

Der Einfluss von Finanzmarktstress auf die Konjunktur in Deutschland

Björn van Roye

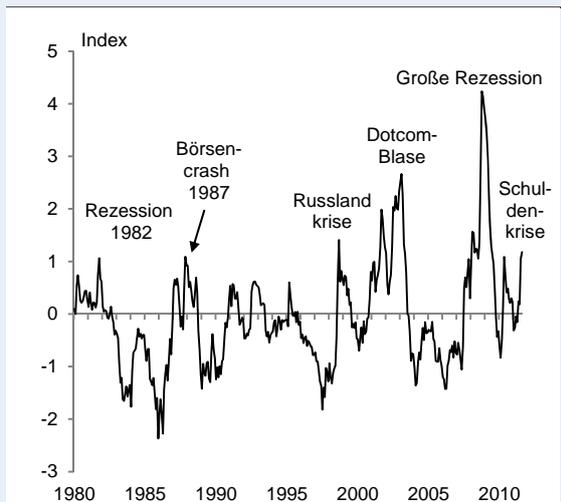
Starke Verwerfungen an den Finanzmärkten strahlen typischerweise negativ auf die realwirtschaftliche Aktivität aus. So entwickelte sich nach dem Kollaps von Lehman Brothers eine Systemkrise im Bankensystem, die nur unter Einsatz umfassender wirtschaftspolitischer Interventionen unter Kontrolle gebracht werden konnte. Seit diesen einschneidenden Ereignissen hat die Untersuchung von Finanzmarktindikatoren merklich an Bedeutung gewonnen und ist auch für die Analyse der realwirtschaftlichen Entwicklung immer weiter in den Vordergrund gerückt. Vor diesem Hintergrund berechnen wir seit einiger Zeit einen Finanzmarktstressindikator für Deutschland und den Euroraum, der eine Reihe von Finanzmarktindikatoren in einem Maß zusammenfasst (Boysen-Hogrefe et al. 2010). Der ursprüngliche Indikator enthielt acht Finanzmarktvariablen und wurde anhand eines Faktormodells mittels der Hauptkomponentenanalyse ab 1999 errechnet. In diesem Kasten wird ein aktualisierter Finanzmarktstressindikator (FMSI) vorgestellt, der eine erhöhte Anzahl von Variablen beinhaltet, einen längeren Zeithorizont umfasst (ab 1980) sowie mit einer verbesserten Methode geschätzt wird. Zudem wird anhand dieses Indikators der Einfluss von Finanzmarktstress auf die deutsche Konjunktur untersucht.^a

In der aktualisierten Version unseres FMSI werden die Indikatoren in drei Gruppen unterteilt. In der ersten Gruppe finden sich Indikatoren, die Stress im Bankensektor abbilden. Dazu gehören u.a. Volatilitätsmaße, Spreads und allgemeine Renditen an den Kapital- und Aktienmärkten. Zur zweiten Gruppe gehören Indikatoren, die Stress im Unternehmenssektor abbilden. Hierzu zählen Spreads von Unternehmensanleihen, Volatilitätsmaße der Aktienkurse von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie die Preise von Kreditausfallsversicherungen von Unternehmen im DAX30. In der dritten Gruppe finden sich Indikatoren, die außenwirtschaftlichen Stress abbilden. Hier ist derzeit die Volatilität des realen effektiven Wechselkurses das ausschlaggebende Maß.

Der Indikator bildet die vergangenen Verwerfungen an den Finanzmärkten deutlich ab. So ergibt sich die erste Phase erhöhten Stresses während der Rezession 1982, gefolgt vom Börsencrash 1987 (Abbildung 1). Die Währungs- und die Russland- und Asienkrisen waren ebenfalls mit erhöhtem Stress an den deutschen Finanzmärkten verbunden. Das Platzen der Dotcom-Blase und die Ereignisse in Verbindung mit dem 11. September lösten noch höhere Verwerfungen aus. Der Höhepunkt an Finanzmarktstress wurde indes während der Großen Rezession erreicht, in der alle in den Indikator einfließenden Faktoren auf ein hohes Stressniveau anzogen. Die Staatsschuldenkrise in Europa und die neuerlichen Verspannungen im Bankensektor haben den Finanzmarktstress zuletzt wieder spürbar erhöht.

Inwiefern Phasen von Finanzmarktstress Einfluss auf die deutsche Konjunktur haben, ermitteln wir anhand eines bayesianisch geschätzten vektorautoregressiven (VAR) Modells. Darin werden neben dem FMSI die Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts, die Inflationsrate und die kurzfristigen Zinsen (3-Monats-Fibor) in das Modell aufgenommen. Dabei zeigt sich, dass eine Erhöhung des Finanzmarktstresses in Höhe einer Standardabweichung das reale Bruttoinlandsprodukt nach vier Quartalen um 0,4 Prozent dämpft (Abbildung 2). Die Inflationsrate reagiert hingegen kaum auf den erhöhten Finanzmarktstress. Die Geldpolitik wird in Phasen erhöhten Finanzmarktstresses gelockert.

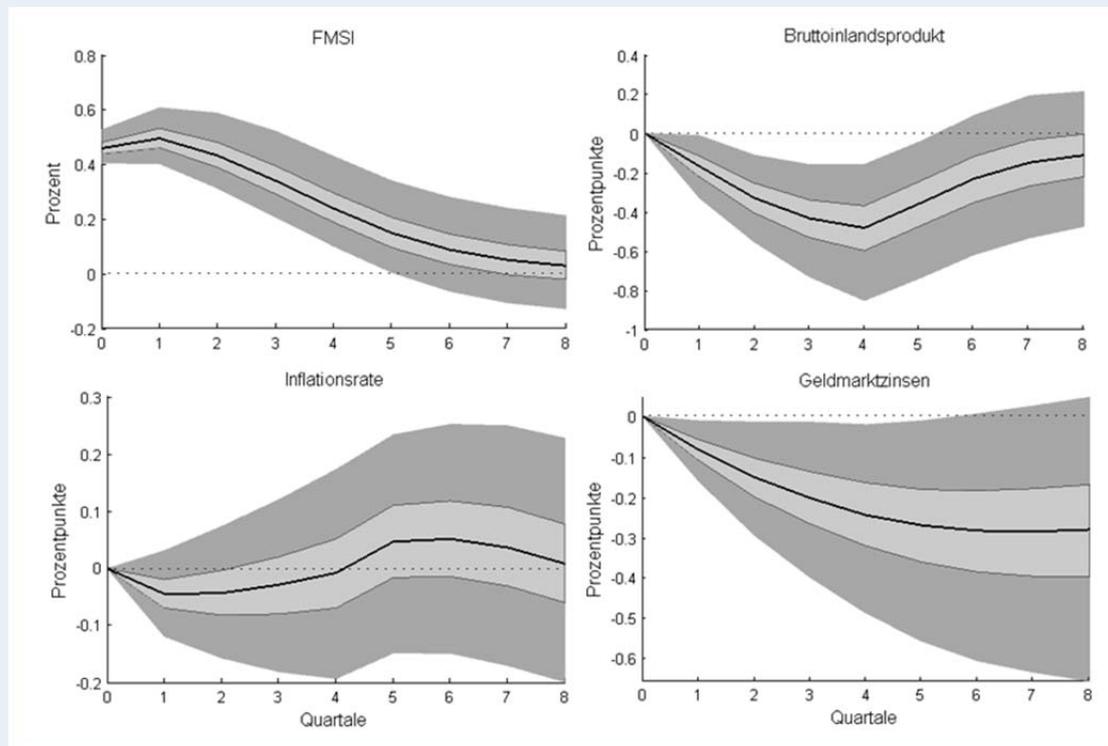
Abbildung 1:
Finanzmarktstressindikator 1980–2011



Monatsdaten.

Quelle: EZB, Monatsbericht; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Abbildung 2:
Impuls-Antwort-Funktionen auf einen Finanzmarktschock



Eine Varianzzerlegung ergibt, dass 10 Prozent der Variation des Produktionsanstiegs durch die Variation des Finanzmarktstresses erklärt werden kann. Eine Evaluierung der Prognoseeigenschaften des VAR-Modells im Vergleich zu einem Basismodell ohne den FMSI ergibt, dass das Bruttoinlandsprodukt durch die Berücksichtigung von Finanzmarktstress besser prognostiziert werden kann. Das Modell inklusive FMSI ist dem Basismodell im Hinblick auf den Prognosefehler (RMSE) in den Zeithorizonten von einem bis zu vier Quartalen überlegen. Ähnliche Ergebnisse lieferten Studien vom IMF (2011) und Ng (2011) für die Vereinigten Staaten und Grimaldi (2010) für den Euroraum. Alles in allem liefert der Indikator somit relevante Informationen für die Konjunktur in Deutschland.

^aZur genauen Spezifizierung und der Methode des Finanzmarktstressindikators und dessen Einfluss auf die deutsche Konjunktur siehe van Roye (2011).

Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, B. van Roye und J. Scheide (2010). Euroraum: Konjunktur trotz Schuldenkrise aufwärtsgerichtet. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 483/484. IfW, Kiel.
- Grimaldi, M.B. (2010). Detecting and Interpreting Financial Stress in the Euro Area. Working Paper Series 1214. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- IMF (International Monetary Fund) (2011). *World Economic Outlook*. April. Washington, D.C.
- Ng, T. (2011). The Predictive Content of Financial Cycle Measures for Output Fluctuations. *BIS Quarterly Review* (June): 53–65.
- van Roye, B. (2011). Financial Conditions and Real Economic Activity in Germany. Kiel Working Paper 1743. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

