

Verschärfen irrationale Finanzmärkte die Schuldenkrise?

„Der Markt hat immer Recht!“ Diese Börsenweisheit bringt zum Ausdruck, wie hoch das Vertrauen in die Effizienz von Finanzmärkten war und immer noch ist. Nicht nur Börsianer, auch Ökonomen sind mehrheitlich davon überzeugt, dass freie Märkte die richtigen Preissignale geben. So wird den Finanzmärkten zugetraut, dass mit ihrer Hilfe künftige Schuldenkrisen verhindert werden können. Unsolide Finanzpolitik wird durch steigende Zinsen umgehend abgestraft und im Keim erstickt – so lautet die Hoffnung. Allerdings haben die Märkte die aufziehende Schuldenkrise vor 2009 offensichtlich nicht bemerkt. Und heute verschärfen sie die Krise durch panische Reaktionen. Zeit zum Umdenken? Von Jörn Quitzau

Neben der Bereitstellung von Kapital ist die wesentliche Aufgabe der Finanzmärkte, Informationen zusammenzutragen und zu verarbeiten. Wenn sie dies erfolgreich tun, gelten sie als informationseffizient; sämtliches Wissen dieser Welt ist dann in den Kursen verarbeitet.¹ Die Klugheit der Märkte führt dazu, dass niemand – weder Einzelpersonen noch Gruppen – systematisch besseres Wissen haben kann. Finanzmärkte reflektieren damit wichtige Signale beziehungsweise Informationen, ihnen wird aber insbesondere auch eine Disziplinierungsfunktion zugeschrieben. So soll Fehlverhalten von Unternehmen oder Staaten durch steigende Risikoprämien sanktioniert werden. Die Einschätzung, dass Märkte das beste Informationsmedium darstellen, basiert auf der Annahme, dass Investoren, die privates Kapital an den Finanzmärkten einsetzen, fundamental nicht begründbare Kursschwankungen durch entsprechende Käufe oder Verkäufe sofort einebnen. Ordnungspolitisch ergibt sich daraus die Empfehlung, in Analogie zu den Gütermärkten an den Finanzmärkten möglichst nicht in die freie Preisbildung einzugreifen.

Viele Ökonomen empfehlen, auch bei der Kontrolle der Staatsfinanzen weniger auf Selbstbindung der Politik oder auf institutionelle Regeln zu setzen, sondern verstärkt auf die Sanktionen der Finanzmärkte zu vertrauen. Tatsächlich hat die Politik bei der Haushaltsführung in der Vergangenheit oft versagt. Daher liegt es nahe, bei der Sanierung der Staatsfinanzen künftig weniger auf gute Absichten und politische Versprechen zu setzen, sondern den Finanzmärkten mehr Verantwortung zu übertragen. Momentan zeigt sich in Euro-

pa, dass unter dem Druck der Märkte in den Krisenländern Entscheidungen getroffen werden, die vom Stabilitäts- und Wachstumspakt in den vergangenen Jahren nicht auf den Weg gebracht werden konnten.

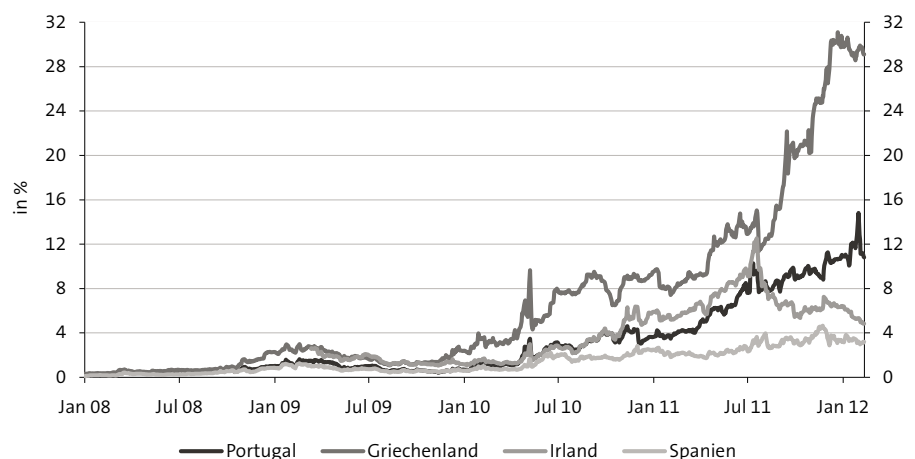
Würde die Finanzpolitik solider, wenn sie vorrangig von den Kapitalmarktakteuren kontrolliert wird? Steigende Risikoprämien – so ist die theoretische Erwartung – würden die ausgabefreudigen Politiker zu mehr Disziplin zwingen und aufziehende Schuldenkrisen damit im Keim erstickten. Nach den Erfahrungen mit der Schuldenkrise fällt das Zwischenfazit jedoch ernüchternd aus: Es ist in hohem Maße fraglich, ob die Wirtschaftspolitiker frühzeitig und in der richtigen Dosierung das erforderliche *Feedback* von den Märkten bekommen.

Risikoaufschläge, die das Risiko eines Zahlungsausfalls bei griechischen Staatsanleihen halbwegs korrekt abgebildet ha-

ben, waren im Vorfeld der Krise faktisch nicht vorhanden (vgl. Abbildung 1). Und das, obwohl der Schuldenstand die Marke von 100 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) längst überschritten hatte und obwohl die griechische Mentalität beim Umgang mit Statistiken längst bekannt war. Ähnliches gilt für andere Länder in Europa. Die Warnungen kamen erst, als das Kind bereits in den Brunnen gefallen war. Und während der Eurokrise gehen die Finanzmärkte mit den betreffenden Ländern genau zu dem Zeitpunkt besonders hart ins Gericht, indem dringend erforderliche wirtschaftspolitische Reformen angestoßen werden. Verschärft wird die Situation von Ratingagenturen, die in der Sache zwar richtige Herabstufungen vornehmen, die aber nicht ausreichend erklären, dass sie damit auch die eigenen Versäumnisse der Vergangenheit korrigieren.

Außerhalb Europas fallen die Urteile der Märkte ebenfalls schief aus. Weder in den USA noch beim Schuldenweltmeister Ja-

Spreads gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen

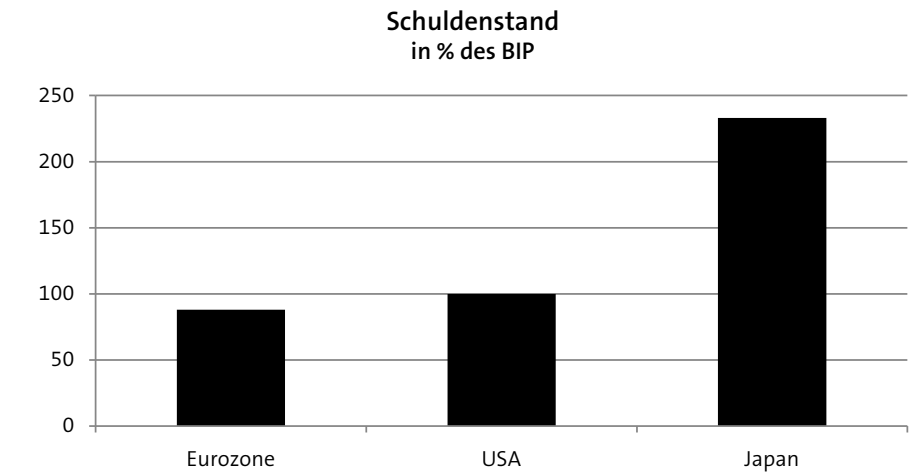


Quelle: Bloomberg.

pan (vgl. Abbildung 2) lässt sich an der Zinsentwicklung erkennen, dass ihre Staatsanleihen wohl kaum noch als „sichere Häfen“ gelten können. Und sind Deutschlands Staatsfinanzen tatsächlich über jeden Zweifel erhaben, wie es die Niedrigstzinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum suggerieren?

Dass Märkte übertreiben, ist inzwischen eine weithin akzeptierte Erkenntnis (gleichwohl ist diese Erkenntnis ordnungspolitisch noch unzureichend umgesetzt). Spätestens seit Robert Shillers „*Irrational Exuberance*“ werden Ungereimtheiten der Kapitalmärkte bewusster wahrgenommen. Aktien-, Immobilien- und Rohstoffblasen bestätigen Shillers These immer wieder. Daumenregeln, Herdentrieb und eine Reihe psychologischer Faktoren können zu Irrationalitäten an den Finanzmärkten führen.

Damit aber nicht genug. Übertreibungen werden regelmäßig auch durch individuell rationales Verhalten der Finanzmarktakteure verstärkt. Im Sinne der traditionellen Theorie werden Abweichungen vom fundamental gerechtfertigten Wert eines Wertpapiers rasch abgebaut, weil die Akteure auf diese Weise Gewinne mitnehmen können. In der Praxis wird aber nicht nur auf den fundamentalen Wert geschaut, vielmehr spielen Erwartungen über das Verhalten der übrigen Marktteilnehmer eine wichtige Rolle. Wird erwartet, dass eine Blase noch größer wird, dann werden die Akteure im Markt investiert bleiben und versuchen, erst kurz vor dem Platzen der Blase zu verkaufen. Da diese Strategie dem Einzelnen, nicht aber allen gleichzeitig gelingen kann, sind Börsenturbulenzen vorprogrammiert. Aus der Charttechnik abgeleitete Börsenweisheiten wie „*The trend is your friend*“ oder „Greife nie in ein fallendes Messer“ verstärken die Neigung, nicht sofort zu handeln, wenn Kursübertreibungen erkannt werden. Destabilisierend wirken auch bestimmte Anreizstrukturen im Finanzsektor: Wer Erfolge auf Monats- oder Quartalsba-



Quellen: Internationaler Währungsfonds, EU-Kommission.

sis vorweisen muss, kann sich kaum gegen den Markt stellen.

Der zwischenzeitlich extreme Verkaufsdruck bei italienischen und spanischen Anleihen ist das Ergebnis einer Mischung aus rationaler Zurückhaltung (Risikominimierung) und irrationaler Panik (Furcht vor dem Kollaps). Im Vergleich zu Griechenland stehen Länder wie Spanien (unter anderem deutlich niedrigerer Schuldenstand) und Italien (unter anderem seit Jahren Primärüberschüsse) deutlich besser da. Nur wird dies an den Finanzmärkten nicht zur Kenntnis genommen. Stattdessen werden strukturelle Fortschritte von steigenden Risikoaufschlägen begleitet.

Die Finanzmärkte sind ihrer Frühwarn- und Disziplinierungsfunktion in der Vergangenheit nicht immer zufriedenstellend nachgekommen und lösen derzeit durch übertriebene Reaktionen Panik aus, die in selbsterfüllenden Prophezeiungen enden können. Damit sollte die alte Börsenweisheit „Der Markt hat immer Recht“ zu den Akten gelegt werden. Die ordnungspolitischen Implikationen sind nicht trivial, denn die Schuldenkrise ist das Ergebnis von gleichzeitigem Markt- und Staatsversagen. Wahrscheinlich ist ein „ordnungspolitischer Dualismus“ sinnvoll, bei dem Finanzmärkte und die Realwirtschaft nicht über einen Kamm geschoren werden. In der Realwirtschaft haben sich die Thesen von Hayeks eindrucksvoll bewährt: Mär-

kte tragen die Informationen für eine effiziente Steuerung der Wirtschaft bestmöglich zusammen. Politisch in das freie Spiel der Kräfte und in den Preismechanismus einzugreifen, wäre in der Realwirtschaft im Regelfall tatsächlich eine „Anmaßung von Wissen“. Für die Finanzmärkte müssen differenzierte Antworten gefunden werden, damit das globale Finanzsystem nicht ständig durch Finanzblasen und durch deren Korrekturen an den Rand des Kollapses geführt wird.

¹ *Unterschieden werden – basierend auf dem Konzept von Eugene Fama – drei Formen: 1) Schwache Informationseffizienz: Alle zentral veröffentlichten Informationen sind in den Kursen enthalten. 2) Mittelstrenge Informationseffizienz: Zusätzlich sind auch die dezentral veröffentlichten Informationen in den Kursen verarbeitet. 3) Strenge Informationseffizienz: Hier sind zusätzlich auch die sogenannten „Insider-Kenntnisse“ in den Kursen enthalten. Empirische Tests haben für die letzten Jahrzehnte ergeben, dass Finanzmärkte den Kriterien der mittelstrengen Informationseffizienz genügen. Mit anderen Worten sind sämtliche verfügbaren Informationen außer Insiderwissen in den Kursen enthalten.*

Dr. Jörn Quitzau ist Volkswirt bei der Berenberg Bank in Hamburg und Leiter des Bereichs Wirtschaftstrends. Bei diesem Beitrag handelt es sich um die Schriftfassung seines Vortrags beim HWWI Business Lunch am 8. Februar 2012.