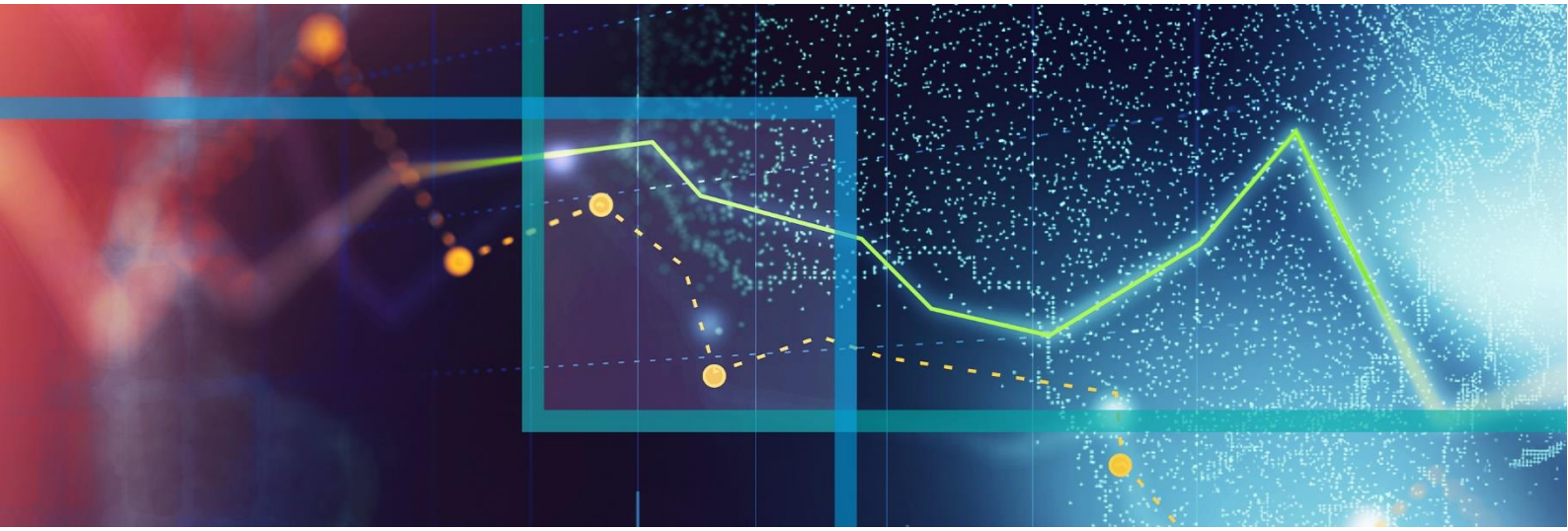
CAPITAL GROUP™

Investmentperspektiven

Finanzzyklen bald auf dem Höhepunkt: Wird es jetzt schwierig?

April 2023

NUR FÜR PROFESSIONELLE / QUALIFIZIERTE INVESTOREN
Werbematerial



Finanzzyklen bald auf dem Höhepunkt:Wird es jetzt schwierig?

Jens Søndergaard
Währungsanalyst

Im Überblick

- Der US-Finanzzyklus hat an Dynamik verloren. Noch in diesem Jahr dürfte er seinen Höhepunkt erreichen und kippen.
- In der Vergangenheit fanden die Wendepunkte von Finanzzyklen in schwierigen Zeiten statt (1988 und 2006).
- Nicht nur in den USA, auch in den meisten anderen Industrieländern kippen die Finanzzyklen bald oder haben den Höhepunkt bereits hinter sich.

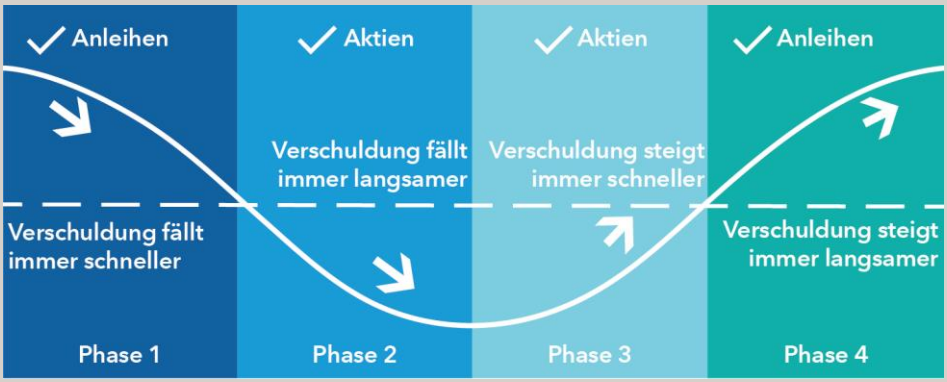
Meiner Erfahrung nach ist es immer hilfreich, die internationalen Finanzzyklen im Auge zu behalten. Ihre Höhepunkte sind ein Zeichen dafür, dass eine schwierige Marktphase bevorstehen könnte. Und da der US-Zyklus in diesem Jahr kippen dürfte, treten jetzt einige Warnsignale zutage.

Für alle, denen der Begriff „Finanzzyklus" nicht geläufig ist: Das Konzept stammt von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)[1] und ist die Kombination aus Wohnimmobilien- und Kreditzyklus. Wenn sich Finanzzyklen beschleunigen, steigt die Kreditmenge, der Wohnimmobilienmarkt boomt, und das BIP wächst kräftig. Aber sobald der Höhepunkt überschritten ist, baut der private Sektor Schulden ab, die Wohnimmobilienpreise fallen und das BIP-Wachstum geht zurück (oder wird sogar negativ). Dann können Finanz- und Bankenkrisen folgen.

Wie Finanzzyklen ablaufen

Finanzzyklen[1] spiegeln die Wohnimmobilienpreisentwicklung und die Verschuldung der Privathaushalte einer Volkswirtschaft wider. Volkswirte nutzen die Wohnimmobilienpreise als Indikator für die Wahrnehmung von Werten und Risiken und die Schulden des privaten Sektors als Vorbote für eine steigende Verschuldung des Finanzsystems. Das Zusammenspiel dieser beiden Faktoren kann am Ende Konjunkturaufschwünge und -abschwünge auslösen. Beispielsweise ging der letzte Höhepunkt des US-Finanzzyklus 2006 – befeuert von einem Wohnimmobilienboom und dem Anstieg der privaten Schulden – der internationalen Finanzkrise voraus.

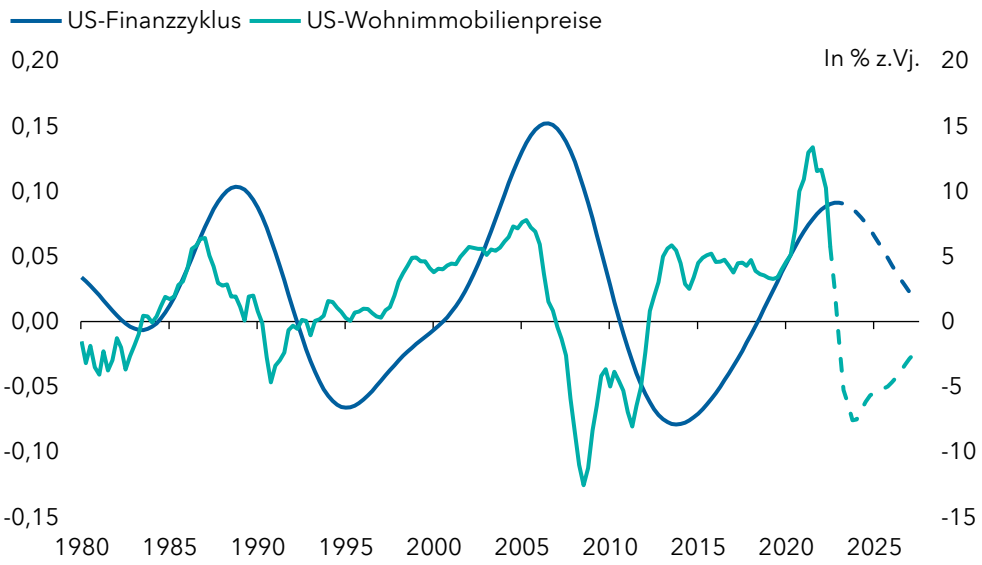
Finanzzyklen dauern oft viel länger als Konjunkturzyklen, die das Wachstum und die Schrumpfung der Wirtschaft spiegeln. Finanzzyklen sind vergleichbar mit Jahreszeiten, während Konjunkturzyklen meteorologischen Hoch- und Tiefdruckgebieten entsprechen. Finanzzyklen lassen sich in vier Phasen einteilen, die der Entwicklung der Verschuldung einer Volkswirtschaft entsprechen. Wendepunkte bedeuten häufig, dass sich auch an den Aktien- und Anleihenmärkten das Blatt wendet. Meine Analysen der Erträge der großen Assetklassen in den letzten über 40 Jahren zeigen, dass Anleihen in der Regel im Umfeld von Höhepunkten von Finanzzyklen besser abschneiden als Aktien. Aktien waren dagegen im Umfeld von Tiefpunkten des Finanzzyklus erfolgreicher.



Quelle: Capital Group. Die genannten Daten dienen nur zur Information. Sie sind keine Zusicherung und kein Versprechen der tatsächlichen Ergebnisse. Die Analyseergebnisse beruhen auf unseren Annahmen, und die tatsächlichen Ergebnisse können stark davon abweichen, weil die Märkte sich möglicherweise anders entwickeln, als wir angenommen haben.

1. Vgl. Characterising the financial cycle, Artikel aus dem Jahr 2012.

US-Wohnimmobilienzyklus kippt, Finanzzyklus bald auf dem Höhepunkt



Stand März 2023. Linke Skala, Index: 1971 = 0. Finanzzyklen berücksichtigen Wohnimmobilienpreise und Verschuldung der Privathaushalte einer Volkswirtschaft. Prognosen für die Zeit ab 2023 auf Grundlage der Vorhersagen des National Institute of Economic and Social Research (NIESR) vom Januar 2023. Quellen: Capital Group, BIZ, OECD, NIESR

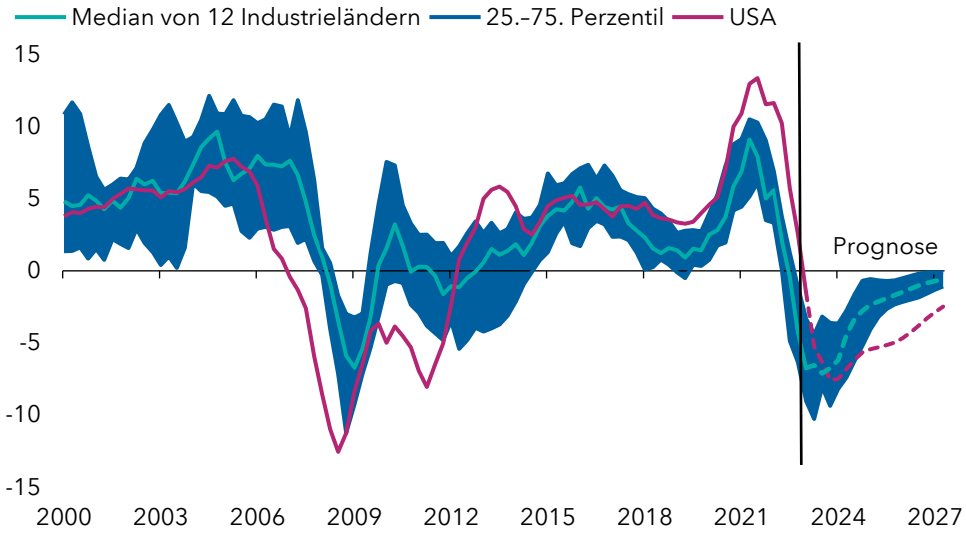
Da der Wohnimmobilienzyklus maßgeblich für den Finanzzyklus ist und ihm häufig voranläuft, ist in der obigen Abbildung auch die US-Wohnimmobilienpreisinflation gezeigt. Nach einem ausgeprägten Boom in den Jahren 2020/2021 kippt der US-Wohnimmobilienzyklus jetzt: Auf Basis der jüngsten Prognosen von NIESR gehe ich davon aus, dass die realen US-Wohnimmobilienpreise gegenüber ihrem Höhepunkt um 20% fallen. Damit wäre die Korrektur zwei Drittel so ausgeprägt wie während der internationalen Finanzkrise.

Rückläufige Wohnimmobilienpreise sind maßgeblich für den US-Finanzzyklus. Sie signalisieren, dass der private Sektor, der bislang Schulden aufgebaut hat, seine Schulden jetzt abbaut. Für den mittelfristigen US-Wachstumsausblick ist eine Kombination aus fallenden Wohnimmobilienpreisen und Schuldenabbau keine gute Nachricht. Für die Inflation schon. Sie dürfte ebenso zurückgehen wie – meiner Einschätzung nach – die Zinsen.

Wenn die Geschichte ein Indikator ist, dürfte sich die Finanzlage verschlechtern, wenn der US-Zyklus in den kommenden Monaten kippt. Wie die Abbildung zeigt, erreichte der letzte US-Finanzzyklus im Jahr 2006, also vor der internationalen Finanzkrise, seinen Höhepunkt. Der vorletzte war in den späten 1980er-Jahren im Umfeld der Spar- und Kreditkrise.

Wohnimmobilienzyklen außerhalb der USA verlangsamen sich sogar noch stärker

Wohnimmobilienpreisinflation (in % z.Vj.)



Stand März 2023. Prognosen für die Zeit ab 2023 auf Grundlage der Vorhersagen des NIESR vom Januar 2023. Die blau unterlegten Flächen markieren das 25. bis 75. Perzentil der Industrieländer (gemessen an der Wohnimmobilienpreisinflation). Quellen: Capital Group, BIZ, OECD, NIESR

Auch außerhalb der USA verlieren die Wohnimmobilienzyklen deutlich an Fahrt. Wenn die Prognosen des NIESR eintreffen (Abbildung oben), könnten die Preise von Wohnimmobilien in wichtigen Industrieländern in den nächsten zwei Jahren /um 20% bis 30% fallen.

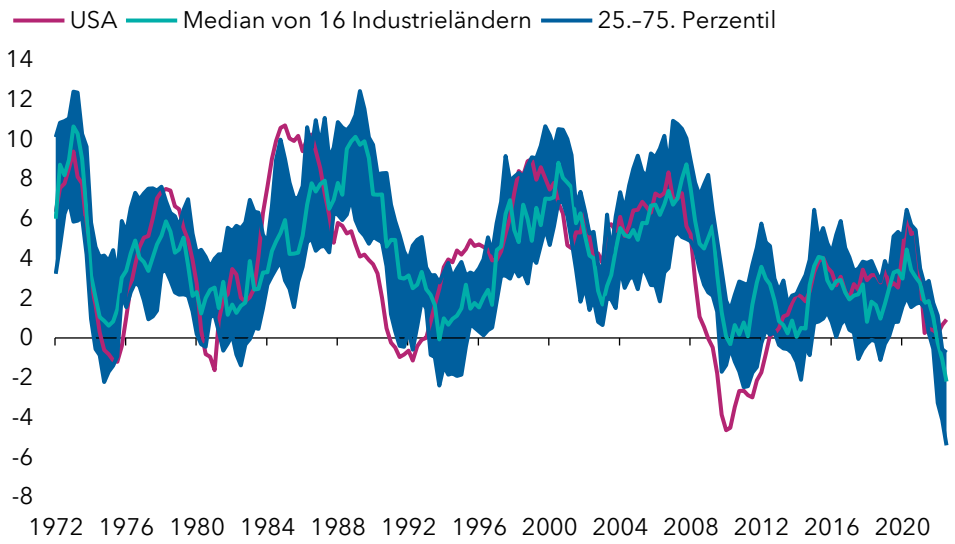
Während in den Jahren 2006/2007 die Korrektur am Wohnimmobilienmarkt zuerst in den USA stattfand, erfolgt der Preisrückgang diesmal eher gleichzeitig, wobei die Entwicklung in einigen Ländern, darunter Australien, Kanada, Schweden und selbst Deutschland, sogar etwas früher eingesetzt hat als in den USA. Zurzeit fallen die Wohnimmobilienpreise in mehr Ländern, einen Boom gibt es in fast keinem Land. Das war in den Jahren 2005/2006 ähnlich.

Private Kredite

Die zweite Komponente von Finanzzyklen ist die Entwicklung der Kreditaufnahme im privaten Sektor – ein Bereich, der angesichts des kürzlichen Zusammenbruchs der Silicon Valley Bank immer mehr in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit rückt.

Seit der Finanzkrise 2008 war der Kreditzyklus wenig dynamisch. Die Kreditmenge stieg im niedrigen einstelligen Bereich. In den Jahren vor der internationalen Finanzkrise war das ganz anders. In vielen Industrieländern ist das reale Kreditmengenwachstum jetzt negativ geworden, vor allem außerhalb der USA. Die folgende Abbildung zeigt die Daten bis zum 3. Quartal 2022, sodass die Zinserhöhungen des letzten Jahres nicht vollständig erfasst sind, und ich gehe davon aus, dass in diesem Jahr noch mehr Schulden abgebaut werden.

Kreditmengenwachstum im privaten Sektor (in % z.Vj.)



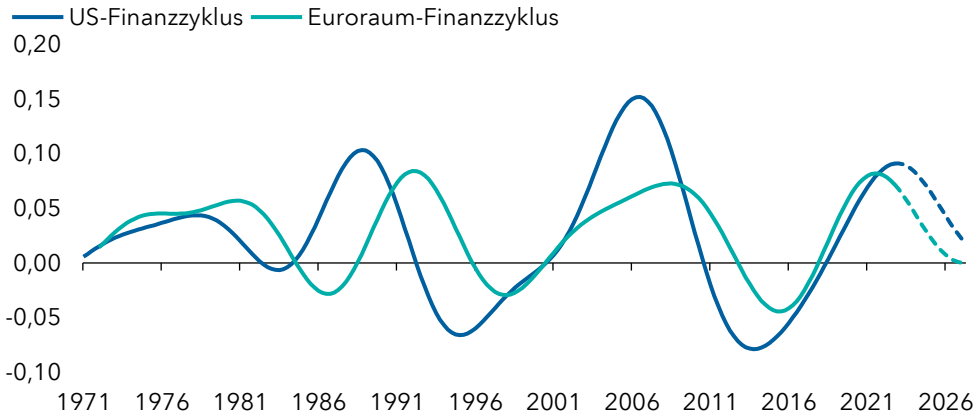
Stand März 2023. Inflationsbereinigt auf Basis des Konsumdeflators. Die blau unterlegten Flächen markieren das 25. bis 75. Perzentil der Industrieländer (gemessen am Kreditmengenwachstum). Quellen: Capital Group, BIZ, OECD, NIESR

Weltweit gleichzeitiger Schuldenabbau?

Weltweit haben einige Länder (Deutschland, die Schweiz, Kanada, Dänemark und Norwegen) den Höhepunkt ihres Finanzzyklus bereits im letzten Jahr überschritten und befinden sich jetzt in der Phase des Schuldenabbaus. Wenn die NIESR-Prognose einer gleichzeitigen Korrektur der Wohnimmobilienpreise eintrifft, könnten auch die Finanzzyklen der meisten anderen Industrieländer kippen. Der Schuldenabbau dürfte dann gegen Ende 2023 beginnen.

Ein Blick in frühere Analysen zeigt, dass noch nie zuvor so viele Länder zugleich in die Phase des Schuldenabbaus eingetreten sind. Dies zeigt, wie eng Aktien- und Kreditmärkte mit den Wohnimmobilienpreiszyklen korreliert sind. Es zeigt auch, dass die US Federal Reserve im Grunde genommen die Geldpolitik auf der ganzen Welt bestimmt hat. Für das Weltwirtschaftswachstum könnte das nichts Gutes bedeuten.

In Europa ist der Finanzzyklus gekippt – vor den USA



Stand März 2023. Index: 1971 = 0. Finanzzyklen berücksichtigen Wohnimmobilienpreise und Verschuldung der Privathaushalte einer Volkswirtschaft. Prognosen für die Zeit ab 2023 auf Grundlage der Vorhersagen des NIESR vom Januar 2023. Quellen: Macrobond, JP Morgan, NIESR und Berechnungen von Capital Strategy Research.

Die obige Abbildung zeigt auf eine andere Weise, wie sehr sich die Finanzzyklen seit der internationalen Finanzkrise aneinander angeglichen haben. In den 1980er- und 1990er-Jahren waren die USA Europa ein paar Jahre voraus. Das gilt auch für die Zeit vor der internationalen Finanzkrise. Der US-Finanzzyklus erreichte seinen Höhepunkt 2006. In Europa wendete sich Ende 2008 das Blatt.

In den letzten zehn Jahren haben sich die Zyklen der beiden Regionen stark aneinander angeglichen. Zurzeit liegt die EU zeitlich vorn. Letztes Jahr kippte der Finanzzyklus im Euroraum, in den USA dürfte es dieses Jahr so weit sein. Nach der NIESR-Prognose wird der Schuldenabbau in den USA weniger ausgeprägt sein als in Europa, was wichtig für den künftigen Euro/US-Dollar-Wechselkurs ist.

Wenn also diese Prognose eintrifft, könnte der Euro Ende 2023/Anfang 2024 schwächer werden und wieder unter die US-Dollar-Parität fallen. Dies würde bedeuten, dass man den Dollar noch nicht aufgeben sollte und dass er in den nächsten zwölf Monaten erneut aufwerten könnte.

Jens Søndergaard *ist Währungsanalyst bei Capital Group. Er hat 17 Jahre Investmenterfahrung und ist seit zehn Jahren im Unternehmen. In den ersten Jahren seiner Laufbahn bei Capital Group war er Volkswirt mit den Schwerpunkten Euroraum und Großbritannien. Bevor er zu Capital kam, war er Senior European Economist bei Nomura, Senior Economist bei der Bank of England und wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Johns Hopkins University. Er hat einen PhD in Volkswirtschaft und einen Master in Foreign Service von der Georgetown University. Søndergaard arbeitet in London.*

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Prognosen nur zur Illustration.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2023 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF4211916 M DE AT CH (DE) P**