

Kreditzyklus: Der blinde Fleck von Fed & Co

Description

Im modernen „central banking“ visiert jede Zentralbank irgendein Ziel abseits der Preisstabilität an, schreibt sich wirtschaftspolitische Ziele der jeweiligen Regierungen auf die Fahnen. [Das 30 Jahre gültige Mantra niedriger und kontrollierter Preissteigerungen ist ebenso gefallen wie die Unabhängigkeit der Geldpolitik.](#)

So gibt nun die Fed als Messlatte für ihre Geldpolitik einen Referenzwert für die Arbeitslosenrate aus, die Bank of Japan wird wohl in Kürze etwas Ähnliches versuchen, die Bank of England will ihre Geldpolitik künftig an der BIP-Entwicklung ausrichten und die EZB ist für die Bankenüberwachung zuständig und greift bereits mit der Ankündigung ihres OMT-Programms massiv in die Preisbildung von Staatsschulden in der Eurozone ein.

„Heute haben die Zentralbanken wahrscheinlich mehr wirtschaftspolitischen Einfluss als jemals in ihrer Geschichte. In der Finanz- und Eurokrise hat man ihnen die Aufgabe zugewiesen, verschuldete Banken und Staaten zu retten und die angeschlagene Wirtschaft wieder auf die Beine zu stellen. In der Zeit nach der akuten Krise wird dieser erweiterte Einfluss nun konsolidiert.“ Das schreibt Thomas Mayer, ehemals Chefvolkswirt der DeuBa und jetzt u.a. ihr Berater, in der FAS vom 20.1.13 und fragt: Haben die Zentralbanken sich für die Ausweitung ihres Einflusses durch besondere Vorausschau bei der Finanzkrise qualifiziert?

Antwort: Nö! Noch im Frühjahr 2007 hatte z.B. Fed-Chef Bernanke die Probleme auf dem Markt für Immobilienkredite als lokal und sektoral begrenzt eingeschätzt. Was danach geschah, wissen wir. Mayer schreibt, just als Bernanke dieses Statement abgab, begann die Kreditblase zu platzen und leitete den Abschwung im Kreditzyklus ein.

Mayer sieht das analytische Versagen von Fed & Co in volkswirtschaftlichen „Modeströmungen“ der Nachkriegszeit. Die aufgekommenen neuen Konjunkturzyklus-Theorien ignorierten den Zusammenhang mit dem Kreditzyklus, während vor dem zweiten Weltkrieg Volkswirte von Hayek bis Keynes den Konjunkturzyklus als vom Kreditzyklus getrieben ansahen.

Claudio Borio erklärt dies im [BIS Working Paper No. 395](#) vom Dezember 2012 damit, dass der Finanzsektor nach der Großen Depression umfassend reguliert und die Kapitalmobilität stark eingeschränkt wurde. Dadurch begannen kürzere, von uneteter Geldpolitik ausgelöste Inflationszyklen die Konjunktur zu dominieren. Die Wirtschaftszyklen verkürzten sich. Die mit rund 30 Jahren viel längeren Kreditzyklen waren durch Regulierung und Kapitalverkehrsbeschränkungen in ihrer Entfaltung gehemmt.

Mit dem [Ende des Bretton Woods Regimes](#) 1971 wurde der Finanzsektor wieder zunehmend dereguliert, der Kreditzyklus spielte bei der Konjunkturentwicklung eine immer größere Rolle. Die Wirtschaftszyklen wurden länger, die Gefahr einer Überhitzung wuchs damit an. Borio zeigt, dass das Produktionspotenzial und die Kapazitätsauslastung unterschätzt wird, wenn der Beitrag des Kreditzyklus vernachlässigt wird. Die aktuelle Lage der Konjunktur wird dann im Konjunkturzyklus früher angesiedelt als es der Realität entspricht; das birgt die Gefahr prozyklischer Geldpolitik.

Zu eben dieser prozyklischen Geldpolitik kam es. Ab den frühen 1990er Jahren nahm die Amplitude der Konjunkturzyklen ab. Diese so genannte „Große Moderation“ hielt an bis 2008 – und erreichte mit rund 15 Jahren die typische Länge des ansteigenden Teils eines Kreditzyklus.

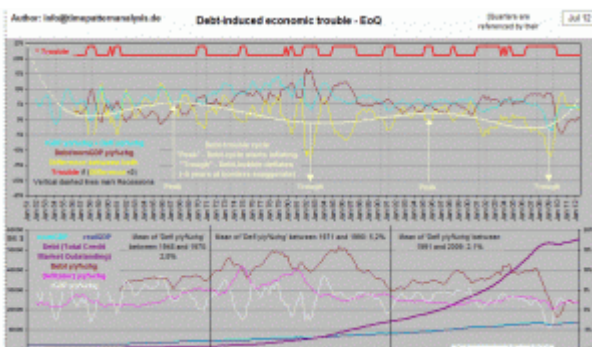
Die damals vorherrschende Orientierung der Geldpolitik an Konsumenteninflationszielen hat diesen Fehler nicht verhindert. Allerdings hat Greenspan seit Beginn seiner Amtszeit auf dem Chef-Sessel der Fed ab 1987 fast durchgängig höhere CPI-Jahreszuwächse als 2% zugelassen. Diese Schwelle wird aber seit langem als Grenzwert angesehen wird, oberhalb davon besteht die Gefahr einer Verselbstständigung der Preisbewegung.

Wie auch immer: Dem hauptsächlich auf der Konsumentenseite (Immobilienkredite) erfolgten Aufblasen des Kreditzyklus wurde seitens der Notenbanken nichts entgegengesetzt, die Entwicklung mehr oder weniger negiert (siehe Bernanke oben!). Dabei wäre sie leicht zu erkennen gewesen.

Jetzt gehen die Notenbanken den Weg, von den Preiszielen abzurücken und stattdessen wirtschaftspolitische Ziele auszugeben. Damit aber verlieren sie den Kreditzyklus, dessen Platzen für die Finanzkrise verantwortlich war, vollständig aus dem Blickfeld. Das lässt Schlimmes befürchten.

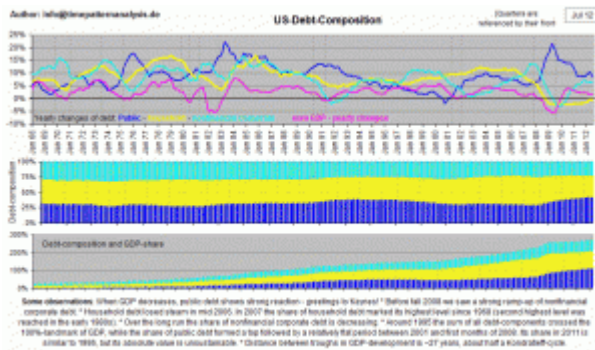
Einige Charts, die das oben Gesagte am Beispiel der USA untermauern:

Der Kreditzyklus wird in folgendem Bild deutlich (gestrichelte dicke beige-farbene Linie im oberen Chart). „Peak“ bezeichnet hier den Beginn des Aufschwungs eines Kreditzyklus, „Trough“ den Beginn des Platzens der Kreditblase. Gut zu erkennen, dass jede Phase des Kreditzyklus ungefähr 15 Jahre andauert.

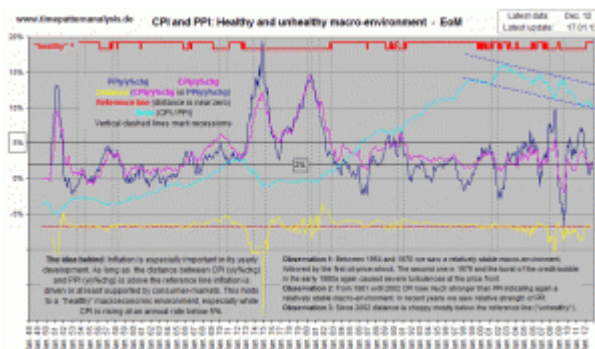


Im unteren Chart des gezeigten Bildes (Debt – Total Credit Market Outstanding, violette, dicke Linie) wird deutlich, dass das Platzen der Kreditblase in 2008/2009 zwar begonnen hatte, aber mittlerweile eine erneute Ausdehnung stattfindet – dies jedoch im Unterschied zu den frühen 1980er Jahren in einem Umfeld geringer Wachstumsraten.

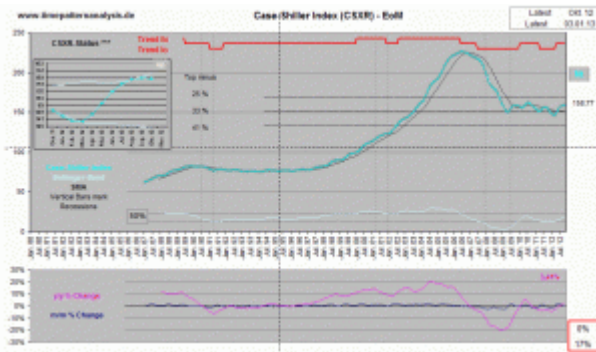
Das verdeutlicht auch der untere Chart im nächsten Bild (Debt-composition and GDP-share); dabei wird das Aufblasen des Schulden-Ballons hauptsächlich getrieben von der Staatsverschuldung.



Schließlich zeigt der folgende Chart die Entwicklung der beiden Preisindizes CPI und PPI. Klar zu erkennen, dass der CPI ab etwa 1981 zusammen mit der Kontraktion des Kreditzyklus zunächst schneller anstieg als der PPI. (Das dürfte die Unterschätzung der Kapazitätsauslastung in den USA wohl eine zeitlang bestärkt haben – ab 2002 allerdings kehrten sich die Verhältnisse um und der PPI stieg schneller als der CPI.)



Die Preisentwicklung war dennoch wegen der Konsumfreude des US-Verbrauchers über weite Strecken „gesund“, wie die relative Stärke des CPI verdeutlichte. Woher kam das? Ab Mitte der 1990er Jahre begann der Anstieg der Immobilienpreise in den USA. Der Zeitpunkt fällt mehr oder weniger mit dem Start einer neuen Kreditexpansion zusammen (s.o.), die Entwicklung führte alsbald zu Wohlstandseffekten. Der Anstieg der Immobilienpreise beschleunigte sich ab Januar 2000. Die Preisspitze kam Mitte 2006, die Korrekturbewegung beschleunigte sich ab Juli 2007, zum Jahreswechsel 2009/2010 zeigten sich erste Anzeichen einer Stabilisierung.



Unter dem Strich: Die Notenbanken (die Fed, aber auch andere) hätten die Kreditblase leicht erkennen können (wenn sie gewollt hätten). Andere, z.B. Nouriel Roubini, haben früh vor einem Zusammenbruch des Finanzsystems gewarnt. Anzeichen gab es genug.

Die Notenbanken ziehen aus den Folgen der platzenden Kreditblase den Schluss, sich wirtschaftspolitische Ziele zu verordnen. Damit bleibt der Kreditzyklus für sie ein blinder Fleck. Im Gegenteil: Der Kreditzyklus wird aktuell künstlich verlängert – im Unterschied zu den frühen 1980er Jahren in einem Umfeld geringer Wachstumsraten.

Damit ist vorgezeichnet: Auch diesmal werden die Notenbanken wieder versagen und eine Kreditblase von noch viel größerem Ausmaß zulassen. Deren Platzen ist unausweichlich, die Konsequenzen dürften die der Finanzkrise 2008 in den Schatten stellen.