

Donnerstag, 1. August 2019

USA:
Ein Versicherungsschritt nach unten – aber gegen was will sich die Fed absichern?

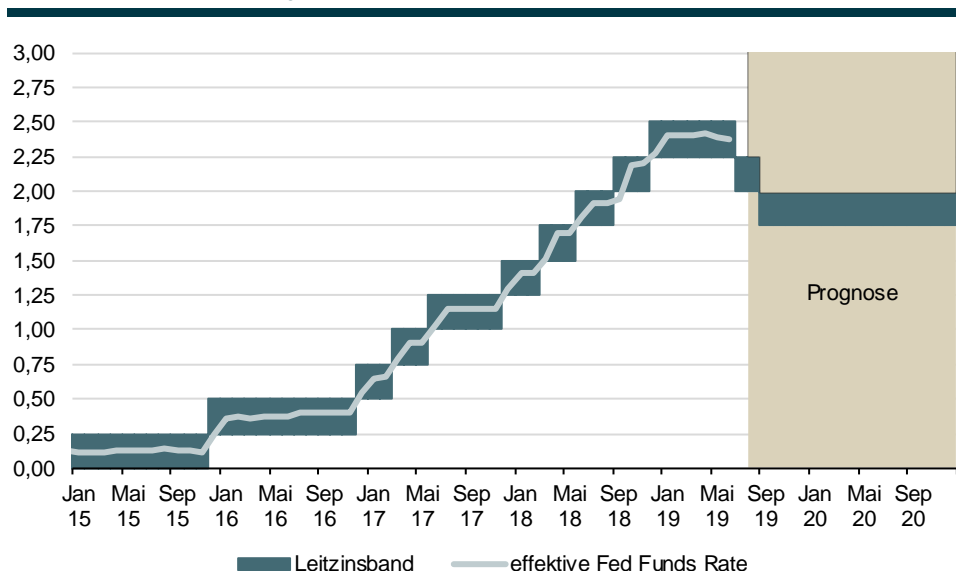
■ Die Fed hat beim gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß das Leitzinsintervall um 25 Basispunkte auf 2,00 % bis 2,25 % gesenkt. Es handelt sich hierbei um einen Versicherungsschritt. Eine Überlegung hierbei war, globalen Risiken zu begegnen. Ein zweiter Grund betrifft die aus Sicht der Fed zu niedrige Inflationsrate in der ersten Jahreshälfte. Demnach besteht das Risiko, dass der gleichgewichtige Leitzins niedriger ist, als bislang von den FOMC-Mitglieder unterstellt.

■ In der anschließenden Pressekonferenz machte Fed-Chef Powell deutlich, dass beide Risiken zu der Leitzinssenkung beitragen. Allerdings verwies er auch auf die weiterhin recht robuste Entwicklung der US-Wirtschaft. Seiner Einschätzung nach läutet die gestrige Zinssenkung nicht den Beginn einer expansiveren Geldpolitik ein, wenngleich er einen weiteren Schritt auch nicht ausschließen wollte.

■ Die Unterscheidung der Risiken ist für den weiteren Leitzinsausblick von Bedeutung, denn die globalen Risiken könnten dazu führen, dass es in der zweiten Jahreshälfte noch weitere Leitzinssenkungen geben kann. Hingegen sind die Risiken hinsichtlich des gleichgewichtigen Leitzinsniveaus eher begrenzt und dürften in den kommenden Zinsentscheiden nicht ausschlaggebend für weitere Senkungen sein. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Fed noch ein weiteres Mal in diesem Jahr die Leitzinsen senken wird. Der wahrscheinlichste Termin hierfür ist der nächste Zinsentscheid im September.

1. Von den Finanzmärkten wurde eine geldpolitische Reaktion gefordert und die Fed hat geliefert: **Erwartungsgemäß haben die FOMC-Mitglieder das Leitzinsintervall bei ihrem gestrigen Zinsentscheid um 25 Basispunkte auf 2,00 % bis 2,25 % gesenkt.** Bei diesem „kleinen“ Treffen gab es neben dem Statement auch eine anschließende Pressekonferenz von Fed-Chef Powell, was seit diesem Jahr eine Neuerung ist. Aktualisierte Projektionen werden allerdings erst wieder mit dem Zinsentscheid im September veröffentlicht. Neben der Leitzinssenkung wurde auch das Ende der Bilanzreduzierung um zwei Monate auf August vorgezogen. Im Vorfeld des Zinsentscheids gab es zwei Ansätze zur Erklärung dieses „Versicherungsschritts“: **Aus Sicht der Finanzmarktteilnehmer war dieser Schritt notwendig, um die Erwartungen an den Kapitalmärkten und bei den Unternehmen wegen gestiegener (globaler) Risiken zu stabilisieren und hierdurch zu helfen, eine deutliche konjunkturelle Verlangsamung in der zweiten Jahreshälfte zu verhindern oder zumindest abzumildern.** Die jüngsten Makrodaten (Arbeitsmarktbericht, Bruttoinlandsprodukt, Stimmungsindikatoren) ließen die Notwendigkeit eines solchen Versicherungsschritts nicht unmittelbar erkennen. Die zweite Erklärung lieferte Fed-Chef Powell bei seiner letzten Anhörung vor dem Kongress. **Demnach bestand aus seiner Sicht das Risiko, dass die Geldpolitik in der ersten Jahres-**

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank



Donnerstag, 1. August 2019

hälfte bereits leicht restriktiv gewesen ist. Diese Überlegungen resultierten weniger aus den realwirtschaftlichen Entwicklung des ersten Halbjahres, sondern vielmehr aus der überraschend niedrigeren Inflationsentwicklung (Kernrate des Deflators der privaten Konsumausgaben). Gegen was sich die FOMC-Mitglieder mit dieser Leitzinssenkung versichern wollen, ist bedeutsam für den weiteren Ausblick: War es ein Schritt zur Erwartungsstabilisierung, dann könnte man durchaus annehmen, dass der gestrige Schritt der Beginn von noch weiteren ist. Hingegen würden die Überlegungen von Powell dazu passen, dass die Fed nur einmal eine Senkung vornimmt. Im Statement werden beide Risiken offenbar gleichgewichtig genannt.

2. Im **ersten Abschnitt** findet wie üblich die makroökonomische Lagebeschreibung statt (siehe Anhang). Die Änderungen sind hier marginal: Die Konsumdynamik hat wieder zugenommen und die der Unternehmensinvestitionen ist unverändert schwach. Zudem sind die an den Finanzmärkten gehandelten Inflationserwartungen nach wie vor niedrig. **Im zweiten Abschnitt gab es im Aufbau Korrekturen aber insgesamt weisen die FOMC-Mitglieder weiterhin auf die unveränderten, globalen Risiken sowie auf die niedrige Inflationsentwicklung hin.** Aus diesen Entwicklungen folgte die Leitzinssenkung um 25 Basispunkte. Neu ist der **vierte Abschnitt**, in dem auf das vorgezogene Ende der Bilanzreduzierung verwiesen wird. Im Vorfeld des Zinsentscheids wurde über solch einen Schritt durchaus spekuliert. Wenig überraschend sind auch die Änderungen im **Abstimmungsverhalten**: Während James Bullard dem Zinsentscheid nun wieder zustimmte (er präferierte bereits im Juni eine Zinssenkung) sprachen sich Ester George und Eric Rosengreen gegen die Zinssenkung aus. Diese Gegenstimmen waren im Vorfeld von beiden kommuniziert worden.

3. **In der anschließenden Pressekonferenz verwies Fed-Chef Powell ebenfalls auf beide oben genannten Risiken:** Sowohl das weiterhin schwache globale Wachstumsfeld (mit dem Risiko einer Beeinträchtigung der US-Wirtschaft) als auch die zu geringe Inflationsentwicklung hätten zu dieser Leitzinssenkung beigetragen. Allerdings wurde er nicht müde auf die weiterhin gute wirtschaftliche Entwicklung hinzuweisen. **Für zeitweilige Verwirrung sorgten seine Aussagen zu den weiteren möglichen Lockerungsmaßnahmen.** So schloss zwar er eine Serie an weiteren Leitzinssenkungen aus, aber er hielt sich auch die Möglichkeit offen, noch einen weiteren Schritt vorzunehmen.

4. **Berechnungen zum geldpolitisch neutralen Leitzinsniveau sind insbesondere für die Gegenwart schwierig und mit Risiken behaftet.** Die Konjunkturdaten in diesem Jahr deuten unserer Einschätzung nach nicht an, dass sich die Geldpolitik in den restriktiven Bereich vorgewagt hat. Die Inflationsentwicklung des Deflators der privaten Konsumausgaben (ohne Nahrungsmittel und Energie) überraschte vor allem in den ersten Monaten des Jahres auf der unteren Seite und damals hieß es von Seiten der Fed, dass hierfür transitorische Effekte verantwortlich wären. Die anschließenden Berichtsmonate bestätigten unserer Einschätzung nach diese Interpretation. So hat sich seit Anfang des Jahres das Inflationsbild im Grundsatz nicht maßgeblich verändert. Auch die Berechnungen von FOMC-Mitglied Williams zum neutralen Leitzinsniveau haben in diesem Zeitraum keinen anderen Erkenntnisstand gebracht. Nach seinen Analysen dürfte das neutrale Leitzinsniveau im Bereich von ca. 2,50 % liegen. **Vor diesem Hintergrund erscheint ein Versicherungsschritt nicht zwingend zu sein.** Der zweite Grund für einen Versicherungsschritt hat mit einer Erwartungsstabilisierung zu tun: Geldtheoretiker befassen sich seit einiger Zeit mit der Frage, was aus dem insgesamt niedrigen Zinsumfeld für geldpolitische Schlussfolgerungen zu ziehen sind. Ein Ergebnis ist, dass Zentralbankern empfohlen wird, **bei Anzeichen einer konjunkturellen Verlangsamung rasch geldpolitisch zu handeln und hierdurch schon in der Frühphase der Abschwächung die Erwartungen zu stabilisieren.** Problematisch ist bei dieser Argumentation, dass es bislang noch keinerlei deutliche Hinweise darauf gibt, dass die erhöhte Risikowahrnehmung oder das global weiterhin schwache Wachstumsumfeld zu einer spürbaren Wachstumsverlangsamung der US-Wirtschaft geführt haben. Insbesondere die Auslastungsgrade gemessen am Bruttoinlandsprodukt als auch am Arbeitsmarkt scheinen weiterhin eher anzusteigen. Sollten die bestehenden Risiken in den kommenden Monaten nicht in eine konjunkturelle Abschwächung münden, dann kann sich beispielsweise die ohnehin schon problematische Verschuldungssituation der Unternehmen durch die nun wieder expansivere Geldpolitik weiter verschärfen. Materialisieren sich jedoch die Risiken, dann hat die Fed geldpolitisches Pulver schon im Vorfeld unnötig verfeuert. Angesichts von Leitzinsen von nur knapp über 2 % hat die Fed ohnehin nicht viel von diesem geldpolitischen Pulver, würde aber zur Erwartungsstabilisierung möglicherweise mehr Pulver benötigen als in früheren Abschwüngen.

5. **Wir gehen gleichwohl davon aus, dass die Fed noch ein weiteres Mal in diesem Jahr die Leitzinsen senken**



Donnerstag, 1. August 2019

wird. Der wahrscheinlichste Termin ist der nächste Zinsentscheid im September. Voraussetzung hierfür ist, dass sich das globale Wachstumsumfeld nicht bedeutsam aufhellt. Die Prognoserisiken liegen zudem auf der unteren Seite: Sollte sich die US-Wirtschaft (angesteckt vom globalen Wachstumsumfeld) in den kommenden Monaten tatsächlich schwächer als erwartet entwickeln, dann wären noch weitere Leitzinssenkungen durchaus wahrscheinlich.

Autor:

Rudolf Besch

Tel.: 069/7147-5468, E-Mail: rudolf.besch@deka.de.

Disclaimer: Diese Informationen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Auch eine Übersendung dieser Information stellt kein Angebot, Einladung oder Empfehlung dar. Diese Information ersetzt nicht eine (Rechts-, Steuer- und / oder Finanz-) Beratung. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.

Es handelt sich bei dieser Information um unsere im Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuellen Einschätzungen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen oder beruhen (teilweise) aus von uns nicht überprüfaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich etwaiger rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen.

Diese Information inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Donnerstag, 1. August 2019

Anhang

FOMC-Statement vom 31. Juli 2019 (Änderungen beziehen sich auf die vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~May~~June indicates that the labor market remains strong and that economic activity ~~is~~has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although growth of household spending ~~appears to have~~has picked up from earlier in the year, ~~indicators~~growth of business fixed investment ~~have~~has been soft. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation ~~have declined~~remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In ~~support~~light of ~~these goals~~the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures, the Committee decided to ~~maintain~~lower the target range for the federal funds rate ~~at~~to 2-1/4 to 2-1/24 percent. ~~The Committee continues to~~This action supports the Committee's view that sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective ~~are~~are the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook ~~have increased~~. In light of ~~these uncertainties and muted inflation pressures~~, remain. As the Committee ~~contemplates the future path of the target range for the federal funds rate~~, it will ~~closely~~continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion, with a strong labor market and inflation near its symmetric 2 percent objective.

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.

The Committee will conclude the reduction of its aggregate securities holdings in the System Open Market Account in August, two months earlier than previously indicated.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. ~~Voting against the action were~~ Esther L. George and Eric S. Rosengren. ~~Voting against the action was James Bullard~~, who preferred at this meeting to ~~lower~~maintain the target range for the federal funds rate ~~by 25 basis points~~at 2-1/4 to 2-1/2 percent.