

[nzz.ch](https://www.nzz.ch)

## Die Normalisierung der Geldpolitik und ihre Folgen

*Andreas Uhlig*

4-5 Minuten

---

Die Normalisierung der Geldpolitik kann zu Korrekturen an den Finanzmärkten führen. Unklar sind die Auslöser und das Timing solcher Korrekturen.

17.12.2017, 21:10 Uhr

Die Geldpolitik grosser Industrieländer bewegt sich auf vorgezeichnetem Weg. Die US-Notenbank hat erwartungsgemäss eine weitere Zinserhöhung vorgenommen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat dagegen, ebenfalls wie erwartet, ihren rekordtiefen Leitzins nicht erhöht, aber zugleich die Reduktion der Anleihekäufe bekräftigt.

### Überbewertung der Märkte

Diese sehr gemächliche Rückkehr der beiden grossen Notenbanken zur geldpolitischen Normalität beruhigt zwar die Märkte. Aber eine Frage steht im Raum: Wie lange können die Notenbanken eine raschere Normalisierung hinauszögern, ohne dass sie die Kontrolle verlieren und die Märkte negativ reagieren? Namhafte Marktkommentatoren äussern sich jedenfalls besorgt.



### Die Europäische Zentralbank (EZB). (Bild: Imago)

Aufgefallen ist vor allem, dass trotz den Ansätzen zu einer Normalisierung der Geldpolitik global immer mehr Staatsanleihen eine negative Rendite aufweisen. Die Rating-Agentur Fitch hat deren aktuellen Wert auf 9,7 Bio. \$ berechnet, nach 9,3 Bio. \$ vor einem Jahr. Die Zunahme sei vor allem bei europäischen Staatsschulden aufgetreten, während die negativ rentierenden Staatspapiere Japans leicht rückläufig seien.

Von vielen Analytikern werden die negativen Renditen von Staatsanleihen und die sehr geringen Renditen von Unternehmensanleihen – wie auch die hohen Aktienkurse – als

Zeichen einer klaren Überbewertung angesehen. Investoren scheine dieser Zustand allerdings weitgehend gleichgültig geworden zu sein, meint Albert Edwards, Experte bei der Société Générale. Seine Klienten interessierten sich vor allem für das Timing und die möglichen Auslöser von Korrekturen. Aber er warnt Anleger, vor allem mit Blick auf die Aktienmärkte, vor übereilten Aktionen. Die Erfahrung habe immer wieder gezeigt, dass die Märkte länger überbewertet und irrational sein könnten, als die meisten Investoren solvent blieben und Vermögensverwalter ihre Jobs halten könnten.

Die durch die Politik der Notenbanken verzerrten Preise von Wertpapieren und anderen Vermögenswerten hätten die Realwirtschaft in den Industrieländern nicht nur kräftig unterstützt, sondern sie auch von weiteren Käufen abhängig gemacht, betont Stephen Roach von der Yale University, der frühere Chefökonom von Morgan Stanley. Eine Normalisierung der Geldpolitik und der Notenbankbilanzen, wenn sie denn einmal ernsthaft betrieben werde, berge deshalb reelle Gefahren für die Wirtschaftsentwicklung. Für scharfe Korrekturen brauche es nicht viel. Einen der möglichen Auslöser sieht er in der sich abzeichnenden Verschiebung im globalen Sparverhalten. Während die USA, realistisch gesehen, ihr Haushaltsdefizit weiter ausbauen, bemühe sich China, seine extrem hohe Sparquote zu senken – insbesondere durch Stützung des inländischen Konsums –, wodurch für Defizitländer weniger Kapital zur Verfügung stehen werde.

## **Drohender Kontrollverlust**

Wie lange die Notenbanken, im Speziellen die EZB, noch die Entwicklung kontrollieren könnten, fragt sich Charles Dumas von Lombard Street Research. Das wahre Ziel der Geldpolitik der EZB sei der Wechselkurs. Nun habe sich aber die Wirtschaft der Euro-Zone so kräftig entwickelt und der Aussenhandelsüberschuss sei so gross geworden, dass die Notenbank wenig gegen eine Aufwertung des Euro machen könne. Setzt sie die exzessiv lockere Geldpolitik fort, wachsen Wirtschaft und Aussenhandelsüberschuss der Euro-Zone weiter. Baut sie aber den Stimulus ab, steigen die Anleiherenditen. In beiden Fällen ist das Resultat ein höherer Euro-Kurs.