

29. November 2017

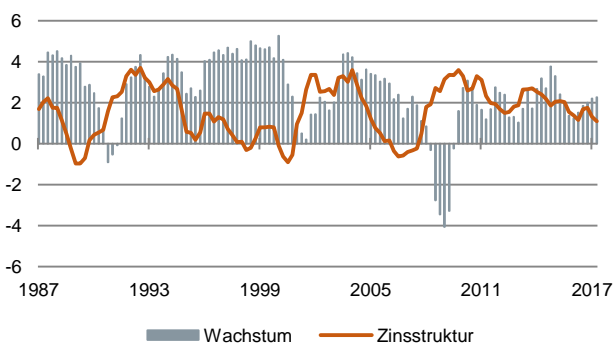
- Die Zinserhöhungen der amerikanischen Notenbank haben die Zinsstruktur in den USA flacher werden lassen.
- Manche fürchten, dies könne ein Vorbote für eine konjunkturelle Abschwächung oder gar eine Rezession sein.
- Die Sorgen sind nicht gerechtfertigt. Die monetären Verhältnisse sind heute ganz anders.

Seit Beginn dieses Jahres haben sich die Leitzinsen in den USA mehr als verdoppelt (von 0,5 % auf 1,1 %). Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen ist in der gleichen Zeit um über 20 Basispunkte gefallen (von 2,5 % auf 2,3 %). Die Zinsstruktur ist damit deutlich flacher geworden. Diese Entwicklung wird sich noch verstärken, wenn die Fed im Dezember die Leitzinsen noch einmal um einen Viertel Prozentpunkt erhöht.

Das hat manchen hellhörig werden lassen. Denn die Zinsstruktur ist nicht nur ein technisches Instrument zur Analyse des Kapitalmarkts. Sie gilt vielen auch als Frühindikator für die Konjunktur. Manche fürchten, dass die flachere Zinsstruktur eine Rezession in den USA ankündigen könnte. Sind solche Sorgen gerechtfertigt?

### ZINSSTRUKTUR UND WACHSTUM

Rendite 10-j. US-Staatsanleihen minus Leitzins, Zunahme des realen BIPs yoy, beides in % vierteljährlich



Quelle: Fred

Ich glaube nicht. Und zwar aus zwei Gründen. Zum einen gilt der Zusammenhang zwischen einer flacheren Zinsstruktur und der Abschwächung der Konjunktur für monetäre Bedingungen, die ganz anders sind als heute. Zum anderen spielen für die gesamtwirtschaftliche Aktivität in Amerika derzeit weniger monetäre als realwirtschaftliche Faktoren eine Rolle. Schauen wir uns das genauer an.

Die Theorie, dass eine Abflachung der Zinsstruktur zu einer Rezession führen könnte, beruht auf zwei Annahmen. Zum einen, dass die Notenbank die Leitzinsen erhöht, um damit die Konjunktur zu bremsen und eine Überhitzung der Wirt-

schaft zu verhindern. Damit geht das kurze Ende der Zinsstrukturkurve nach oben. Zum anderen, dass die Märkte darauf vertrauen, dass es der Notenbank dadurch gelingt, die Inflation in Schach zu halten. Deshalb steigen die langfristigen Zinsen nicht, sondern können sogar sinken. Insgesamt ergibt sich daraus eine flachere Zinsstruktur und eine schwächere Konjunktur.

---

»Jetzt werden alte Dinge aufgewärmt, die zu den neuen Bedingungen nicht passen.«

---

Wenn die Zinserhöhung nur gering ausfällt, ist das nicht weiter tragisch. Wenn die Notenbank aber stärker und vor allem dauerhaft auf die Bremse tritt, dann kann das im Extrem auch zu einer Rezession führen. Dies insbesondere dann, wenn die kurzfristigen Zinsen über das Niveau der langfristigen Zinsen steigen. Das ist der Fall der "inversen Zinsstruktur".

Angesichts dieser Zusammenhänge wird deutlich, dass sie überhaupt nicht zu den heutigen monetären Gegebenheiten passen. Die Fed erhöht zwar die Zinsen. Die Konjunktur soll dadurch aber in keiner Weise gebremst werden. Es ist nur eine Normalisierung nach der expansiven Geldpolitik der Vergangenheit. Die Zinserhöhungen sind daher auch sehr gering. Das wird auch so bleiben. Unter diesen Umständen kann es bei einer flacheren Zinsstruktur keine negativen Konjunktur-Effekte geben.

Gleichzeitig gibt es keine inflationäre Gefahren. Die langfristigen Zinsen bleiben daher niedrig, vielleicht fallen sie sogar leicht. Das trägt dazu bei, dass die Zinsstruktur auch von dieser Seite flacher wird. Es ist aber nichts, was der Konjunktur gefährlich werden könnte.

Hinzu kommt, dass die ultralockeren Bedingungen bei Zinsen und Liquidität in der Gesamtwirtschaft in keiner Weise zu einer Rezessionsgefahr passen. Solange sich daran nichts ändert, brauchen wir keine Angst um die Konjunktur zu haben.

29. November 2017

Schließlich und ganz grundsätzlich zeigt die Grafik, dass der Zusammenhang zwischen Zinsstruktur und Konjunktur auch in der Vergangenheit keineswegs zwingend war. In den letzten 30 Jahren gab es Phasen, in denen eine flachere Zinsstruktur eine Konjunkturschwäche ankündigte. Das war beispielsweise in den Jahren ab 1987 der Fall oder ab 2003. Es gab aber auch Phasen, wo das nicht so war. In den 90er Jahren beispielsweise wurde die Zinsstruktur permanent flacher. Die Konjunktur aber kletterte ungeachtet dessen von einem Höhepunkt zum anderen.

Wenn sich heute alle besonders an die Zeiten erinnern, in denen die Zinsstruktur eine Rezession ankündigte, dann ist das offensichtlich eine mentale Verengung. Die Zeiten der monetären Restriktion mit all ihren negativen Effekten auf die Konjunktur haben sich stärker in das kollektive Bewusstsein eingebrannt, als die Zeiten, in denen es anders lief. Jetzt werden alte Dinge aufgewärmt, die zu den neuen Bedingungen nicht passen.

Im Übrigen wird das Schicksal der US-Konjunktur derzeit nicht von der Zinsstruktur beziehungsweise den monetären Faktoren entschieden. Das gilt jedenfalls so lange, wie die Inflation noch so niedrig ist. Wer heute nach Ursachen für

eine Rezession sucht, sollte sich eher bei realwirtschaftliche Faktoren umsehen. Hier gibt es Gefahren (zum Beispiel die hohe Verschuldung oder die unsicheren Investitionsaussichten). Andererseits gibt es aber auch die Aussicht auf eine Steuerreform mit Entlastungen für die amerikanische Wirtschaft. Noch ist nicht klar, was sich durchsetzen wird, das heißt ob sich die US-Konjunktur abschwächt oder vielleicht sogar doch beschleunigt

## Für den Anleger

Verlassen Sie sich nicht auf Regeln, die nicht in die Welt passen. Von der Zinsstruktur gehen in den USA derzeit keine negativen Effekte auf die Konjunktur aus. Das wird sich auch bei einer Fortsetzung des jetzigen Kurses der Notenbank nicht ändern. Nur wenn die Inflation Beine bekommen sollte, müssen wir umdenken. In Europa gelten die Zusammenhänge zwischen der Zinsstruktur und der Konjunktur wie in den USA. Hier ist die Zinsstruktur bisher allerdings noch nicht zurückgegangen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.