einzige, der sich darauf stürzte.

Es handelt sich dabei um einen Indikator, der sich aus den Credit Spreads am Kapitalmarkt ableitet. Sein „Erfinder“ ist James W. Paulson von der Research Group Leuthold aus Minnesota im Mittleren Westen der USA. Paulson hatte einen Zusammenhang

beobachtet zwischen der Konjunktur und dem Zins-Spread von Anleihen aus dem untersten Investmentgrade Bereich (Baa von Moody's) gegenüber 10jährigen US-Staatsanleihen. Immer dann, wenn diese Differenz auf 2% und darüber stieg, fiel die Gesamtwirtschaft in eine Rezession.



Diesen Zusammenhang weist Paulson für die letzten fünfzig Jahre in den USA nach. Sechs der sieben Rezessionen in dieser Zeit lassen sich damit bestimmen. Nur ein Einbruch fiel aus dem Rahmen (1985). Dieser war aber sehr speziell, weil er im Wesentlichen auf

währungspolitischen Verwerfungen beruhte. Seit Februar dieses Jahres geht der Spread nun deutlich nach oben. Er hat vor ein paar Tagen die 2%-Grenze erreicht. Alles spricht dafür, dass er weiter steigt. Das ist für Paulson zwar noch keine Rezession, wohl aber ein „cautionary signal“.

Ich kannte den Indikator bisher nicht, finde ihn aber interessant. Er hat eine Reihe von Vorzügen. Einer ist, dass er praktisch täglich verfügbar ist. Man muss also nicht ewig auf monatliche Ergebnisse warten (die dann auch noch korrigiert werden). Ein anderer ist, dass man nicht auf Umfragen wie zum Beispiel bei Einkaufsmanager- oder Klimaindizes angewiesen ist. Damit vermeidet man viele Fehler, die bei Umfragen etwa durch Stimmungen entstehen können. Allerdings sind auch die Kapitalmärkte derzeit wegen der langen Zeit ultralockerer Geldpolitik nicht „sauber“. Man muss also auch hier aufpassen.

Ein weiterer Vorteil ist, dass er sich nicht auf die Markttechnik verlässt. Man kann ihn ökonomisch gut begründen. Wenn die Zinsen für Unternehmensanleihen relativ zu den Staatsanleihen steigen, ist dies ein Zeichen, dass die Kreditqualität der Unternehmen nachlässt. Das deutet auf schwächere Gewinne und damit auch auf nachlassendes Wachstum hin – alles typische Symptome einer nachlassenden Konjunktur.

Der Credit Spread Indikator liegt auf der gleichen Linie wie ein anderer Indikator, der sich in der Community großer Beliebtheit erfreut. Dieser orientiert sich an der Steilheit der Renditekurve. Immer dann, wenn die Renditekurve flach oder gar invers wird

(kurzfristige Zinsen sind höher als langfristige), droht eine Rezession. Auch dieser Indikator signalisiert derzeit Rezessionsgefahren. Sie werden noch zunehmen, wenn die Fed wie angekündigt die Leitzinsen weiter erhöht, die langfristigen Renditen aber wegen der hohen Liquidität niedrig bleiben.

Für Europa ist der Credit Spread Indikator leider schlecht übertragbar. Das liegt daran, dass der Markt für Unternehmensanleihen hierzulande noch nicht so lange existiert und auch nicht so breit ist. Es gibt daher keine so geeigneten langfristigen Statistiken. Zudem ist der Markt verzerrt durch die EZB-Käufe von Unternehmensanleihen. Immerhin steigen die Spreads für Unternehmensanleihen mit einem Investment Grade Rating auch im Eurobereich deutlich.

Mein Fazit: Freuen wir uns, dass es hier einen neuen Konjunktur-Indikator gibt. Je mehr solcher Signale wir haben, umso besser. Dadurch wird die Prognosequalität besser. Interpretieren wir den Indikator aber nur als das, was er ist: ein Warnschuss. Er zeigt, dass mit der Konjunktur etwas nicht in Ordnung ist und dass man sich auf ein Kippen des Aufschwungs einstellen sollte. Aber er lässt offen, wann die Rezession kommt und wie stark sie sein wird. Für die USA bin ich wegen der massiven Steuersenkungen zu Beginn dieses Jahres relativ zuversichtlich, dass die Konjunktur noch eine Zeit lang hält.

Für Europa sieht es schlechter aus. Hier wird sich die Konjunktur früher abschwächen. Bereits in den ersten sechs Monaten dieses Jahres hat sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum spürbar verlangsamt. Das wird sich

fortsetzen, vor allem dann, wenn sich der Handelskrieg in der Welt verstärkt und auf die Stimmung der Unternehmen drückt. Hier muss schon 2019 mit einer deutlichen Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität gerechnet werden. Die Prognosen, die bisher von einem im nächsten Jahr vermutlich unveränderten Wachstum ausgehen, werden aus meiner Sicht deutlich nach unten korrigiert werden müssen.

Für den Anleger ist der Übergang von einer guten Konjunktur zu einem Abschwung sehr wichtig. In der guten Konjunktur sollte er sich von festverzinslichen Wertpapieren fernhalten, da die langfristigen Zinsen weiter anziehen könnten. Wenn der Schalter jedoch auf Abschwung umgelegt wird, sollte man Rentenpapiere wieder kaufen und stattdessen bei Aktien vorsichtiger sein. Denn dann gehen auch die Unternehmensgewinne zurück.



Dr. Martin Hüfner
Volkswirtschaftlicher Berater

BNP Paribas S.A. Niederlassung Österreich
Hello bank!

Dieser Artikel gibt die Meinung des Autors wieder und stellt in keiner Weise eine Finanzanalyse, eine Anlageberatung, ein Angebot zum Kauf oder eine Empfehlung der Hello bank! dar und kann keine fachliche Beratung durch einen Anlage- und/oder Steuerberater ersetzen. Bitte beachten Sie, dass die dargestellten Finanzinstrumente den allgemeinen Wertpapierrisiken unterliegen, insbesondere auch dem Bonitätsrisiko des Emittenten und dem Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.