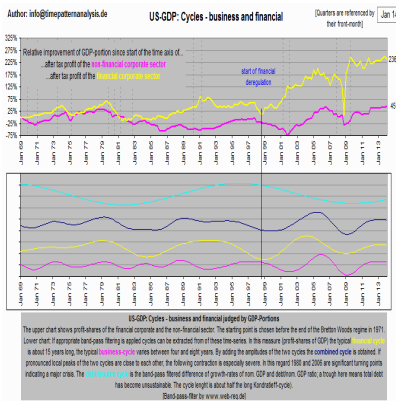




Finanzzyklus – wie lautet seine Botschaft?

Description

Um die Entwicklung der Weltwirtschaft einzuschätzen reicht eine auf den Konjunkturzyklus beschränkte Sicht nicht aus. Das gilt insbesondere seit dem Ende des Bretton Woods Systems, das den Nachbrenner für die Entwicklung des Finanzsystems eingeschaltet hat. Seit dieser Zeit haben sich die Gewinne der US-Finanz-Unternehmen bezogen auf das BIP gut fünf mal besser entwickelt als die der Nicht-Finanzunternehmen.

Die Extraktion signifikanter mittelfristiger Zyklen ist generell eine gute Methode, um hinter der Datenflut nachhaltige Bewegungen ausmachen zu können. Wenn die extrahierten Zyklen ausgeprägt sind, kann davon ausgegangen werden, dass sie sich in der Zukunft weiter entfalten. Damit erlauben solche Zyklusmodelle gewisse Vorhersagen. Für exaktes kurzfristiges Timing sind sie wenig geeignet.

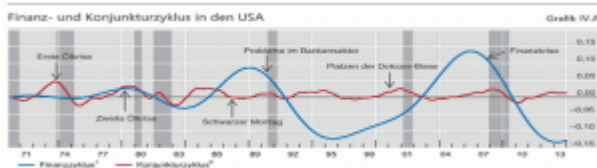
Die wirtschaftliche und finanzielle Entwicklung wird in zunehmendem Maße vom Ausmaß der Kreditgewährung und der Risikoneigung beeinflusst. Lockere Finanzierungsbedingungen wirken sich auf die Realwirtschaft aus, in einigen Sektoren kommt es dann zu übermäßiger Verschuldung und zu Überinvestitionen in besonders angesagten Branchen, beispielsweise im Immobiliensektor.

Die BIS hat in Kapitel IV ihres aktuellen Jahresbericht unter dem Titel „[Verschuldung und Finanzzyklus aus nationaler und globaler Sicht](#)“ Finanzzyklen untersucht. Diese bilden die Dynamik der Wechselwirkungen ab, die finanzielle Auf- und Abschwünge auslösen – Wechselwirkungen zwischen den Vermögenspreisen und ihren Bewertungen, dem geschätzten und dem tatsächlich eingegangenen Risiko sowie den jeweiligen Finanzierungsbedingungen (Kreditspreads, Risikoprämien und Ausfallquoten).

Finanzzyklen sind mit durchschnittlich rund 15 Jahren länger als Konjunkturzyklen (max. 8 Jahre) und lassen sich nach BIS am besten durch eine Kombination aus Kreditaggregaten (als Näherungswert für die Verschuldung) und Immobilienpreisen (als Messgröße für verfügbare Sicherheiten) messen. Diese Finanzvariablen und die reale Produktion und können sich lange Zeit in unterschiedliche Richtungen entwickeln. Wenn aber ein Finanzboom endet, stellt sich der Zusammenhang zwischen den beiden in der Regel umso stärker wieder her. In solchen Abschwüngen kommt es oft zu Bankenkrisen, die wiederum zumeist mit viel tieferen Rezessionen (Bilanzrezessionen) zusammenfallen als in einem durchschnittlichen Konjunkturzyklus üblich, schreibt die BIS.

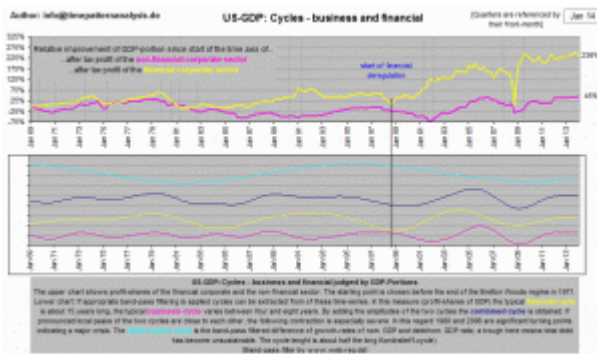
Die folgende Darstellung der Finanzzyklen in den USA basiert auf einer Kombination der Entwicklung des realen Kreditwachstums, des Verhältnisses von Kreditvolumen zu BIP und des realen Wachstums bei

Immobilienpreisen. Anhand eines Bandbreitenfilters filtert die BIS aus den Datenreihen mittelfristige Zyklen heraus und fasst sie in einer Datenreihe zusammen.



Die Grafik zeigt, dass der Finanzzyklus vor der Finanzkrise früh im Verlauf des Jahres 2006 eine Spitze ausgebildet hat, sein Tief wird in den ersten Monaten des Jahres 2009 angesiedelt.

Basierend auf den Gewinnanteilen von Finanz- und nicht-Finanz-Sektor am US-BIP wird nachfolgend ein anderer Ansatz zur Ermittlung von Finanz- und Konjunkturzyklen vorgestellt. Auf- und Abschwünge der Sektoren dürften sich dabei in den jeweiligen Gewinnen sehr frühzeitig niederschlagen. Der Ansatz arbeitet ebenfalls mit Bandbreitenfiltern, ist damit technisch vergleichbar mit dem der BIS.



Nach einem mit der Deregulierung des Finanzsektors Ende der 1990er Jahre zusammenfallenden Tief ergab sich Mitte 2004 ein Hoch des Finanzzyklus, dem Anfang 2009 ein erneutes Tief folgte. Der Hochpunkt des Konjunkturzyklus vor der Finanzkrise liegt Anfang 2006, der Tiefpunkt danach ebenfalls Anfang 2009.

Fasst man den Finanz- und den Konjunkturzyklus zusammen, so hatte dieser kombinierte Zyklus vor der Krise Ende 2005 seinen Hochpunkt, sein Tief danach fällt mit den Tiefs der beiden separaten Zyklen zusammen. Je höher der Peak im kombinierten Zyklus ausfällt, je höher ist das Korrekturpotenzial. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die beiden Zyklen im Bereich ihrer lokalen Hochs synchron laufen. In diesem Sinne gab es 1979, 1989 und 2005 zwei langfristig markante Hochs, denen jeweils schwere Krisen folgten.

Bilden die separaten Sektorzyklen nicht zu ähnlichen Zeiten Peaks aus, kann es gelingen, dass der eine Zyklus die Wirkungen des anderen zumindest zum Teil kompensiert. Der Finanzzyklus ist in der Regel stärker ausgeprägt und spielt damit die bedeutendere Rolle. Dies war z.B. der Fall beim Platzen der dot.com-Blase, als der Konjunkturzyklus eine Abwärtsphase begann, der Finanzzyklus aber weiter expandierte und durch die zur Krisenbekämpfung einsetzende geldpolitische Lockerung weiter anstachelte wurde. Die Folgen der Krisenverzögerung zeigten sich einige Jahre nach Platzen der Immobilienblase (die Preise hatten Mitte 2006 ihr Hoch erreicht) in der Finanzkrise, als die beiden Zyklen nacheinander ein Topp ausbildeten.

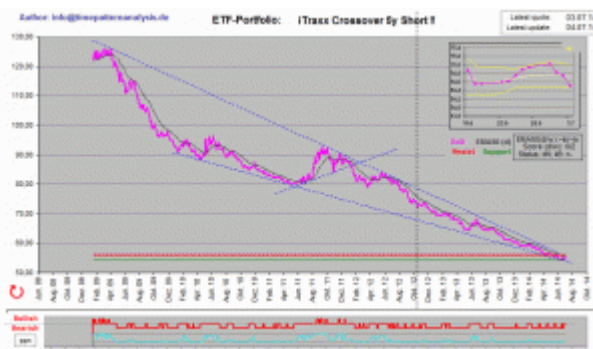
Zusätzlich zu den Finanz- und Konjunkturzyklen wird im Bild in türkis ein weiterer Zyklus dargestellt. Er stellt das Ergebnis eines einfachen Modells dar, mit dem gemessen wird, wie sich das Wachstum der totalen Schuldenquote im Vergleich zum Wachstum des nominalen BIP verhält. Tiefs dieses Zyklus

markieren den Zeitpunkt, ab dem die **Schuldenblase nicht mehr tragfähig** ist. Hochs zeigen „Entspannung“ an, wenn die Schuldenquote nachhaltig langsamer gestiegen ist als das BIP. Tiefs dieses Zyklus gab es Mitte 1981 und Mitte 2009, zu beiden Zeitpunkten ist auch das BIP-Wachstum massiv eingebrochen. Die Länge dieses Zyklus entspricht bezeichnenderweise etwa der Hälfte der Länge des Kondratieff-Zyklus.

Für die aktuelle Lage ergibt sich, dass Finanzzyklus und Konjunkturzyklus gleichzeitig expandieren, wenn auch jüngst mit Dynamikverlust. Beobachtungen jüngerer Zeitpunkte sollen allerdings mit größerer Vorsicht behandelt werden, da Trends und zyklische Schwankungen sich anders darstellen können, wenn in Zukunft weitere Daten zur Verfügung stehen. Der Schulden-Nachhaltigkeitszyklus steigt und spiegelt damit einerseits den aktuell flachen Verlauf der Schuldenquote, andererseits das moderat wachsende BIP wider.

Dieses Ergebnis hinsichtlich des aktuellen Zustands des Finanzzyklus erscheint mir plausibler als das der BIS, die ein Tief dieses Zyklus erst Anfang 2013 ausmacht. Was den Konjunkturzyklus angeht, zeigen beide Verfahren ein ähnliches Bild.

Der Finanzzyklus expandiert seit Anfang 2009, also jetzt im sechsten Jahr. Gemessen an seiner typischen Länge ist damit noch nicht ganz die Hälfte durchschritten. Wie [hier](#) dargestellt, lässt die Entwicklung der Kreditspreads aus historischer Sicht erwarten, dass sie noch bis weit in 2015 hinein niedrig bleiben. Auch die Ausfallquoten sind auf niedrigem Niveau, wie ein ETF auf den „iTraxx Crossover 5y“ zeigt. Dieser Index misst die Kosten einer Konkurs-Absicherung mittels Credit Default Swaps. Er hatte Anfang März 2009 ein Hoch produziert und sinkt seitdem beständig ab, von einer Gegenbewegung in 2011 (US-Schuldenkrise und Euro-Krise) abgesehen.



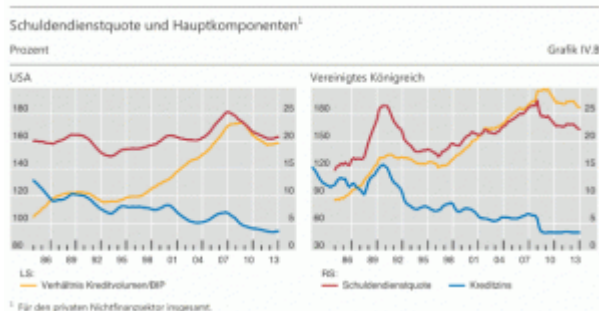
Anzeichen für eine Wende bei Kreditspreads und Konkurs-Versicherung sind bisher nicht auszumachen. Damit erscheint es insgesamt wahrscheinlicher, dass der Finanzzyklus auf der Grundlage eines liquiditätsgetriebenen Kreditwachstums noch weiter expandiert und zusammen mit dem ebenfalls noch eher expandierenden Konjunkturzyklus eine „heile Makro-Welt“ anzeigt.

Der über längere Zeiträume hinweg schwache Zusammenhang zwischen Konjunktur und Finanzzyklus [mag die politischen Entscheidungsträger verleiten, sich vorwiegend auf ersteres konzentrieren](#). Eine Politik, die Finanzzyklen ignoriert, ist jedoch gefährlich, warnt die BIS, weil mögliche Folgen wie finanzielle Ungleichgewichte durch überschuldete Unternehmen und private Haushalte, sowie aufgeblähte Finanzsysteme zu spät erkannt werden. Dann könnten selbst geringfügige Verschlechterungen der gesamtwirtschaftlichen oder finanziellen Rahmenbedingungen bereits heftige Auswirkungen auf anfällige Sektoren haben. Dies war in Japan und den nordischen Ländern in den 1980er und frühen 1990er Jahren der Fall, aber auch in Irland, Spanien, den USA und dem Vereinigten Königreich in den Jahren vor der Finanzkrise, schreibt die BIS.

Die lockere Geldpolitik hat eine widersprüchliche Wirkung auf den Anpassungsprozess zur Verringerung

der Schuldenquoten. Indem es ihr gelingt, die Produktion anzukurbeln und die Einkommen anzuheben, wirkt sie unterstützend. Den Akteuren wird es ermöglicht, Schulden zu tilgen und zu sparen. Rekordtiefe Zinsen ermöglichen es Schuldnern allerdings auch, Schuldenstände zu bedienen, die in einem normalen Zinsumfeld nicht tragbar wären und gestatten es Kreditgebern, solche Schulden immer wieder zu verlängern. Dadurch verzögern sich notwendige Anpassungen, entsprechend hoch sind die ausstehenden Schuldenstände, was wiederum das Wachstum bremsen kann.

Beispielhaft für die USA und für England zeigt die BIS, dass die Schuldenquoten des privaten Nichtfinanzsektors seit 2007/2008 parallel mit den sinkenden Zinsen zurück gegangen sind. Gleichzeitig hat der Schuldendienst bezogen auf das BIP abgenommen, wobei in den USA in jüngster Zeit eher wieder (zusammen mit der Schuldenquote) ein leichter Anstieg zu verzeichnen ist.



Die BIS zieht folgende Schlussfolgerung: Niedrige Zinssätze lösen das Problem hoher Verschuldung nicht. Sie können zwar eine Zeitlang die Kosten des Schuldendienstes drücken, [leisten aber einer Anhäufung von Schulden eher Vorschub](#). Dadurch werden die Auswirkungen der letztlich erfolgenden Normalisierung der Zinssätze umso schwerwiegender ausfallen. Die Schuldenfalle kann nur verhindert werden, wenn der Abbau der Schulden über die Sanierung der Bilanzen geordnet betrieben wird. Gleichzeitig und vorrangig müssen die langfristigen Wachstumsaussichten der Wirtschaft verbessert werden, wie [hier](#) begründet.

Der Schlussfolgerung der BIS folgend, ist die Expansion des Finanzzyklus eine mittelfristig eher schlechte Nachricht. Es werden immer mehr Risiken eingegangen, die aber zunächst ausgeblendet werden. Das ist die Konstellation, die den [Minsky-Moment](#) vorbereitet.