

## USA vor einer Rezession

## Und Greenspan hat doch recht



**Prof. Dr. Erwin W. Heri**

ist Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel.

**Abwechselnd für Stocks schreiben:**

**Prof. Dr. Erwin W. Heri**, Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel

**Dr. Konrad Hummler**, Teilhaber Bank Wegelin, St. Gallen

**Uwe Lang**, Herausgeber des Börsenbriefs «Börsensignale», Swissinvest, Weggis

**Dr. Fleur Platow**, Finanzexpertin und Seminarleiterin

«Frauen und Finanzen», Zürich

**Dr. Burkhard P. Varnholt**, Leiter «Financial Products & Investment Advisory», Credit Suisse, Zürich

**Dr. Klaus Wellershoff**, Chefökonom UBS, Zürich

**A**lan Greenspan hat sich wieder einmal zu Wort gemeldet. Er hat über die amerikanische Konjunktur gesprochen. Eine Konjunktur, die sich seit Jahren in einem Aufschwung befindet und an der kaum jemand etwas auszusetzen wagt. Ausser Alan Greenspan, der plötzlich vor einer Rezession warnt.

Wir brauchen hier nicht auf die Zutaten einzugehen, die Greenspan in seinem Süpplein kocht. Ein Blick in die Konjunkturgeschichte der letzten 40 Jahre genügt, um zu erkennen, dass sich die US-Konjunktur auf einem kritischen Pfad befindet.

Konjunkturzyklen laufen immer nach ähnlichem Muster ab. Ein Aufschwung entwickelt nach einer gewissen Zeit üblicherweise inflationäre Tendenzen. Solche rufen die Zentralbanken auf den Plan, deren Ziel letztlich darin besteht, die Kaufkraft des Geldes zu sichern, sprich: die Inflation im Zaum zu halten. Neben einer stabilen Geldangebotspolitik tun Zentralbanken dies vor allem über die Zinspolitik. Dass die unterschiedlichsten Modelle und Nomenklaturen von monetaristischen Ansätzen über Taylor Rules bis zu «Inflation Targeting» bemüht werden, spielt eine untergeordnete Rolle. Dabei sind nicht alle Zentralbanken gleich radikal. Die Politik des US Federal Reserve ist (bzw. war unter Alan Greenspan) hierbei jeweils sehr explizit. Entstanden inflationäre Tendenzen, führte die Zinspolitik zu einer sogenannten Inversion der Zinsstrukturkurve. Die von der Zentralbank beeinflussten Kurzfristzinsen wurden über den Langfristzinsen angesetzt. Eine solche Zinskonstellation ist für die Wirtschaft etwa das Gleiche, wie wenn man dem Feuer den Sauerstoff entziehen würde. Das Feuer geht aus. Und wenn «das Wirtschaftsf Feuer ausgeht», dann ist in der Regel auch die Inflationsdynamik weg und die Zentralbank hat ihr Ziel erreicht. Das Problem ist, dass sie dieses Ziel meistens über den Umweg einer Konjunkturabschwächung – oft einer Rezession – erreicht. Dort angelangt, dreht die Zentralbank den Sauerstoff-Hahn wieder kräftig auf und re-

duziert den kurzfristigen Zins. Dieses Verhalten der Zentralbanken produziert im eigentlichen Sinne die Konjunkturzyklen, wie wir sie in den letzten 40 Jahren erlebt haben. Natürlich werden diese Muster immer wieder überlagert von den unterschiedlichsten exogenen Faktoren oder Schocks, die sie in ihrer Stärke und in ihrem zeitlichen Ablauf beeinflussen; aber die Muster als solche sind unverkennbar.

Kommen wir nun also noch einmal auf die Äusserungen von Alan Greenspan zurück. Die

**«Jeder Inversion der Zinskurve ist in den letzten 40 Jahren eine Rezession gefolgt.»**

USA haben seit längerer Zeit eine inverse Zinsstruktur. Jeder Inversion der Zinsstrukturkurve ist in den letzten 40 Jahren über kurz oder lang ein Wirtschafts-

abschwung – in der Regel eine Rezession – gefolgt. Wiederholt sich die Geschichte auch diesmal? Vielleicht nicht. Aber die obigen Überlegungen zeigen, dass Greenspans Statement nicht ganz so exotisch ist, wie es teilweise hingestellt wurde. Vielleicht ist es ja auch kein Zufall, dass gerade jetzt die offizielle Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes in den USA für das letzte Quartal von 3,5 auf 2,2 Prozent reduziert werden musste. Vielleicht hat die Konjunkturmachine bereits zu stottern begonnen, und vielleicht wird der neue Fed-Chef Ben Bernanke schon bald etwas lauter über Zinssenkungen nachdenken.

Und die Aktienbörsen? Wenn die Konjunktur ins Stottern kommt, dann werden die gegenwärtigen Spitzengewinne der Unternehmen – die ja aus dem Jahre 2006 stammen – im laufenden Jahr nur schwer zu übertreffen sein. Bei den gegenwärtigen Gewinnerwartungen dürften deswegen im Laufe des Jahres eher Gewinnrevisionen nach unten oder Gewinnenttäuschungen entstehen. Möglicherweise werden wir uns dann wundern, wie schnell aus einer «fundamental keineswegs überbewerteten Börse» – ein im Augenblick allenthalben akzeptiertes Statement – wegen einer zu starken Orientierung an irgendwelchen KGVs plötzlich eine «hohe Bewertung» entsteht.