ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Jannsen, Nils; Quast, Josefine

Article

Der Finanzzyklus in Deutschland

IfW-Box, No. 2018.15

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Jannsen, Nils; Quast, Josefine (2018) : Der Finanzzyklus in Deutschland, IfW-Box, No. 2018.15, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/201174

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

IfW-Box 2018.15

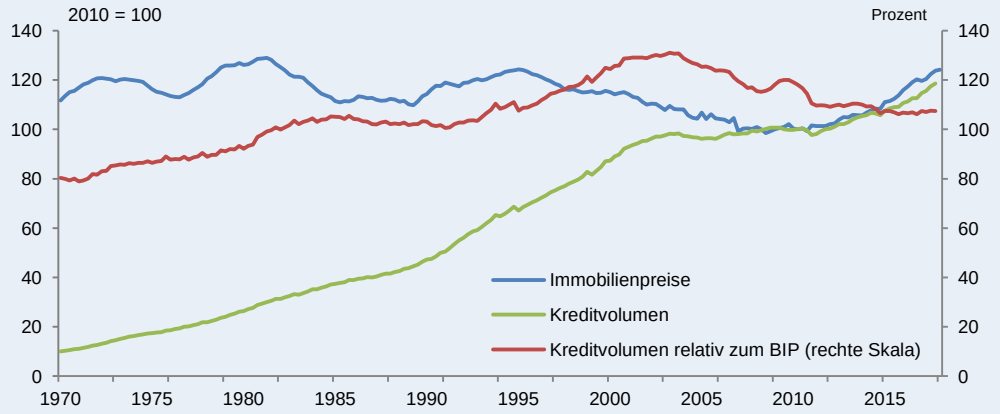
Der Finanzzyklus in Deutschland

Nils Jannsen und Josefine Quast

Größere Schwankungen bei den Verschuldungspositionen der privaten Haushalte und bei den Vermögenspreisen können die wirtschaftliche Entwicklung stark beeinflussen. So sind kräftige Anstiege des Kreditvolumens und der Immobilienpreise recht zuverlässige Indikatoren für bevorstehende Finanzkrisen (Borio und Drehmann 2009; Schularick und Taylor 2012). Ferner beinhalten sie Informationen für das Ausmaß von wirtschaftlichen Schwankungen. Rezessionen sind in der Regel umso ausgeprägter, je stärker das Kreditvolumen in dem vorherigen Aufschwung ausgeweitet wurde (Jorda et al. 2013), und Erholungen von Rezessionen sind spürbar schwächer, sofern der vorherige Aufschwung mit einem Boom bei den Immobilienpreisen einherging (Boysen-Hogrefe et al. 2016). Schließlich können spürbare Ausweitungen des Kreditvolumens mit der Fehlallokation von Produktionsfaktoren einhergehen und in der Folge die Produktivität drücken (Borio et al. 2015; Cecchetti und Kharroubi 2012 und 2015). Indikatoren für den Finanzzyklus fassen die Entwicklungen an den Kreditmärkten und bei den Vermögenspreisen zusammen. Diesen Indikatoren ist seit der Großen Rezession im Zuge der globalen Finanzkrise größere Beachtung geschenkt worden, da sie frühzeitig vor den Risiken hätten warnen können.

Für die Schätzung des Finanzzyklus liegt keine einheitliche Methodik vor. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) zieht dafür drei Variablen heran: Das Kreditvolumen der privaten Haushalte relativ zu den Verbraucherpreisen, das Kreditvolumen der privaten Haushalte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und die Immobilienpreise relativ zu den Verbraucherpreisen (Drehmann et al. 2012). In Deutschland haben die Immobilienpreise seit dem Jahr 2011 merklich angezogen (Abbildung 1). Allein in den vergangenen drei Jahren stiegen die Immobilienpreise relativ zu den Verbraucherpreisen um rund 15 Prozent. Auch das Kreditvolumen der privaten Haushalte war in diesem Zeitraum deutlich aufwärts gerichtet. Allerdings legte es weniger stark zu als die gesamtwirtschaftliche Produktion, so dass das Kreditvolumen in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in der Tendenz rückläufig war. Für die Schätzung des Finanzzyklus werden diese drei Variablen zunächst um ihre Trends bereinigt und danach mit gleichen Gewichten zu einem Indikator verdichtet. Für die Trendbereinigung wird der Christiano-Fitzgerald-Filter verwendet. Hinsichtlich der Zykluslänge wird eine Dauer zwischen 8 und 30 Jahren veranschlagt (Drehmann et al. 2012), da die daraus resultierenden Finanzzyklen einen besonders plausiblen Verlauf in Bezug auf die seit den 1970er Jahren in fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufgetretenen Bankenkrisen aufweisen.

Abbildung 1:
Immobilienpreise und Kreditvolumen 1970–2018



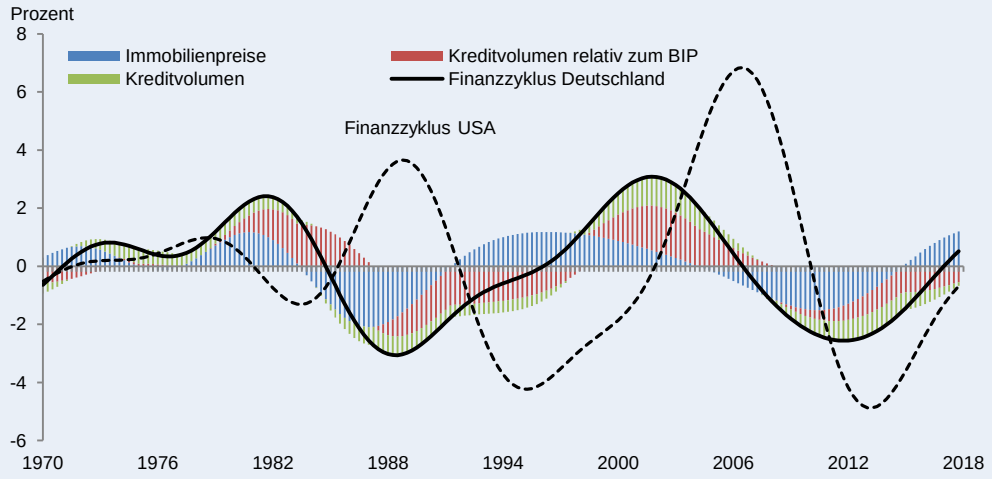
Quartalsdaten. Immobilienpreise: relativ zu den Verbraucherpreise.

Quelle: Bank for International Settlements, *Credit statistics*; OECD, *Analytical house price indicators*; eigene Berechnungen.

Ademmer, M., J. Boysen-Hogrefe, S. Fiedler, K.-J. Gern, D. Groll, P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths, S. Mösle, G. Potjagailo und U. Stolzenburg (2018). Deutsche Wirtschaft mit langsamerer Gangart. Kieler Konjunkturberichte 48 (2018|3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel (Kasten 1: 14–16).

In Deutschland verzeichnete der so geschätzte Finanzzyklus zu Beginn der 1980er und 2000er Jahre die größten Ausschläge (Abbildung 2). Auffällig ist, dass der Finanzzyklus hierzulande teils einen deutlich anderen Verlauf aufweist als in vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Insbesondere vor dem Beginn der globalen Finanzkrise weist der Finanzzyklus für Deutschland keine auffälligen Werte auf, während er vielerorts, nicht zuletzt in den Vereinigten Staaten, besonders hohe Werte annahm. Dazu beigetragen hat wohl auch, dass es in Deutschland im Zuge der Wiedervereinigung zu einem Boom an den Immobilienmärkten – und damit verbunden auch zu einer starken Ausweitung des Kreditvolumens – kam, der sich in der Phase vor der globalen Finanzkrise noch korrigierte. Zuletzt war der Finanzzyklus in Deutschland deutlich aufwärts gerichtet. Dazu beigetragen haben alle drei Komponenten. Der Immobilienpreiszyklus befindet sich im Zuge der anhaltenden Preisanstiege bereits deutlich im positiven Bereich. Aufgrund der eher verhaltenen Entwicklung beim Kreditvolumen liegen die zyklischen Komponenten der beiden Kreditvariablen allerdings noch im negativen Bereich, so dass der Finanzzyklus insgesamt noch keine auffälligen Werte angenommen hat und nahe seinem historischen Durchschnitt liegt.

Abbildung 2:
Finanzzyklus und Komponentenbeiträge 1970–2018



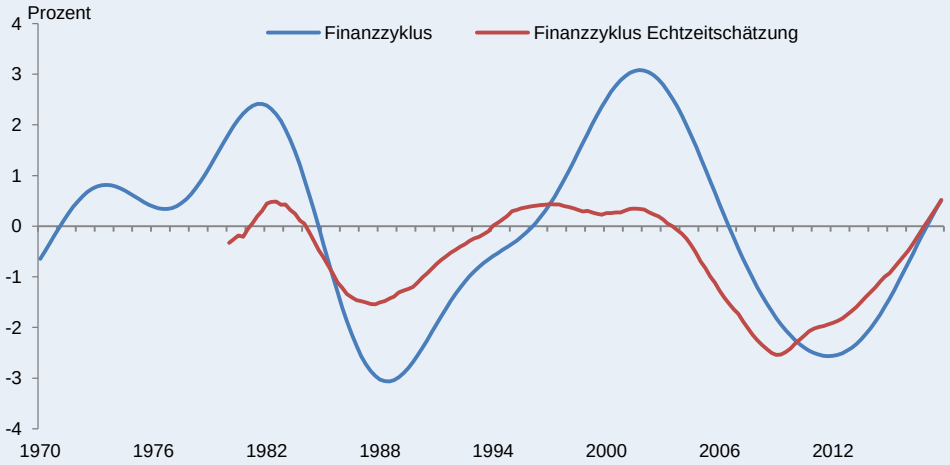
Quartalsdaten. Finanzzyklus geschätzt in Anlehnung an Drehmann et al. (2012).

Quelle: Bank for International Settlements, *Credit statistics*; OECD, *Analytical house price indicators*; eigene Berechnungen.

Die Schätzung für den aktuellen Rand unterliegt wie bei vielen Trend-Zyklus-Zerlegungen einer besonderen Unsicherheit (Orphanides und van Norden 2002; Edge und Meisenzahl 2011). Sie wird oftmals nachträglich deutlich revidiert, da die dafür verwendeten Filterverfahren auch zukünftige Werte miteinbeziehen, diese in „Echtzeit“ aber noch nicht vorliegen. Große Unterschiede zwischen den Echtzeitschätzungen und der aktuellen Schätzung zeigen sich auch für Deutschland (Abbildung 3).[a] Die aktuelle Schätzung weist deutlich größere Schwankungen auf, während sich die Echtzeitschätzung insbesondere in Phasen, wenn sich der Finanzzyklus im positiven Bereich befindet, nahe der Nulllinie bewegt.

Alles in allem ist der Finanzzyklus in Deutschland spürbar aufwärts gerichtet. Insbesondere die Immobilienpreise liefern schon Signale für Überhitzungstendenzen am Immobilienmarkt. Das Kreditvolumen entwickelt sich dagegen bislang noch eher moderat, so dass der Finanzzyklus im historischen Vergleich noch keine besonders auffälligen Werte angenommen hat. Dies bedeutet freilich nicht, dass seitens der Immobilien- und Kreditmärkte keine Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland ausgehen. So unterliegt die Schätzung des Finanzzyklus gerade für die aktuelle Entwicklung einer erheblichen Unsicherheit, und in Echtzeit hat der Finanzzyklus in Deutschland unseren Schätzungen zufolge in der Vergangenheit nur selten solche Werte angenommen wie zuletzt. Zudem dürften die Zinsen in Deutschland noch für geraume Zeit sehr niedrig bleiben und die Kreditvergabe und Immobilienpreise weiter anregen. Hinzu kommt, dass es für die Wirtschaftspolitik schwer ist, Überhitzungstendenzen an den Kredit- und Immobilienmärkten kurzfristig entgegenzuwirken, um die damit verbundenen Risiken einzudämmen (Boysen-Hogrefe et al. 2014).

Abbildung 3:
Finanzzyklus 1970–2018



Quartalsdaten. Finanzzyklus geschätzt in Anlehnung an Drehmann et al. (2012). Die Echtzeitschätzung bezieht lediglich Daten bis zum jeweils laufenden Quartal mit ein.

Quelle: Bank for International Settlements, *Credit statistics*; OECD, *Analytical house price indicators*; eigene Berechnungen.

[a]Für die Echtzeitschätzungen wurden nur Daten bis zum jeweils laufenden Quartal herangezogen. Der Einfluss von Datenrevisionen wurde nicht berücksichtigt, weil für die relevanten Variablen keine umfangreichen Echtzeitdatenbanken vorliegen.

Literatur

Borio, C., und M. Drehmann (2009). Assessing the Risk of Banking Crises – Revisited. *BIS Quarterly Review* (March): 29–46.

Borio, C., E. Kharoubbi, C. Upper und F. Zampolli (2015). Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences. BIS Working Paper No. 534. Basel.

Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen und C.-P. Meier (2016). A Note on Banking and Housing Crises and the Strength of Recoveries. *Macroeconomic Dynamics* 20 (7): 1924-1933.

Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt, T. Schwarzmüller, B. van Roye und J. Scheide (2014). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik 5. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (5.9.2018) <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-beitraege-zur-wirtschaftspolitik/finanz-und-wirtschaftspolitik-bei-einer-anhaltenden-monetaeren-expansion-5526/>.

Cecchetti, S.G., und E. Kharroubi (2012). Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Papers No. 381. Basel.

Cecchetti, S.G., und E. Kharroubi (2015). Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth. BIS Working Papers No 490. Basel.

Drehmann, M., C.E.V. Borio und K. Tsatsaronis (2012). Characterizing the financial cycle: Don't lose sight of the medium term! BIS Working Papers No. 380. Basel.

Edge, R.M., und R.R. Meisenzahl (2011). The unreliability of credit-to-GDP ratio gaps in real-time: Implications for countercyclical capital buffers. *International Journal of Central Banking* 7 (4): 261-298.

Jorda, O., M. Schularick und A.M. Taylor (2013). When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (S2): 3-28.

Orphanides, A., und S. van Norden (2002). The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time. *The Review of Economics and Statistics* 84 (4): 569-583.

Schularick, M., und A. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008. *American Economic Review* 102 (2): 1029-1061.