

Metzler: Die „Psychologie der Nullzinspolitik“ – eine Herausforderung für die Zentralbanken

Finanzmarktkrise hat Folgen im Verhalten der Marktteilnehmer

Nullzinspolitik im Fokus

Der Chefvolkswirt der Bank von England, Andrew Haldane, beschrieb diese Woche in einer sehr interessanten Rede die Hintergründe für die ungewöhnlich lange Periode der Nullzinspolitik. Psychologische Studien zeigen, dass große Katastrophen eine tief verwurzelte Angst und Verunsicherung bei den Beteiligten auslösen, die eine merkliche Überschätzung der Risiken einer erneuten Katastrophe zur Folge haben. Die Ängste und Verunsicherungen lassen dabei erfahrungsgemäß nur sehr langsam nach, und es kann bis zu einer Generation dauern, bis die Risikoeinschätzung wieder auf ein normales Maß zurückkehrt, wie psychologische Studien über die Große Depression gezeigt haben.

Eine große Finanzmarktkrise ändert daher das grundsätzliche Verhalten der Konsumenten und Unternehmen. Normalerweise werden in guten wirtschaftlichen Zeiten die Ausgaben merklich erhöht. Schlechte Zeiten werden als nur temporär wahrgenommen – dann werden Kredite aufgenommen, um den Einkommensausfall auszugleichen. Nach einer schweren Finanzmarktkrise hingegen werden gute wirtschaftliche Zeiten eher dazu genutzt, die eigene Bilanz zu verbessern, und die Ausgaben werden nur moderat gesteigert, während bei einer Verschlechterung der Wirtschaftslage die Risikobereitschaft schnell sinkt und die Ausgaben merklich gekürzt werden. Das grundsätzlich (neue) vorsichtige Verhalten der Konsumenten lässt sich beispielsweise daran ablesen, dass viele Konsumenten den Rückgang des Ölpreises in den vergangenen Monaten zu einer Erhöhung der Sparquoten genutzt haben und nicht, wie in der Vergangenheit üblich, zu höheren Konsumausgaben.

Das „asymmetrische“ Verhalten von Unternehmen und Konsumenten erschwert die Wirksamkeit der Geldpolitik ungemein. Eine expansive Ausrichtung der Geldpolitik ist deutlich weniger effektiv als in der Vergangenheit, und realwirtschaftliche Abschwünge erfordern darüber hinaus eine deutlich stärkere geldpolitische Reaktion. In diesem Umfeld kann eine zu frühe Leitzinserhöhung äußerst kontraproduktiv wirken. Zentralbanken vieler

Länder haben damit Erfahrung: So erhöhte die Zentralbank in Japan den Leitzins in den Jahren 2000 und 2006, die Zentralbanken in Australien und Norwegen ab 2009, in Schweden ab 2010, die Europäische Zentralbank und die isländische ab 2011, 2014 folgte die Zentralbank in Neuseeland. All diese Zentralbanken mussten innerhalb nur weniger Monate den Zyklus der Leitzinserhöhungen wieder abbrechen und in der Folge den Leitzins aggressiv senken.

Die US-Notenbank und die Bank von England scheinen vor diesem Hintergrund große Angst davor zu haben, den Leitzins „zu früh“ anzuheben. Beide Zentralbanken scheinen sogar bewusst ein Überschießen der Inflation in Kauf zu nehmen. Vor diesem Hintergrund schätzen die Finanzmarktteilnehmer eine Leitzinserhöhung der Fed im September mit einer Wahrscheinlichkeit von nur noch 29 % und im Dezember von immerhin noch 67 %. Naheliegender ist jedoch, dass die Fed schon im September den Leitzins anhebt und erst einmal die Reaktion der Realwirtschaft abwartet. Das Protokoll der Fed-Sitzung (Mittwoch) vom 17. Juni könnte hierbei Aufschluss über die Strategie der Fed geben. Auch in Großbritannien sprechen die robuste Konjunkturdynamik, die niedrige Arbeitslosenquote und die steigenden Löhne eigentlich schon jetzt für eine Leitzinserhöhung. Die Bank von England (Donnerstag) wird wahrscheinlich jedoch erst bis zum zweiten Quartal 2016 abwarten.

Bisher wenige realwirtschaftliche Ansteckungseffekte der Griechenland-Krise

Unabhängig vom Ausgang des Referendums am Wochenende stehen Griechenland sehr schwere Zeiten bevor; ein Grexit kann nicht ausgeschlossen werden. Die geringen Kredit- und Handelsbeziehungen zwischen privaten Akteuren in Europa und Griechenland sprechen jedoch dafür, dass die Risiken von Ansteckungseffekten begrenzt sein dürften.

Die Auftragseingänge in Deutschland (Montag) sowie die Industrieproduktion im Mai in Deutschland (Dienstag), Frankreich (Freitag) und Italien (Freitag) dürften

3. Juli 2015

zeigen, dass der Wirtschaftsaufschwung in der Eurozone solide ist und die Ansteckungsrisiken daher eher begrenzt sind.

Die US-Daten – der ISM-Index für den Dienstleistungssektor (Montag) und die Handelsbilanz (Dienstag) – dürften bestätigen, dass sich das Wirtschaftswachstum in den USA auf etwa 2,5 % im zweiten Quartal beschleunigt hat.

In China richtet sich der Fokus auf die Inflationsrate (Donnerstag), die mit voraussichtlich 1,3 % einen anhaltend großen Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen eröffnet.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.