

Die trügerische Ruhe auf den Finanzmärkten

13.11.2017 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Risiko und Unsicherheit

Mit seinem Buch "[Der Schwarze Schwan](#)", erschienen 2007, hat Nassim N. Taleb seinerzeit einen Bestseller gelandet. Seine Kernthese: Als extrem unwahrscheinlich angesehene Ereignisse (sie werden als "Schwarze Schwäne" bezeichnet) treten häufiger auf als gedacht: Nicht selten wird das, was man nicht erwartet hat, Realität. Und nicht nur das: Der Mensch neigt auch dazu, extrem unwahrscheinliche Ereignisse nicht erkennen zu wollen. Das, so Taleb, sei problematisch, besonders dann, wenn es um die Geldanlage geht.

Das Bild des "Schwarzen Schwans" wird mittlerweile für alles Mögliche verwendet. Nicht immer ist das angemessen. Wenn es um das Unerwartete geht, ist es vielmehr sinnvoll, zwischen Risiko und Unsicherheit zu unterscheiden. Wer zum Beispiel ein Würfelspiel spielt, der geht ein Risiko ein: Er weiß zwar nicht, welche Zahl erscheint. Er kennt jedoch vorab alle möglichen Ergebnisse (1, 2, 3, 4, 5 oder 6) und auch die Wahrscheinlichkeit, mit der eines dieser Ereignisse eintritt (nämlich 1/6). Beim Risiko sind also alle möglichen Ergebnisse bekannt sowie auch ihre statistischen Eintrittswahrscheinlichkeiten.

Davon zu unterscheiden ist Unsicherheit. Hier kennen wir die künftig eintretenden Ereignisse nicht, und wir kennen daher auch nicht die ihre Eintrittswahrscheinlichkeit. Im täglichen Leben handeln wir Menschen vielfach unter Unsicherheit. Oft hält sie sich jedoch in Grenzen, meist Dank der Technik, die wir beherrschen. (Die Wahrscheinlichkeit, dass mein Schlüssel auch morgen noch meine Haustür öffnet, ist recht hoch, wenngleich auch das nicht gewiss ist.)

Nicht selten werden extreme Ereignisse - wie beispielsweise plötzliche und heftige Kurseinbrüche an der Börse - als "Schwarze Schwäne" bezeichnet. Das aber ist nicht immer unzutreffend. Denn es gibt so etwas wie ökonomische Gesetzmäßigkeiten. Gegen sie wird nicht selten verstoßen. Zum Beispiel meinen Investoren zuweilen, die Beziehung zwischen Aktienkursen und den Gewinnen der Unternehmen ließe sich beliebig weit dehnen; oder Regierungen meinen, sie könnten mit ihrer Geld- und Fiskalpolitik die Wirtschaft nach Wunsch "steuern".

Früher oder später jedoch machen sich Verstöße gegen ökonomische Gesetzmäßigkeiten bemerkbar; ökonomische Gesetzmäßigkeiten setzen sich letztlich immer durch. Wenn beispielsweise auf den Überschwang an den Börsen der Rückschlag folgt, ist das nicht etwa ein Schwarzer Schwan, sondern vielmehr eine notwendige Korrektur (die allerdings in ihrem zeitlichen Eintreten durchaus überraschend kommen mag). Diese Überlegungen führen uns direkt zu den Geschehnissen auf den Finanzmärkten.

Verzernte Märkte

Aus heutiger Sicht lässt sich eine Reihe von Entwicklungen identifizieren und benennen, die zu Ungleichgewichten führen, und die sich als Störfaktoren für den Konjunkturverlauf und die Finanzmärkte erweisen (werden). Dazu zählen zum Beispiel: (1) verzernte Marktzinsen, (2) Vernachlässigung von Risiken, (3) Vermögenspreisinflation, (4) übermäßige Verschuldung.

Zu Punkt (1): Die Zentralbankpolitiken verzerren die Marktzinsen, drücken sie unter das Niveau, das sie ohne den Einfluss der Zentralbankpolitiken einnehmen würden. Der Grund: Zentralbanken - in enger Kooperation mit den Geschäftsbanken - vergeben Kredite, denen keine "echte Ersparnis" gegenübersteht. Das auf diese Weise erhöhte Kreditangebot drückt den Marktzins künstlich herunter. Das wiederum ermuntert Private, Unternehmen und Staaten, sich zu verschulden. Ein Prozess beginnt, in dem es zunächst zu einem Aufschwung ("Boom") kommt, der jedoch früher oder später zusammenbricht und geradewegs in einen Abschwung ("Bust") führt.

Zu Punkt (2): Die Zentralbanken haben sich in den letzten Jahren den Finanzmärkten als "Retter in der Not" präsentiert (und haben damit geschafft, nicht als eigentlicher Verursacher der Krise in Erscheinung zu treten).

Das hat Folgen. Die Finanzmärkte erwarten nun, dass die Zentralbanken sich auch künftig als Retter betätigen. Die Zentralbankräte lassen daran keinen Zweifel. Dadurch haben sie de facto ein "Sicherheitsnetz" unter die Volkswirtschaften und Finanzmärkte gespannt. Die Investoren haben ihre Risikoscheu abgelegt und sind bereit, Kredite zu vergeben, die sie ohne das Sicherheitsnetz der

Zentralbanken nicht vergeben würden. Die Prämien für Kreditrisiken sind merklich abgesunken. Gläubiger werden nicht mehr entsprechend der Risiken, die sie eingehen, entlohnt. Der "Risikopuffer" im Finanzsystem ist vermindert.

Zu Punkt (3): Die Politik der künstlich gesenkten Zinsen und der Verringerung der Risikoprämien treibt die Nachfrage nach zum Beispiel Aktien, Anleihen und Immobilien künstlich in die Höhe. Es kommt zu einer "Vermögenspreisinflation", die Folgen hat. Beispielsweise steigen die Beleihungswerte von Grundstücken und ermuntern die Eigentümer zu zusätzlicher Verschuldung. Oder steigende Aktienkurse verringern die Kapitalkosten der Unternehmen und verleiten sie zu besonders gewagten Investitionsprojekten.

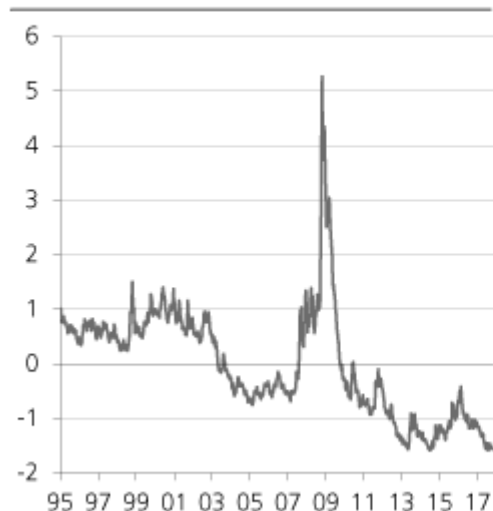
Zu Punkt (4): Dank künstlich abgesenkter Zinsen steigt die Verschuldung der Volkswirtschaften weiter an - denn die Kreditlasten wachsen schneller, als die Einkommen zunehmen - etwas, das in nahezu allen Volkswirtschaften zu beobachten ist. Nicht nur das Wohl und Wehe der Schuldner, sondern das gesamte Konjunktur- und Gesellschaftsgebäude wird abhängig vom Fortführen der Geldpolitik des niedrigen Zinses.

Kritische Rolle des Zinses

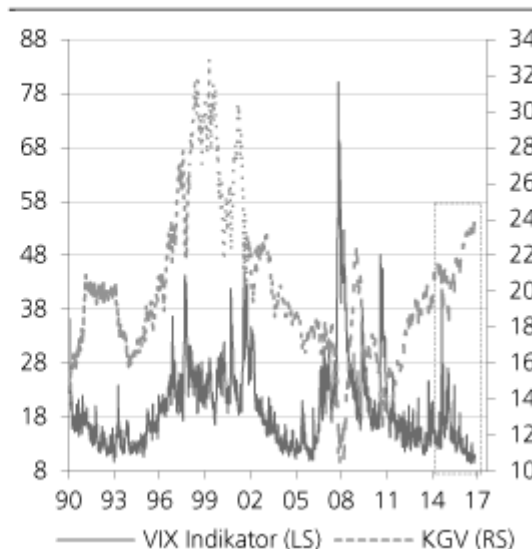
Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen muss man zum Schluss gelangen, dass die Zentralbanken mit ihrer Geldpolitik der extrem niedrigen Zinsen und der Verringerung der Risikoprämien für eine trügerische Ruhe auf den Finanzmärkten gesorgt haben. Das lässt sich illustrieren. Beispielsweise ist der "Stress" in den Finanzmärkten auf dem niedrigsten Stand seit Mitte der 1990er Jahre angekommen (Abb. 1 (a)). Die erwarteten Aktienkursschwankungen sind auf das geringste Niveau seit Anfang 1990 gefallen, während gleichzeitig die Aktienmarktbeurteilung wieder merklich zugenommen hat (Abb. 1 (b)).

1 Risikosorgen auf den Finanzmärkten auf dem Rückzug

(a) Indikator für „Stress“ auf den Finanzmärkten⁽¹⁾



(b) Kurs-Gewinn-Verhältnis US-Aktienmarkt und VIX-Indikator⁽²⁾



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

(1) Steigt (fällt) die Linie, so nimmt der "Stress" in den Finanzmärkten zu (ab). (2) Steht für die erwartete Aktienkursschwankung (aus Optionen ermittelt).

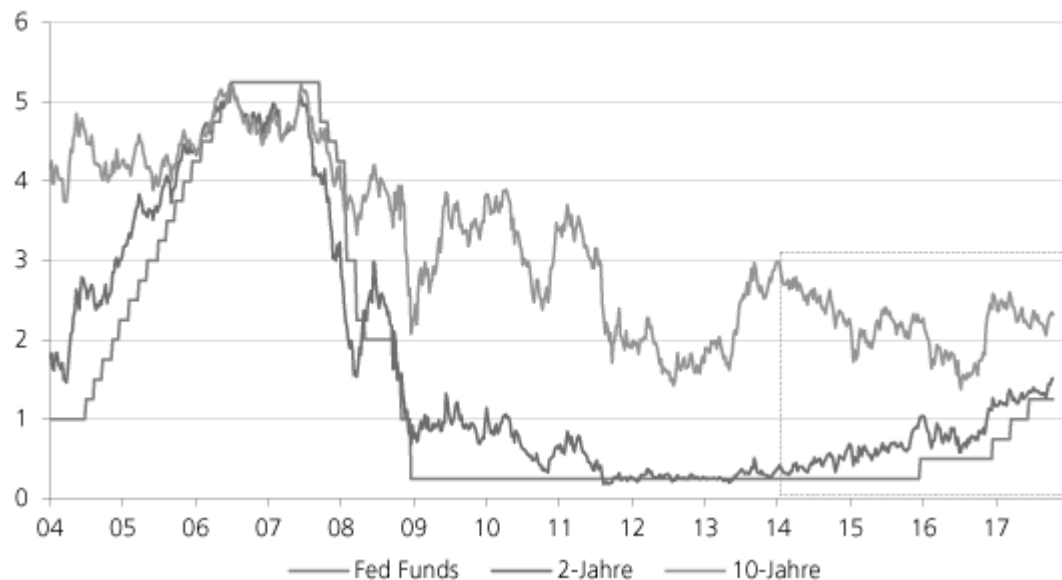
Man könnte nun vielleicht meinen, dass die trügerische Ruhe von der US-amerikanischen Zentralbank (Fed) gestört wird. Schließlich ist sie dabei, die Zinsen anzuheben, die Liquiditätskonditionen zu verknappen. Zwar steigen die US-Kurzfristzinsen bereits seit Anfang 2014, gleichzeitig sind jedoch die Langfristzinsen leicht gefallen (Abb. 2). Wie erklärt sich das? Vermutlich rechnen die Finanzmärkte damit, dass die Leitzinserhöhungen der Fed in ihrem Ausmaß relativ begrenzt bleiben, beziehungsweise dass sie früher oder später vielleicht sogar zurückgenommen werden. Bei einer solchen Erwartungshaltung schlägt die Erhöhung der Kurzfristzinsen nicht auf die Langfristzinsen durch.

In jedem Falle scheinen die Finanzmärkte bislang nicht von einer "Zinsnormalisierung" auszugehen. Doch sollte die Fed die Zinsen jedoch wider Erwarten zu stark anheben, wäre es vermutlich schnell vorbei mit dem

Aufschwung in den USA und in vielen anderen Volkswirtschaften der Welt. Die Weltwirtschaft, das Weltfinanzsystem hängt - im Grunde stärker denn je - an der Zinspolitik der Fed. Sie produziert die Weltleitwährung, den US-Dollar, und sie bestimmt damit in entscheidendem Maße die Zins- und Liquiditätskonditionen auf den Finanzmärkten weltweit. Und die Geschehnisse auf den Finanzmärkten haben bekanntlich Rückwirkungen auf Richtung und Stärke der Konjunkturverläufe.

2 US-Kurzfristzins steigt, Langfristzins nach wie vor niedrig

Ausgewählte US-Zinsen in Prozent

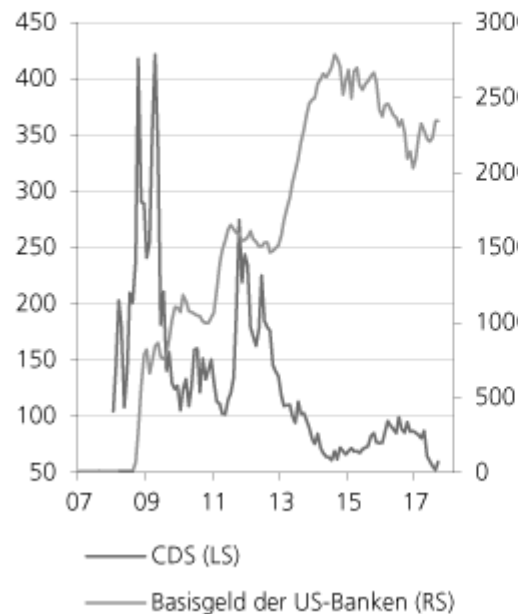


Quelle: Thomson Financial

Bislang haben die Finanzmärkte den Kurswechsel der Fed gut verkraftet, sehen keinen Grund, von ihrer Jubelstimmung abzulassen: Trotz steigender Kurzfristzinsen und einem Rückgang der Basisgeldmenge in den Händen der US-Banken sind die Sorgen vor Kreditausfällen (die sich in den Preisen für Kreditausfallversicherungen widerspiegeln) geschwunden; und auch die Aktienmärkte haben ihren Höhenflug unbekümmert fortgesetzt. Der Grund liegt auf der Hand: Die Finanzmärkte rechnen damit, dass die Fed auch künftig ihr "Sicherheitsnetz" aufgespannt lässt, dass sie, sollte die Konjunktur nachgeben und/oder das Finanzsystem in Bedrängnis geraten, zurückschaltet in ihre extrem expansive Geldpolitik.

3 Liquiditätsentzug bislang ‚unproblematisch‘

(a) Preis der
rungs⁽¹⁾ und Basisgeld der US-Banken
(USD Mrd.)



(b) Basisgeldmenge⁽²⁾ (USD Mrd.) und S&P 500 Aktienmarktindex



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

(1) CDS = Credit Default Swap Spread in Basispunkten für 5-jährige Bankschuldverschreibungen. (2) Basisgeldmenge entspricht Bargeldumlauf plus Basisgeld in den Händen der Banken.

Euro Unter Druck

Die Zinsdifferenz zwischen US-Dollar- und Euro-Anlage hat sich in den letzten Wochen weiter zu Gunsten des Greenbacks ausgeweitet. Das gilt sowohl für die Kurzfristzinsen (Abb. 4 (a)), aber jüngst auch wieder für die Langfristzinsen (Abb. 4 (b)).

Der Grund: Während die Fed die Leitzinsen bereits mehrfach angehoben hat, ist im Euroraum noch nichts dergleichen passiert, und es wird wohl auch noch dauern, bis die EZB die Kreditkosten anhebt: Derzeit will die EZB die Zinsen nicht erhöhen, sondern vielmehr mit geringen Kreditkosten finanziell überdehnte Staaten und marode Bankbilanzen subventionieren. Der Euro hat dennoch seit Jahresanfang merklich gegenüber dem US-Dollar aufgewertet - und hat damit nicht den Weg genommen, der ihm von den Zinsdifferenzen vorgegeben wird.

4 Zinsdifferenz deutet Überbewertung von EURUSD an(a) EURUSD und Zinsdifferenz 2-Jahre⁽¹⁾(b) EURUSD und Zinsdifferenz 10-Jahre⁽¹⁾

Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

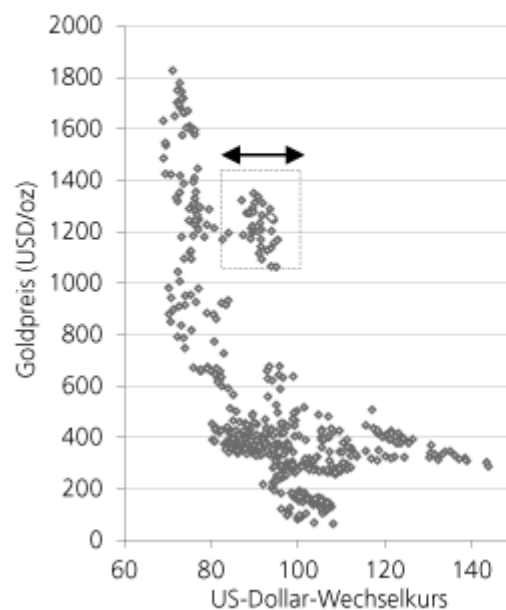
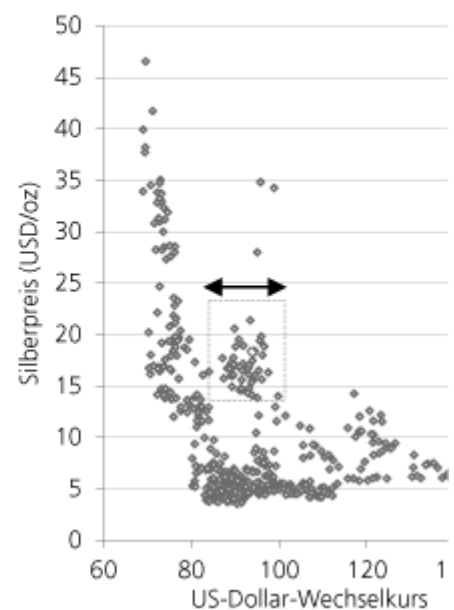
(1) Jeweils US-Rendite minus Euro-Rendite für laufzeitgleiche Staatsanleihen, multipliziert mit 100.

Mit der gebotenen Vorsicht interpretiert (schließlich ist der Zinsunterschied nur einer von vielen Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses), scheint der Euro sich jetzt in einer "Überbewertungszone" zu befinden - ähnlich wie es bereits ab Mitte 2013 bis etwa Ende 2015 zu beobachten war. Selbst wenn sich also die Zinsen dies- und jenseits des Atlantiks vorerst nicht weiter verändern sollten (beziehungsweise sich die derzeitigen Zinserwartungen auf den Märkten nicht ändern), spräche die aktuelle Zinsdifferenz für eine bevorstehende (Wieder-)Aufwertung des US-Dollar. Ein Erstarren des US-Dollar hätte vermutlich Rückwirkungen auf den Preis für das gelbe Metall - zumindest legt das die Erfahrung nahe.

US-Dollar, Gold und Silber

Zwischen US-Dollar-Wechselkurs und dem Goldpreis besteht traditionell eine negative Beziehung. Wertet der Greenback auf, geht der Goldpreis in die Knie - und umgekehrt. Der Grund: Der US-Dollar gilt nach wie vor als Weltleitwährung. Kommen Zweifel an seiner Güte auf, sehen Anleger im Gold meist einen "sicheren Hafen". Entsprechend schwindet das Interesse am Gold, wenn das Vertrauen in den US-Dollar steigt, und der Preis des gelben Metalls gibt nach. Dementsprechend zeigte sich in den letzten Jahrzehnten ein im Trendverlauf abwertender US-Dollar, der einherging mit einem im Trendverlauf steigenden Goldpreis (in US-Dollar gerechnet).

In jüngerer Zeit war interessanterweise zu beobachten, dass sich die Beziehung zwischen US-Dollar-Goldpreis verschoben hat: Obwohl der US-Dollar-Wechselkurs seit etwa 2014 aufgewertet hat, ist der Goldpreis nicht gefallen, sondern er hat sich tendenziell seitwärts bewegt (Abb. 4 (a)). Eine ähnliche Veränderung zeigt sich ebenfalls in der Beziehung zwischen US-Dollar-Wechselkurs und dem Silberpreis (Abb. 4 (b)). Allerdings ist die Preisschwankung des Silbers bei Veränderungen des Wechselkurses deutlich stärker ausgeprägt als beim Gold.

4 Zur Beziehung zwischen US-Dollar und Gold und Silber(a) USD-Wechselkurs und Goldpreis (USD/oz)⁽¹⁾(b) USD-Wechselkurs und Silberpreis (USD/oz)⁽²⁾

Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

(1) Zeitperiode: März 1973 bis Oktober 2017. (2) Zeitperiode: Februar 1979 bis Oktober 2017.

Wie lassen sich diese Befunde interpretieren? Wir interpretieren ihn wie folgt: Vor allem das Gold, und nachgelagert auch das Silber, sind aus Sicht vieler Anleger bedeutungsvoll(er) geworden als Absicherung gegen den US-Dollar. Wie bereits gesagt, ist der Greenback nach wie vor die bedeutendste Währung der Welt. Die anderen großen Währungen wie Euro, chinesischer Renminbi, japanischer Yen, Britisches Pfund oder Schweizer Franken sind keine wirklichen Alternativen - zumal sie ebenfalls ungedecktes Papiergeld darstellen, mit all den damit verbundenen Problemen.

Es ist wahrscheinlich, dass, sollte das Vertrauen in den Greenback schwinden, alle anderen Währungen noch stärker in Bedrängnis geraten - schließlich sind sie ja mehr oder weniger auf dem US-Dollar aufgebaut.

Im Zuge einer "Währungskrise" werden Anleger vermutlich bestrebt sein, die ihre wachsende Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern beziehungsweise sich gegenüber dem US-Dollar abzusichern. Ein Weg dazu ist auf "erprobtes Geld" zu setzen: auf Gold, aber auch auf Silber. Für langfristig orientierte Anleger, die nach einer "effektiven Versicherung" für ihr Vermögensportfolio Ausschau halten, sind die beiden Edelmetalle besonders attraktiv.

Vor allem auch, weil sie derzeit "relativ günstig" zu haben sind - denn die trügerische Ruhe auf den Finanzmärkten hat die Nachfrage nach Edelmetallen zum Zwecke der Portfolioversicherung eingeschläfert und deren Preise abgesenkt. Man muss keine "Schwarzen Schwäne" bemühen, um das Risiko vor Rückschlägen im Konjunkturverlauf und auf den Finanzmärkten zu begründen. Gesunder Menschenverstand reicht dazu aus.

Zusammenfassung

- Die Weltwirtschaft expandiert, auf den Finanzmärkten herrscht gute Stimmung.
- Anlass zur Sorge geben allerdings die extrem niedrigen Zinsen und die auffällig stark gesunkenen Risikoprämien:
- Sie deuten an, dass die Zentralbankpolitiken weitreichende Preisverzerrungen in den Finanzmärkten verursachen.
- Das führt zu Ungleichgewichten in den Volkswirtschaften und im Finanzsystem, die sich in neuen Krisen entladen können.
- Das Halten von Gold und Silber ist eine wirksame Versicherung gegen die negativen Folgen der Zentralbankpolitiken.

© 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/353538--Die-truegerische-Ruhe-auf-den--Finanzmaerkten.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 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).