

Das Spiegelkabinett des Herrn Draghi

20.08.2017 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Die EZB hat die Risikosorgen auf den Finanzmärkten eingeschlüfert und damit eine Konjunkturverbesserung in Gang gebracht. Eine riskante Politik.

Wer einmal durch ein Spiegelkabinett gegangen ist, der weiß: Man verliert rasch die Orientierung, wird in die Irre geführt, weiß nicht, welchen Weg man gehen soll. In der Verwirrung kommt es zuweilen zu ungewollten und mitunter schmerzhaften Zusammenstößen mit den Spiegelscheiben. Wer ein Spiegelkabinett betritt, der weiß allerdings in der Regel, worauf er sich einlässt. Doch stellen Sie sich vor, sie werden in ein Spiegelkabinett geleitet, ohne es zu wissen!

Genau das haben die großen Zentralbanken der Welt mit den Volkswirtschaften gemacht: sie sprichwörtlich in eine Spiegelkabinett-Welt verwandelt, den Marktakteuren dadurch die Orientierung genommen. Das zeigt sich an einigen augenscheinlichen Symptomen: (1) die extrem niedrigen Zinsen - über die Sparer klagen und Schuldner sich freuen; (2) die steigenden Häuser- und Grundstückspreise - zur Freude der Eigentümer und zum großen Leid der Käufer; und (3) die wieder anziehenden Konjunktoren - trotz der gewaltigen Verschuldungslasten der Volkswirtschaften.

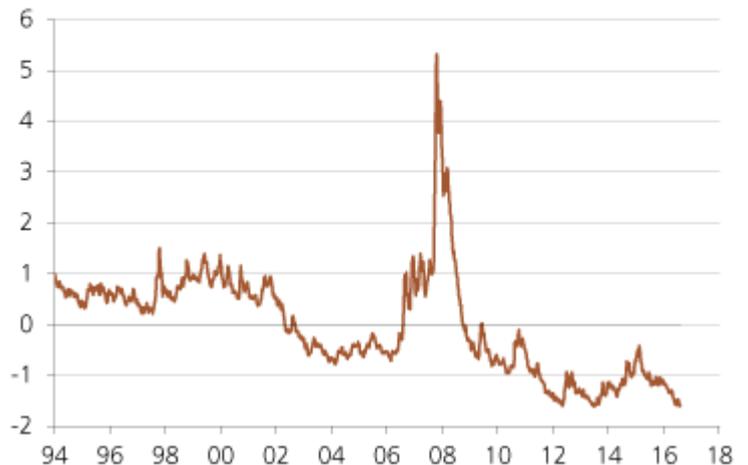
All das haben die Zentralbanken jedoch nicht nur durch ihre Politik der extrem niedrigen Zinsen auf den Weg gebracht. Sie haben vielmehr auch ein "Sicherheitsnetz" unter die Konjunktoren und Finanzmärkte gespannt (sie haben einen sogenannten "Zentralbank-Put" ausgegeben): Die Zentralbank-Räte haben der Öffentlichkeit mehr oder weniger klar signalisiert, dass sie keine systemrelevanten Schuldner mehr zahlungsunfähig werden lassen; dass sie bei Bedarf jederzeit eingreifen und vor allem Staaten und Großbanken mit jeder benötigten Geldmenge aushelfen werden.

Vermutlich hat keine Zentralbank das so unmissverständlich verkündet wie die Europäische Zentralbank (EZB). Ihr Präsident Mario Draghi sagte am 26. Juli 2012, dass die EZB den Euro vor dem Zusammenbruch bewahren werde und alles machen tun wird, was dafür erforderlich sei; und dass die Finanzmärkte keinen Grund hätten, diese Verlautbarung anzuzweifeln. Mit dieser Aussage hat die EZB ganz entscheidend in die Marktpreisbildung für das Risiko eingegriffen - mit überaus weitreichenden volkswirtschaftlichen Folgen.

Der Preis des Risikos

Dazu muss man wissen, dass das Risiko Teil der Zinsen beziehungsweise Kapitalkosten ist, die sich durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf den Märkten bilden. Wer beispielsweise eine Anleihe kauft, geht das Risiko ein, dass der Schuldner nicht zurückzahlt (er trägt also ein Kreditausfallrisiko), oder dass er mit entwertetem Geld zurückbezahlt wird (er trägt also auch ein Inflationsrisiko). Kreditgeber gehen folglich solche Risiken nur dann ein, wenn sie dafür entsprechend entlohnt werden. Schlechte Schuldner müssen daher vergleichsweise höhere Zinsen zahlen als gute Schuldner. Kredite in unsoliden Währungen tragen höhere Zinsen als Kredite in soliden Währungen.

1 Risikosorgen der Marktteilnehmer seit Jahren stark rückläufig – eine Folge der Geldpolitik „Stress-Indikator“ für die Finanzmärkte⁽¹⁾



Quelle: Thomson Financial

(1) Je höher (geringer) der Wert, desto höher (geringer) der Marktstress

Das gleiche Prinzip findet Anwendung im Markt für Eigenkapital. Risikoreiche Unternehmen können, wenn sie sich neues Eigenkapital beschaffen wollen, ihre Aktien nur zu einem relativ niedrigen Preis verkaufen. Um sich einen bestimmten Geldbetrag beschaffen zu können, müssen sie daher relativ viele neue Aktien begeben. Das wiederum bedeutet, dass ihre Kapitalkosten höher ausfallen im Vergleich zu Unternehmen, die als risikoarm eingestuft werden, und die ihre Aktien zu hohen Kursen unter die Leute bringen können.

Der Preis für das Risiko, das sich durch Angebot und Nachfrage auf den Märkten bildet, bringt die Interessen der Kapitalgeber in Einklang mit den Interessen der Kapitalgeber. Kreditausfallprämien, die den Kreditzins erhöhen, sichern Anleiheinvestoren gegen unvorhergesehene Zahlungsausfälle ab. Gleichzeitig sorgt die Risikoprämie auch dafür, dass Schuldner sich nicht zu stark verschulden können - denn ein steigender Zins bremst die Fähigkeit der Schuldner, sich neue Kredite beschaffen zu können.

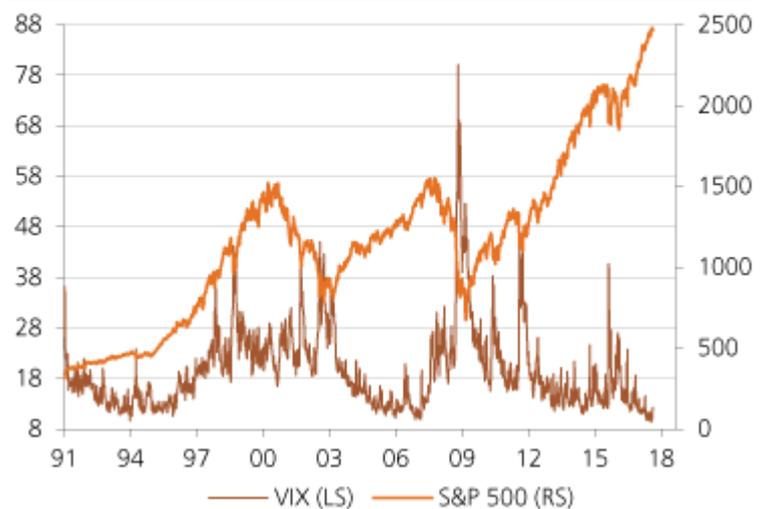
Handelt die Aktie eines risikoreichen Unternehmens mit einem Abschlag, so bedeutet das nicht nur, dass die Kapitalkosten des Unternehmens hoch ausfallen - und damit das Ausweiten der riskanten Investitionen in ökonomisch sinnvollen Grenzen gehalten wird. Es bedeutet auch, dass der Investor, der eine Aktie mit Kursabschlag kauft, ein vermindertes Verlustrisiko trägt und gleichzeitig eine gute Chance hat, von Kursgewinnen zu profitieren, wenn das Unternehmen sich gut entwickelt.

Die große Verzerrung

Die Zinssenkungen der EZB und ihre Wertpapierkäufe erklären nur zum Teil, warum die Kreditkosten im Euroraum so niedrig sind. Die Versicherung gegen unerwünschte systemische Zahlungsausfälle, die die EZB den Finanzmarktakteuren frei Haus gewährt hat, ist dabei nicht minder bedeutsam. Eine effiziente Preisbildung des Risikos ist nun aber ausgeschaltet.

2 Aktienkurse sind stark angestiegen, Risikosorge der Investoren ist deutlich gefallen

Aktienvolatilität⁽²⁾ und S&P 500 Aktienmarktindex



Quelle: Thomson Financial
(2) Vix-Index, in Prozent

Die Zentralbank hat die Erwartung bei den Finanzmarktakteuren geschürt, sie werde ungewollte Zahlungsausfälle abwenden. Das wiederum senkt die Sorge vor Kreditausfällen ab. Die Preise für Versicherungen gegen Kreditausfälle und damit die Kreditzinsen fallen. Schlechte Schuldner kommen nun leichter an neue Kredite. Investoren, auf der Jagd nach Rendite, sind bereit, auch schlechten Schuldnern Geld zu vergleichsweise niedrigen Zinsen zu leihen. Doch damit nicht genug: Die geldpolitisch erzeugte Zuversicht im Kreditmarkt schwappt auf andere Märkte über - wie beispielsweise auf die Aktien- und Häusermärkte. Auch hier schwindet die Risikosorge, die Renditeanforderungen sinken, und die Vermögenspreise steigen.

Risiken verschwinden nicht

Die Risiken, die das menschliche Handeln und Wirtschaften mit sich bringen, lassen sich durch die geldpolitische Maßnahmen nicht aus der Welt schaffen. Menschen machen Fehler. Zum Beispiel über- oder verschätzen Unternehmen immer wieder mal die Nachfrage. Sie produzieren dann zu viel oder das Falsche, und die erhofften Gewinne stellen sich nicht ein. Oder: Arbeitnehmer unterschätzen die Pleitegefahr ihrer Firma, verlieren unerwartet ihren Arbeitsplatz (und können plötzlich nicht mehr alle laufenden Rechnungen bezahlen).

Die Zentralbanken sorgen dafür, dass bestehende Risiken umverteilt werden beziehungsweise dass sich die Gestalt der Risiken verändert. Beispielsweise wird ein Kreditausfallrisiko zum Inflationsrisiko umgemünzt, wenn die Geldpolitiker einen Konjunkturabschwung verhindern wollen, indem sie die elektronische Notenpresse anwerfen, und offene Rechnungen mit neu geschaffenem Geld bezahlt werden. Gläubiger müssen dann nicht mehr mit Zahlungsausfällen fürchten, sondern dass das Geld, das der Schuldner zurückzahlt, seine Kaufkraft eingebüßt hat.

Zudem schaffen die Geldpolitiker neue Risiken. Indem sie die Marktzinsen künstlich verzerren - durch Leitzinssenkungen, vor allem aber durch das künstliche Absenken der Risikoprämien - verleiten sie die Marktakteure zu Handlungen, die ohne den geldpolitischen Eingriff nicht durchgeführt würden. Die Zentralbanken setzen also falsche beziehungsweise nicht erfolgreich durchführbare Investitionsprojekte in Gang, die nachfolgend zu volkswirtschaftlichen Störungen - zu Ungleichgewichten - führen und sich dann in Krisen entladen.

Vor diesem Hintergrund lässt sich auch die aktuelle Lage im Euroraum bewerten: Der konjunkturelle Aufschwung ist maßgeblich geldpolitisch angetrieben - durch extreme niedrige Kreditkosten - und, nicht weniger bedeutsam, durch ein allumfassendes Sicherheitsnetz, das die EZB aufgespannt hat, und durch das der Preis für Risiko künstlich reduziert ist. Die Kapitalkosten der Firmen sind künstlich herabgedrückt. Fehlentscheidungen und Kapitalfehlentkungen sind die unausweichliche Folge - auch wenn sie zunächst hinter der Fassade eines konjunkturellen Aufschwungs verborgen bleiben.

Zinsen bleiben niedrig

Wie aber kann eine derartige Geldpolitik beendet werden, ohne große Erschütterungen in den Wirtschaften und auf den Finanzmärkten zu verursachen? Ohne dass die Zentralbank das Sicherheitsnetz, die Versicherung gegen Zahlungsausfälle entfernt, wird es keine Rückkehr zu normalen, der tatsächlichen Risikolage angemessenen Zinsen und Kapitalkosten geben. Darüber sollten selbst eine angedachte Rückführung der Anleiheaufkäufe oder Leitzinserhöhungen nicht hinwegtäuschen.

Solange die Finanzmärkte erwarten (können), dass Rezession und/oder Finanzmarkt-Crash durch die Zentralbank abgefangen werden, wird eine geldpolitische Straffung in ihrem Ausmaß als gering und in ihrer zeitlichen Erstreckung als vorübergehend angesehen. Denn sollten die Folgen steigender Zinsen wie Konjunkturertrübung oder Verfall der Vermögenspreise unerwünscht schmerzlich werden, würden die Finanzmarktteilnehmer damit rechnen, dass die Zentralbanken umsteuern - auf Zinssenkungen und eine noch ausgiebigere Geldmengenvermehrung.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/343724--Das-Spiegelkabinett-des-Herrn-Draghi.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).