

Weltwirtschaft und Finanzmärkte

Die Kluft zwischen Markt und Realität

Andreas Uhlig

15. Juni 2014

Die niedrigen Marktzinsen und hohen Aktienkurse signalisieren derzeit eine falsche Sicherheit. Während Tiefzinsen den Spielraum der Notenbanken einengen, hat die Politik das Krisenmanagement behindert.

Die Finanzmärkte signalisieren unverdrossen: Die Gefahr ist vorbei. Die Aktienmärkte bewegen sich auf hohem Niveau, und an den Kapitalmärkten, insbesondere in der Euro-Zone, verharren die Zinsen auf extrem niedrigem Niveau. Die laufenden Renditen für spanische und französische Staatsanleihen sind sogar niedriger als jemals in den vergangenen über 200 Jahren; und auch die italienischen Zinsen haben, wie von Jim Reid von der Deutschen Bank aufgestellte Grafiken zeigen, nur einmal in diesem Zeitraum diesen tiefen Wert touchiert. Doch diese Signale dürften täuschen. Die Verschuldung nicht nur der einzelnen Staaten, sondern auch des Privatsektors ist weiterhin auf ungesund hohem, auf Dauer nicht tragbarem Niveau und steigt teilweise sogar weiter.

Grenzen der Geldpolitik

Marktkommentatoren ist diese Kluft zwischen Marktentwicklung und wirtschaftlicher Realität durchaus bewusst. John Mauldin, ein scharfer Beobachter, erinnert daran, wie schlecht Märkte im Signalisieren von Problemen sein können. Sie hatten weder die Finanzkrise, noch die letzten Rezessionen oder die Euro-Krise vorhergesehen. Und pointiert sagt er, wer glaube, die Probleme Griechenlands (oder Spaniens, Italiens oder Portugals) seien gelöst, der habe schlicht nicht aufgepasst. Kommentatoren lieben es, Entwicklungen in griffigen Worten zusammenzufassen, wie «The New Economy» in den 1990er Jahren als Begründung für steigende Aktienbewertungen, «The Great Moderation» als Freipass für höhere Schulden oder «The New Normality» als Erklärung für anhaltend niedrige Renditen. Nun ist für die Abkoppelung der Markttrenditen – insbesondere in der Euro-Peripherie – von der wirtschaftlichen Realität der Begriff «The Great Insanity» geprägt worden.

Ausgereizte Zinspolitik

Die niedrigen Zinsniveaus verursachen nicht nur wegen der geringen, reale Werte vernichtenden Renditen Probleme, sie schränken auch zunehmend die Handlungsfähigkeit der Notenbanken ein. So stellt Ray Dalio, Chef des Hedge-Fund Bridgewater Associates, die Frage, wie die Notenbanken bei fortgesetzter Tiefzinspolitik auf die nächste Rezession reagieren können. Da die Zinspolitik ausgereizt ist, und Massnahmen zur Erhöhung der Liquidität sinkende Grenzerträge haben, sieht Dalio die Notwendigkeit einer dritten Form der Geldpolitik – deren Aussehen er sich aber noch nicht vorstellen kann. Ähnlich fragen auch andere Marktteilnehmer, zumal, wie Cullen Roche von Orcam Financial Group betont, es

keine Überraschung wäre, wenn die Zinsen beim Eintreten der nächsten Rezession noch immer auf tiefem Niveau wären.

Wenn die nächste Rezession oder Krise kommt, ist es von Vorteil, wenn man die Gründe der vorangegangenen Krise kennt. Viele Marktkommentatoren kritisieren die Massnahmen zur Bekämpfung der Krise in Europa. Nun hat sich ein EU-Kommissar, László Andor, zuständig für Beschäftigung, Soziales und Integration, geäußert. Die Euro-Zone habe zwei Krisen erlebt: Die erste (ausgelöst durch die US-Subprime-Krise) habe sie mit dem Rest der Welt geteilt, die zweite aber sei hausgemacht und auf inhärente Schwächen der Währungsunion zurückzuführen. Schulden in den Finanzmärkten seien durch Schulden staatlicher Institutionen ersetzt worden, gewählte Regierungen seien technokratischen Verwaltungen gewichen, der Euro habe sich als Falle erwiesen, da Mitgliedsländer nicht mehr durch gezielte monetäre Politik reagieren können. Nur die interne Abwertung oder Austerität blieb, die aber Millionen von Bewohnern in Not stürzte, zumal die parallele Anwendung in mehreren Ländern die Wirkung verstärkte.

Falsche Entscheide

Für Athanasios Orphanides von der MIT Sloan School of Management ist die Euro-Krise vor allem eine politische Krise. Politik habe das Euro-Krisenmanagement behindert: 2010 in Deauville wurde in den bis dahin sicheren Markt für Staatsanleihen das Kreditrisiko eingeführt, 2013 folgte das Einbringen von Risiko in die bis dahin ebenfalls sicheren Bankdepositen («Haircut»). Doch sei für Märkte, Haushalte und Unternehmen zusätzliches Risiko das Letzte, das Krisenmanagement in einer Finanzkrise schaffen sollte. Diese Entscheide sind für Orphanides nicht nur Fehlleistungen, sondern auch eine falsche Ausrichtung politischer Anreize in Europa, da nationale Interessen Euro-Zonen-Interessen dominierten. Ob aber die von ihm und Andor geforderten Reformen und Vertiefungen des europäischen Projekts der richtige Weg sind, ist auch in Marktkreisen nicht unumstritten.