

US-Konjunktur: Aufschwung ohne Ende?

- Langlebigkeit des aktuellen Aufschwungs bringt keine erhöhte Rezessionsgefahr mit sich.
- Verflachung der US-Treasury-Kurve wird durch Rückgang der Laufzeitprämie getrieben.
- Makro-Daten und Stimmungsindikatoren sprechen für weiterhin dynamische US-Konjunktur.

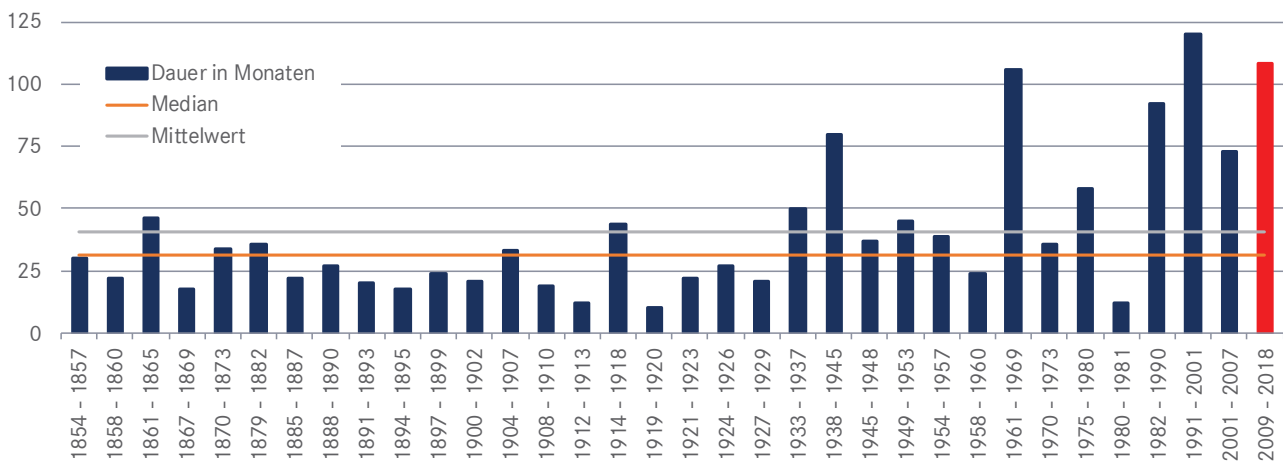
Nur ein einziger konjunktureller Aufschwung war noch langlebiger.

Bereits der flüchtige Blick auf den jüngsten US-Arbeitsmarktbericht, wonach die offizielle Arbeitslosenquote im April auf den niedrigsten Stand seit achtzehn Jahren gefallen ist, lässt erahnen, dass der aktuelle Konjunkturzyklus anders abläuft als die meisten seiner Vorgänger. Und tatsächlich zeigen die Daten, dass der derzeitige Aufschwung bereits seit Juni 2009 anhält und damit in der Liste der längsten Aufschwünge seit Aufzeichnung im Jahr 1854 auf dem zweiten Platz rangiert. Lediglich die Expansion in den Jahren von 1991 bis 2001 währte noch länger. Sollte der derzeitige Aufschwung sogar bis Juli 2019 intakt bleiben, wäre auch diese letzte Marke übersprungen.

Tendenz zu längeren Expansionsphasen hält an.

Hält man sich die durchschnittliche Länge vergangener Aufschwünge in den USA mittels Median (32 Monate) und Mittelwert (41 Monate) vor Augen, dann sticht der aktuelle Aufschwung mit 108 Monaten im historischen Vergleich nennenswert hervor. Bei näherer Betrachtung vermag dies jedoch nicht allzu sehr überraschen, denn gleich die letzten vier Aufschwünge in den USA fielen allesamt überdurchschnittlich lang aus. Statt von einem Ausreißer, ist also vielmehr von einer Fortschreibung einer seit geraumer Zeit beobachtbaren Tendenz zu längeren Expansionsphasen zu sprechen.

Konjunkturelle Aufschwünge in den USA im historischen Vergleich



Quelle: Datastream, apoBank

China und die Globalisierung als mögliche Ursachen längerer Konjunkturzyklen.

Eine plausible Antwort auf die Frage, warum ausgerechnet die konjunkturellen Aufschwünge seit den 1980ern so lange anhielten, setzt bei China und der Globalisierung an. Mit der Öffnung des Reichs der Mitte unter der Führung von Deng Xiaoping zu Beginn der 1980er und der zunehmenden Integration der Weltwirtschaft in den folgenden Jahrzehnten kam es zu einer massiven Ausweitung des globalen Arbeitskräfteangebots. Diese wiederum führte zu einer dauerhaften Dämpfung der Lohnentwicklung und schließlich zu einem nachhaltigen Rückgang der Güterinflation in weiten Teilen der westlichen Welt, eben auch in den USA. Die auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete Geldpolitik der Fed konnte vor diesem Hintergrund wesentlich lockerer umgesetzt werden. In der Folge ging die Häufigkeit der durch eine geldpolitische Straffung verursachten

Rezessionen deutlich zurück und die Länge der Aufschwünge nahm merklich zu. Die rückläufige Zins- und Renditeentwicklung in den letzten 35 Jahren hatte einen wichtigen Nebeneffekt. Geringere Finanzierungskosten führten zu einer drastischen Zunahme der Staatsschulden in diesem Zeitraum. Dahinter verbergen sich auch schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme zur Stützung bzw. Belebung der Konjunktur, die ebenfalls die Länge der Aufschwünge ansteigen ließen.

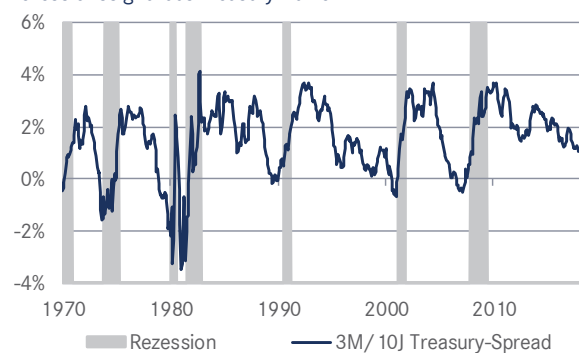
Konjunkturelle Aufschwünge sterben nicht an Altersschwäche.

Auch wenn der genaue Zeitpunkt unbestimmt bleibt, bestehen nicht die geringsten Zweifel, dass die US-Konjunktur in Zukunft wieder in eine Rezession abdriften wird. Denn genau wie in der Vergangenheit, in der 33 US-Konjunkturzyklen jeweils mit einem Aufschwung begannen und mit einer Rezession endeten, wird auch dieser 34. US-Konjunkturzyklus wieder mit einer Rezession abgeschlossen werden. Die weithin verbreitete Auffassung, dass allein schon die überdurchschnittliche Länge des aktuellen Aufschwungs den Ausbruch einer Rezession wahrscheinlicher macht, lässt sich jedoch als Mythos entlarven. Sämtliche statistische Verfahren zeigen, dass es keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Länge des Aufschwungs und der Wahrscheinlichkeit für den Eintritt einer Rezession gibt. Vielmehr zeigen die Daten, dass Konjunkturzyklen in aller Regel von einer Straffung der Geldpolitik durch die Fed abgewürgt werden. Diese Gefahr ist momentan eher gering, denn trotz des restriktiveren Kurses der Fed seit Dezember 2015 bleiben die Finanzierungsbedingungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung weiter zuträglich.

Verzerrtes Rezessionssignal vom US-Staatsanleihenmarkt.

Für viel Verwirrung und unbegründete Aufregung in der Rezessions-Frage sorgt auch die jüngste Entwicklung der Renditen für US-Staatsanleihen. Im Fokus der Marktbeobachter steht dabei der fortschreitende Rückgang des *term spread*, also die Einengung der Differenz von lang- und kurzfristigen Renditen. Dieser Spread war in den letzten fünfzig Jahren das zuverlässigste Signal für sämtliche Rezessionen in den USA. Aus diesem Grund werden die derzeitige Kurvenverflachung und die bereits von vielen Beobachtern erwartete Invertierung der Kurve weithin als Indiz für eine unmittelbar bevorstehende Rezession gewertet. Dabei wird allerdings zu Unrecht außer Acht gelassen, dass der starke Rückgang der Laufzeitprämie (*term premium*) bei der langfristigen Rendite signifikant zum Rückgang des *term spread* beigetragen und somit dessen Eigenschaft als Rezessionssignal maßgeblich reduziert hat. Folglich ist auch die aus dem *term spread* unmittelbar abgeleitete Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA innerhalb der nächsten 12 Monate, die derzeit etwas unter 11 % liegt, eine Überschätzung der tatsächlichen Rezessionsgefahr.

Rezessionssignal aus Treasury-Kurve



Geschätzte Rezessionswahrscheinlichkeit



Fazit.

Weder die überdurchschnittliche Länge des aktuellen Aufschwungs noch das verzerrte Rezessionssignal vom US-Staatsanleihenmarkt stellen triftige Argumente für eine unmittelbar bevorstehende Rezession in den USA dar. Stattdessen sprechen die nach wie vor robusten Marko-Daten und die anhaltend positiven Stimmungsindikatoren für eine weiterhin dynamische US-Konjunktur in diesem Jahr.