

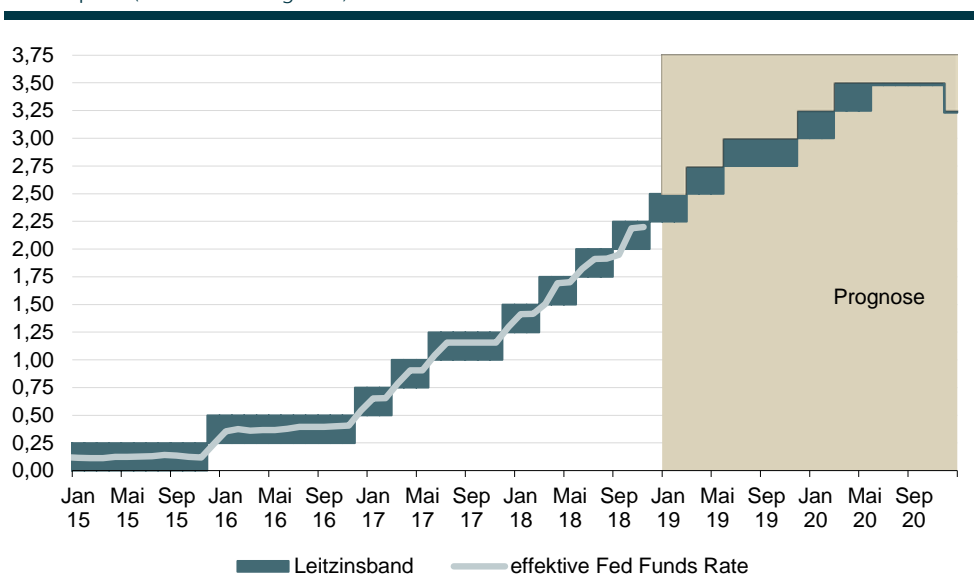
Donnerstag, 20. Dezember 2018

USA: Nur noch wenige Schritte – Finanzmärkte unter Fed-Beobachtung

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend erwartungsgemäß ihr Leitzinsband um 25 Basispunkte auf 2,25 % bis 2,50 % angehoben.
- Erwartungsgemäß ist der avisierte Leitzinspfad für die kommenden Jahre nun um 25 Basispunkte niedriger. Die FOMC-Mitglieder stellen nun nur noch zwei Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr sowie einen weiteren 2020 in Aussicht.
- Die Änderungen im Statement machen deutlich, dass die Fed noch (!) den geldpolitischen Autopiloten eingeschaltet hat. Allerdings stehen globale sowie Finanzmarktentwicklungen unter genauer Beobachtung. Im Zweifel könnte eine Zinserhöhung im März verschoben werden.
- Wir werden voraussichtlich bei unserer nächsten turnusmäßigen Prognoseveröffentlichung Anfang kommenden Jahres ebenfalls den prognostizierten Leitzinspfad nach unten anpassen.

1. Noch vor kurzem schien die Fed sich in einer außerordentlich guten Position zu befinden: Die Wirtschaft wuchs kräftig, ohne dass die Inflationsgefahren spürbar zunahmen. Der US-Aktienmarkt widerstand den Abschwächungstendenzen der meisten anderen Aktienmärkte und die Finanzmärkte schienen sich mit dem avisierten Leitzinspfad der Fed arrangiert zu haben. Dann folgten Ausführungen von Fed-Chef Powell Anfang Oktober, dass sich die Leitzinsen dem neutralen Leitzinsniveau annähern würden und er stellte noch weitere Leitzinsschritte in Aussicht. Im Prinzip war der zusätzliche Informationsgehalt dieser Aussagen gering, aber die US-Aktienmärkte nahmen diese zum Anlass für anhaltende Kursrückgänge. Das Seil, auf dem die Fed balancierte, wurde zudem durch wenig hilfreiche und kritische Kommentare des US-Präsidenten zur Geldpolitik noch dünner. In den kommenden Handelstagen wird sich es zeigen, ob es der Fed gelungen ist, zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten beizutragen. Die ersten Reaktionen an den US-Aktienmärkten waren jedoch negativ. **Wie erwartet erhöhten die FOMC-Mitglieder zwar das Leitzinsintervall um 25 Basispunkte auf ein Intervall von 2,25 % bis 2,50 %.** Zudem blieb es bei der Aussage, dass noch weitere Leitzinserhöhungen bevorstehen. **Die Fed hat also noch nicht den bisherigen geldpolitischen Autopiloten abgeschaltet.** Allerdings wurde auch das Wort „wenige“ eingefügt und der avisierte Leitzinspfad wurde um einen einzigen Schritt im kommenden Jahr gesenkt. Dies bedeutet, dass für 2019 nun zwei Zinsschritte statt bislang drei Erhöhungen geplant sind. Es folgen dann noch ein weiterer Schritt für 2020 sowie ein unverändertes Zinsniveau 2021. Die

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)*



*Hinweis: Annahmegemäß dürfte Mitte 2020 die Fed-Bilanz ein Größe erreichen, die keine weitere Reduzierung erforderlich macht. Zu diesem Zeitpunkt könnte dann nur noch das obere Leitzinsniveau als Leitzins von der Fed verwendet werden. Eine Entscheidung seitens der Fed steht hierzu aber aus.

Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank



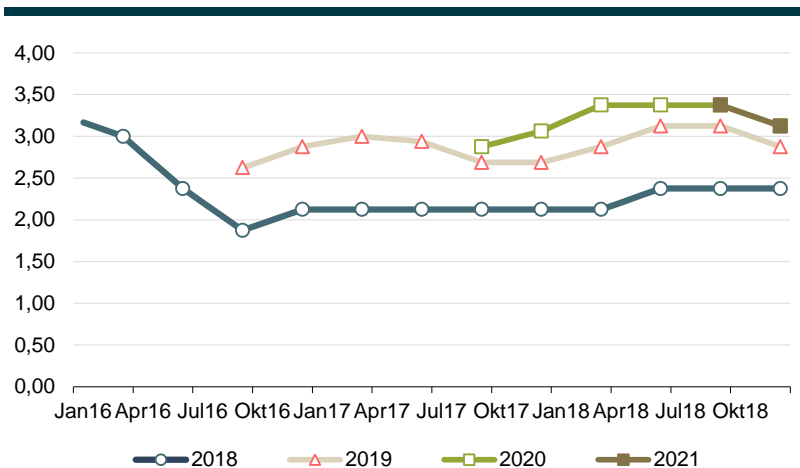
Donnerstag, 20. Dezember 2018

FOMC-Mitglieder betonen nun wieder zukünftige weltwirtschaftliche sowie Finanzmarktentwicklungen genauestens zu beobachten. Dies bedeutet, im Falle von Finanzmarkturbulenzen (oder unerwünscht schwachen globalen Entwicklungen) würde die Fed eine Leitzinserhöhung im März verschieben. **Ohne solche negativen Entwicklungen käme es zu einer Leitzinserhöhung im März, und vermutlich würde dann die Fed die geldpolitischen Autopiloten vollständig abschalten und nur noch auf Sicht fahren.**

2. **Insgesamt hielten sich die Änderungen im Statement in Grenzen (siehe Anhang) und lagen im Rahmen unserer Erwartungen.** Im Statement wird weiterhin von einer starken wirtschaftlichen Entwicklung gesprochen. Verändert wurde bei dieser makroökonomischen Lageeinschätzung nur der Hinweis bezüglich einer unverändert niedrigen Arbeitslosenquote. Im zweiten Abschnitt erfolgte die leichte Änderung der Forward Guidance sowie die genauere Beachtung von globalen und Finanzmarktentwicklungen. Es folgt die Zinserhöhung im dritten Abschnitt. Erstmals mit abgestimmt hat Michelle W. Bowman als neues Board-Mitglied. Gegenstimmen lagen keine vor.

3. **Auch die Änderungen in den makroökonomischen Projektionen waren eher gering.** Etwas schwächer ist der Ausblick für das Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr. Leichte Korrekturen nach unten erfuhren auch die Inflationsprojektionen. Interessant ist die leichte Anhebung des Potenzialwachstums von 1,8 % auf 1,9 %. **Denn gleichzeitig hat sich die Einschätzung der FOMC-Mitglieder hinsichtlich des gleichgewichtigen Leitzinsniveaus von 3,00 % auf 2,75 % verringert.** Allerdings passen diese Änderungen zu den jüngsten Berechnungen von John C. Williams (Fed New York) für das vergangene dritte Quartal. Nach seinen Berechnungen liegen das Potenzialwachstum sogar leicht höher und der neutrale Leitzins leicht tiefer. Zusammen mit dem um 25 Basispunkte verringerten Leitzinspfad bedeutet dies, **dass die Fed weiterhin für 2020 und 2021 eine leicht restriktive Geldpolitik erwartet.** Allerdings sind hier die Median-Werte sehr „dünn“. Nur ein Mitglied muss seine Erwartung nach unten korrigieren und die Medianwerte würden um 25 Basispunkte sinken.

Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder (Median, in %, Jahresende)*



*Datenpunkte entsprechen Veröffentlichungsterminen von FOMC-Projektionen.
 Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

4. **In der anschließenden Pressekonferenz wies Powell auf Anzeichen einer zukünftigen konjunkturellen Verlangsamung hin.** Er merkte an, dass die Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten schärfer geworden wären. Allerdings hätten diese Entwicklungen keine fundamentalen Änderungen am wirtschaftlichen Ausblick zur Folge. Seine Ausführungen zu den jüngsten Inflationsentwicklungen hatten einen Hauch von Unzufriedenheit. Die Inflationsentwicklungen wären leicht schwächer als von den FOMC-Mitgliedern zuvor erwartet. Seiner Einschätzung nach hat das Leitzinsintervall nun den unteren Schätzbereich des neutralen Leitzinses erreicht. Dies wäre angesichts des makroökonomischen Zustands der Volkswirtschaft angemessen. Eine akkommodierende Geldpolitik ist nicht mehr notwendig. Eine politische Einflussnahme auf die geldpolitische Entscheidung wies er von sich.

5. **Wir gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft über die kommenden drei Jahre an Wachstumskraft verliert.**



Donnerstag, 20. Dezember 2018

ren wird. Verantwortlich hierfür sind eine restriktivere Geldpolitik sowie ein Abflauen des Fiskalimpulses von Anfang des Jahres. **Nicht auszuschließen ist, dass hierbei der US-Aufschwung endet und in eine Rezession mündet. Wir erachten die Gefahr einer zu restriktiven Geldpolitik für die US-Wirtschaft als Ganzes als eher gering.** Hingegen könnten die vergangenen Wochen ein Indiz dafür sein, dass der geldpolitische Restriktionsgrad für Teile des Finanzmarktes schon bei einem niedrigeren Leitzinsniveau beginnt als beispielsweise bei den Investitionsentscheidungen der Unternehmen. Dies bedeutet, dass die Gefahr besteht, dass eine für die Finanzmärkte zu restriktive Geldpolitik Ausstrahlungseffekte auf die Gesamtwirtschaft entfaltet und hierdurch eine gesamtwirtschaftliche Rezession erfolgt. Vor diesem Hintergrund ist es aus unserer Sicht nachvollziehbar, dass die Fed den Entwicklungen an den Finanzmärkten erhöhte Aufmerksamkeit zukommen lässt. Die Fed hat sich mit dem nun neu formulierten geldpolitischen Ausblick die Freiheit (zurück-)geholt, relativ rasch den geldpolitischen Ausblick zu ändern. **Sollte die Situation an den Finanzmärkte in den ersten Wochen des neuen Jahres weiterhin von Nervosität geprägt sein, dann kann nun die Fed eine zunächst in Aussicht gestellte Leitzinserhöhung im März aussetzen.** Diese Freiheit hatte sie bei diesem Zinsentscheid noch nicht. Die geldpolitische Entscheidungsfreiheit hat allerdings auch einen Preis: Die Prognoseunsicherheit ist für das Jahr 2019 deutlich höher als für 2018. Selbst eine Leitzinssenkung ist für das kommende Jahr nicht vollkommen auszuschließen. Unser bisheriger geldpolitischer Ausblick enthielt für das kommende Jahr drei und für 2020 noch eine weitere Leitzinserhöhung. Wir werden beginnend mit dem neuen Jahr hieran eine Änderung vornehmen.

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, 20. Dezember 2018

Anhang

FOMC-Statement vom 19. Dezember 2018 (Änderungen beziehen sich auf vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~September~~November indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a strong rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has ~~declined~~remained low. Household spending has continued to grow strongly, while growth of business fixed investment has moderated from its rapid pace earlier in the year. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. Indicators of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee ~~expects~~judges that some further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. ~~Risks~~The Committee judges that risks to the economic outlook ~~appear~~are roughly balanced, but will continue to monitor global economic and financial developments and assess their implications for the economic outlook.

In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to ~~maintain~~raise the target range for the federal funds rate ~~at 2~~ to 2-1/4 to 2-1/2 percent.

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.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Mary C. Daly; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.



Donnerstag, 20. Dezember 2018

Fed-Projektionen*

	2018	2019	2020	2021	langfristig
Bruttoinlandsprodukt					
Mrz 18	2,7	2,4	2,0		1,8
Jun 18	2,8	2,4	2,0		1,8
Sep 18	3,1	2,5	2,0	1,8	1,8
Dez 18	3,0	2,3	2,0	1,8	1,9
Arbeitslosenquote					
Mrz 18	3,8	3,6	3,6		4,5
Jun 18	3,6	3,5	3,5		4,5
Sep 18	3,7	3,5	3,5	3,7	4,5
Dez 18	3,7	3,5	3,6	3,8	4,4
PCE-Deflator					
Mrz 18	1,9	2,0	2,1		2,0
Jun 18	2,1	2,1	2,1		2,0
Sep 18	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0
Dez 18	1,9	1,9	2,1	2,1	2,0
PCE-Deflator (Kern)					
Mrz 18	1,9	2,1	2,1		
Jun 18	2,0	2,1	2,1		
Sep 18	2,0	2,1	2,1	2,1	
Dez 18	1,9	2,0	2,0	2,0	
Fed Funds Target Rate					
Mrz 18	2,13	2,88	3,38		2,88
Jun 18	2,38	3,13	3,38		2,88
Sep 18	2,38	3,13	3,38	3,38	3,00
Dez 18	2,38	2,88	3,13	3,13	2,75

*4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte, Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten
 Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank