



Donnerstag, 2. Mai 2019

USA: Leitzinssenkung? Nein, nur eine technisch bedingte Anpassung am Zinssatz für Überschussreserven

■ Die Fed hat beim gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß das Leitzinsintervall mit 2,25 % bis 2,50 % nicht verändert. Allerdings gab es eine technisch bedingte Senkung des Zinssatzes für Überschussreserven um 5 Basispunkte auf 2,35 %.

■ Das angepasste Statement wird einerseits dem überraschend starken Wirtschaftswachstum des ersten Quartals gerecht. Es wird aber auch auf die Schwäche bei den privaten Konsumausgaben und den Investitionen verwiesen. Neu ist der Hinweis, dass beide Inflationsraten des Deflators der privaten Konsumausgaben unterhalb der Zielmarke von 2 % notieren. Dieser Hinweis erhöhte die Spekulationen an den Finanzmärkten für eine Leitzinssenkung in den kommenden Quartalen.

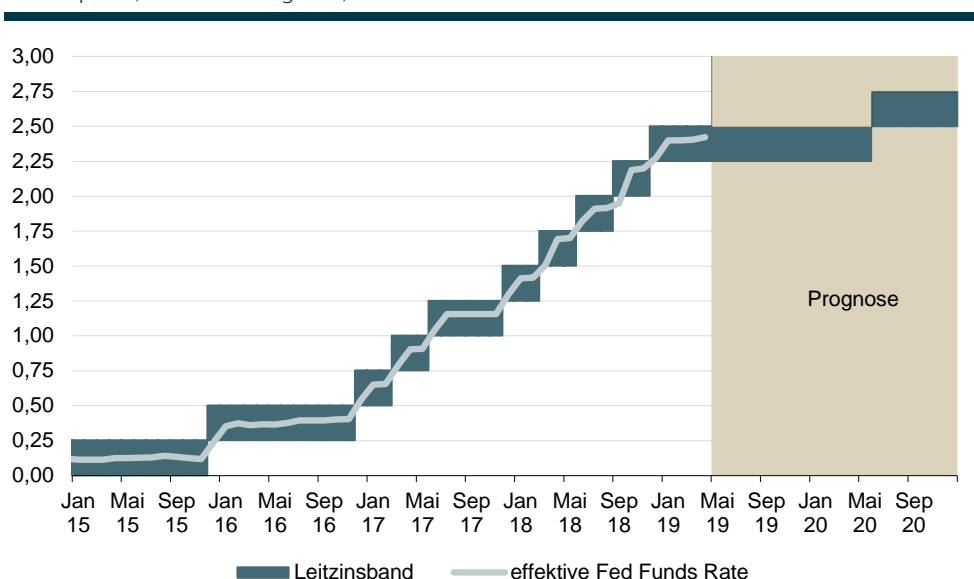
■ Mit der anschließenden Pressekonferenz gingen diese Spekulationen wieder zurück. Fed-Chef Powell signalisierte, dass für die niedrigeren Inflationsraten transitorische Effekte verantwortlich waren.

■ Derzeit wird an den Finanzmärkten eher mit Leitzinssenkungen in den kommenden Quartalen gerechnet. Solch ein Szenario wäre denkbar, wenn die Inflationsrate anhaltend im Bereich von 1,5 % notieren sollte. Die derzeitigen zyklischen Preiskomponenten des Deflators der privaten Konsumausgaben widersprechen solch einem Szenario. .

1. **Wie allgemein erwartet haben die FOMC-Mitglieder gestern Abend die Leitzinsen nicht verändert. Somit hat das Leitzinsintervall von 2,25 % bis 2,50 % weiterhin Bestand.** 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 Juni veröffentlicht. **Eine technische Anpassung gab es für den Zinssatz für Überschussreserven** (Interest Rate of Excess Reserve, IOER). Dieser wurde um 5 Basispunkte auf 2,35 % gesenkt. **Hintergrund hierfür ist, dass es für die Fed seit dem Zinsentscheid im März immer schwieriger wurde, die effektive Fed Funds Rate in der Mitte des angestrebten Leitzinsintervalls zu halten.** Seither stieg die effektive Fed Funds Rate auf Tagesbasis um 5 Basispunkte. Die nun erfolgte Anpassung des IOER ist im Prinzip die dritte dieser Art. Allerdings erfolgten die beiden vorherigen (im vergangenen Jahr) stets bei einer Anhebung des Leitzinsintervalls und der IOER wurde hierbei nur um 20 Basispunkte angehoben. Die Anpassungen im Statement entsprachen weitgehend unseren Erwartungen.

2. Im **ersten Abschnitt** findet wie üblich die makroökonomische Lagebeschreibung statt (siehe Anhang). Insbesondere die überraschend gute wirtschaftliche Entwicklung des ersten Quartals wurde nun berücksichtigt. Allerdings fand auch die schwä-

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank



Donnerstag, 2. Mai 2019

chere Konsumdynamik der privaten Haushalte sowie die schwächere Investitionsdynamik der Unternehmen Eingang im Statement. **Neu ist auch der Hinweis, dass beide Inflationsraten des Deflators der privaten Konsumausgaben unterhalb der Zielmarke von 2 % notieren. Hierdurch nahmen die Spekulationen an den Finanzmärkten für eine Leitzinssenkung in den kommenden Quartalen weiter zu.** Die Abschnitte zwei und drei wurden nicht verändert und der Zinsentscheid wurde einstimmig gefällt. Neu ist hier die Bezeichnung von „Chair“ statt „Chairmen“ in dem Statement.

3. **In der anschließenden Pressekonferenz fand dann an den Finanzmärkten eine Kehrtwende statt:** Fed-Chef Powell machte deutlich, dass die Senkung des IOER tatsächlich keinen geldpolitischen Schwenk darstellt. **Zudem deutete er an, dass die zuletzt niedrigeren Inflationsraten transitorisch sein dürften.** Eine etwas genauere Analyse der jüngsten Entwicklung des PCE-Deflators nehmen wir weiter unten vor. Powell zeigte sich ebenfalls optimistisch, dass die Schwäche beim Konsum und den Investitionen im ersten Quartal vorübergehender Natur sein dürften.

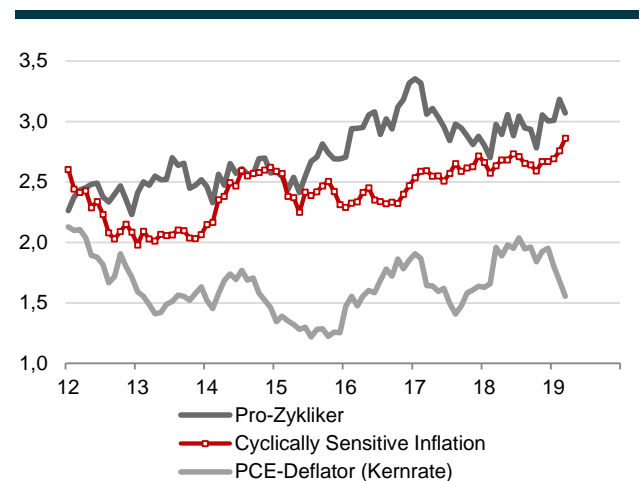
4. **Wir mussten seit Dezember vergangenen Jahres mehrfach unsere Einschätzung zur Fed revidierten.** Diese Änderungen betrafen nicht nur unseren Leitzinsausblick, sondern auch die Reaktionsfunktion der Fed. So gingen wir noch vor kurzem davon aus, dass nur in einem Negativszenario mit einer überraschend schwachen Konjunkturerwicklung (bspw. wegen eines exogen Schocks) zeitnahe Leitzinssenkungen in diesem Jahr denkbar wären. **An den Finanzmärkten wird seit März diesen Jahres kontinuierlich eine halbe bis ganze Leitzinssenkung für dieses Jahr eingepreist** (und für das kommende Jahr wird eine weitere Senkung gehandelt). Angesichts der jüngsten starken Konjunkturdaten erscheinen diese Erwartungen übertrieben zu sein: Die Fed wird aller Voraussicht nach in diesem Jahr **nicht konjunkturbedingt** die Leitzinsen senken müssen.

Anzahl der erwarteten Leitzinsschritte*



*abgeleitet aus den Fed Funds Future Rates.
 Quellen: Bloomberg, DekaBank

PCE-Deflator*



*Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat, in Prozent
 Quellen: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve of San Francisco, James H. Stock und Mark W. Watson: "Slack and Cyclically Sensitive Inflation", DekaBank

5. **Mitte April haben zwei FOMC-Mitglieder auf ein anderes Szenario verwiesen:** Sowohl Charles Evans, Präsident der regionalen Fed Chicago, als auch Robert Kaplan, Präsident der regionalen Fed Dallas, wiesen darauf hin, dass eine dauerhafte niedrige Inflationsrate von etwa 1,5 % und niedriger eine Leitzinssenkung erforderlich machen könnte. Zwar sind beide Präsidenten derzeit nicht stimmberechtigt. Aber insbesondere die Meinung von Kaplan dürfte innerhalb der Fed Gewicht haben sowie repräsentativ sein. Denn er hatte hinsichtlich des geldpolitischen Ausblicks schon im Spätsommer vergangenen Jahres und damit früher als seine Kollegen eine vorsichtigere Tonalität in seinen Interviews gewählt. Wie üblich beziehen sich die FOMC-Mitglieder auf den Deflator der privaten Konsumausgaben und für dessen mittelfristigen Ausblick ist dessen Kernrate (also ohne Nahrungsmittel und Energie) ein wichtiger Indikator. **Auffallend deutlich ist hiernach die Inflationsrate zuletzt gesunken und lag im März mit 1,55 % denkbar knapp oberhalb der von Kaplan und Evans genannten Marke.** Ein genauerer Blick zeigt aber, dass hierfür Sondereffekte verantwortlich waren. Ende 2017 wurde von der regionalen Fed San



Donnerstag, 2. Mai 2019

Francisco eine Berechnung vorgestellt, in der die Teilbereiche des Deflators danach sortiert wurden, ob sie einen Zusammenhang mit dem Auslastungsgrad der Volkswirtschaft haben und damit zyklisch beeinflusst werden oder nicht. Die Inflationsentwicklung der „Pro-Zykliker“ ist dann aus geldpolitischer Sicht relevant, da beeinflussbar. Im Sommer vergangenen Jahres folgte dann eine ähnliche Berechnungsmethode von James H. Stock und Mark W. Watson (Cyclically Sensitive Inflation). Beide Berechnungsmethoden zeigen, dass der jüngste Inflationsrückgang nicht etwa auf die zyklischen Preiskomponenten des Deflators zurückzuführen ist. Im Falle der „Cyclically Sensitive Inflation“ lag im März sogar ein neuer zyklischer Hochpunkt vor. **Eine Leitzinsenkung lässt sich aus der schwächeren Inflationsrate des PCE-Deflators (Kernrate) daher nicht ableiten.**

6. Gleichwohl liefern die zyklischen Preiskomponenten des PCE-Deflators für die Fed keinen hinreichend Handlungsdruck, zeitnah die Leitzinsen anzuheben. Denn im Vergleich zu den vorherigen Endphasen der früheren Konjunkturzyklen sind die aktuellen Inflationsraten immer noch beruhigend niedrig. Damals erreichten die beiden Inflationsraten Werte von ca. 4 %. Wir gehen derzeit davon aus, dass im kommenden Jahr eine weitere Leitzinserhöhung erfolgen wird. Dieser Zinschritt wäre noch erforderlich um das Leitzinsintervall auf den von den FOMC-Mitgliedern geldpolitisch neutralen Bereich zu heben.

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 überprüfbaren, 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, 2. Mai 2019

Anhang

FOMC-Statement vom 02. Mai 2019 (Änderungen beziehen sich auf die vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~January~~March indicates that the labor market remains strong ~~but~~and that ~~growth of~~ economic activity ~~has slowed from its~~ rose at a solid rate ~~in the fourth quarter.~~ Payroll employment was little changed in ~~February, but job-~~ Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. ~~Recent indicators point to slower growth~~Growth of household spending and business fixed investment ~~slowed~~ in the first quarter. On a 12-month basis, overall inflation ~~has declined, largely as a result of lower energy prices;~~and inflation for items other than food and energy ~~remains near~~have declined and are running below 2 percent. On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months, and 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 of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes. In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.

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~~Chair; John C. Williams, Vice ~~Chairman~~Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren.