

Die lange Wirkung von «whatever it takes»

Andreas Uhlig

28. Juli 2014



«Whatever it takes»: Eine negative Begleiterscheinung von Draghis verbaler Intervention war und ist, dass der auf europäischen Politikern lastende Reformdruck geringer ist, als er ohne sie wäre. «Whatever it takes»: Eine negative Begleiterscheinung von Draghis verbaler Intervention war und ist, dass der auf europäischen Politikern lastende Reformdruck geringer ist, als er ohne sie wäre. (Bild: Reuters)

Mario Draghi «whatever it takes» hat zu weltweit tiefen Zinsen beigetragen. Eine weitere Lockerung wird von ihm erwartet. In den USA ist es noch nicht Zeit für einen Richtungswechsel.

Als Mario Draghi, der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), vor zwei Jahren ankündigte, er werde alles Notwendige unternehmen, um den Euro zu retten – seine berühmten Worte «whatever it takes» –, waren die Reaktionen an den Finanzmärkten erst einmal von gewisser Skepsis geprägt. Man ging von einer vermutlich nur temporär wirksamen Beruhigung der Märkte aus, ein Feuerwerk von Aktivitäten auf geldpolitischer oder auch politischer Ebene war nicht erwartet worden und blieb tatsächlich auch aus. Doch die Nachhaltigkeit dieser drei Worte war unterschätzt worden. Das später formulierte OMT-Programm ist bisher noch nicht umgesetzt worden, hat aber massgeblich dazu beigetragen, dass ein Scheitern des Euro nicht mehr als eine unmittelbar drohende Gefahr gilt.

Reduzierter Reformdruck

Eine negative Begleiterscheinung von Draghis verbaler Intervention war und ist, dass der auf europäischen Politikern lastende Reformdruck geringer ist, als er ohne sie wäre. Zudem hat die EZB mit ihrer fortgesetzten Politik des billigen Geldes Marktmechanismen ausser Kraft gesetzt. Die tiefen Zinsen für Staatsanleihen sind kein

Indikator von Risiken mehr, beispielsweise der Fähigkeit von Staaten, ihre Schulden zu bedienen und zurückzuzahlen.

Nicht ganz klar ist, worauf – ausser auf Aktionen der Zentralbank – der vor allem in politischen Kreisen verbreitete Optimismus basiert, wonach die Euro-Krise überwunden sei. Analytiker weisen darauf hin, dass die Staatsverschuldung weiter gestiegen ist und sich mit 94% des Bruttoinlandproduktes im Durchschnitt der Euro-Zone der Marke von 100% nähert, was weit von dem eigentlich einmal angestrebten Maximum von 60% pro Land entfernt ist. Die Arbeitslosigkeit ist hoch, und verzeichnete Reduktionen hängen weniger mit steigender Beschäftigung als mit Wanderungsbewegungen zusammen – zum Teil, wie im Falle Portugals, sogar in frühere Kolonialgebiete. Einige Strukturreformen, vor allem in kleineren verschuldeten Staaten, sind zwar durchgesetzt worden, aber vor allem Frankreich erweist sich als hartnäckig reformresistent.

Eine auf den ersten Blick positiv zu wertende Entwicklung ist der Wechsel der Leistungsbilanz der Euro-Zone von ungefähr ausgeglichen in einen klaren Überschuss. Aber das Rebalancing ist, wie John Bluedorn und Shengzu Wang vom Internationalen Währungsfonds (IMF) darlegen, unausgeglichen. Zwar hätten Länder wie Griechenland, Spanien und Irland ihre Defizite abgebaut und teilweise sogar in Überschüsse verwandelt, aber die bessere Wettbewerbsfähigkeit ist vor allem auf eine geschwächte Inlandnachfrage und höhere Arbeitslosigkeit zurückzuführen. Die Länder mit sehr hohen und dauerhaften (und von Anlageverlusten begleiteten) Überschüssen, besonders Deutschland, haben aber keine Anstrengungen unternommen, sie abzubauen. Deutschlands Überschüsse seien auf steigende Sparbereitschaft und sinkende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Für ein ausgeglicheneres Rebalancing müssten die Investitionen erhöht und in allen Ländern durch Strukturreformen die Produktivität verbessert werden.

Party behält «Punch Bowl»

Eine der sich angesichts der markant gestiegenen geopolitischen Risiken stellenden Fragen lautet, warum die Zinsen kein höheres als das gegebene Niveau haben. Bei den Euro-Zinsen fällt die Antwort relativ leicht, da «whatever it takes» seine Wirkung nicht verloren hat und da die Märkte die Ankündigung der EZB von weiteren Massnahmen zur Lockerung der Geldpolitik ernst nehmen. Gedanken, die Überschuldung müsste zu höheren Zinsen führen, kommen da gar nicht auf. Im Falle der US-Zinsen haben sich Marktkommentatoren kompliziertere Erklärungen einfallen lassen. Trotz den sinkenden Anleihekäufen der US-Notenbank könnten die Dollar-Zinsen wegen des Einflusses der tiefen Euro-Zinsen nicht steigen. Ausserdem gehen die Märkte zunehmend davon aus, dass Janet Yellen, die Präsidentin der Notenbank, eine viel weichere Geldpolitik als angenommen verfolgen werde.

In ihrer Sicht sei, meint Scott Minerd von Guggenheim Partners, «die Party noch nicht so weit fortgeschritten, dass die «Punch Bowl» weggenommen werden müsse». Und Ben Hunt von Salient unterstreicht, dass andere Käufer von Treasuries die geringere Nachfrage des Fed wettmachten. Dabei sei zu beachten, dass China seinen Bestand aus strategischen Gründen, zur Schwächung der eigenen Währung, ausbaue.