

Dienstag, 30. Mai 2017

USA:

Inflation auf dem Rückmarsch – Fed dürfte dennoch im Juni die Leitzinsen anheben

■ Die Jahresveränderungsrate des Deflators der privaten Konsumausgaben sank im April auf 1,7 %. Damit entfernt sich das wichtigste Inflationsmaß der Fed wieder etwas von seiner Zielmarke. Die für den mittelfristigen Ausblick aussagekräftigere Kernrate notierte mit 1,5 % ebenfalls niedriger als im Vormonat.

■ Die Ausgaben der privaten Haushalte sowie die persönlichen Einkommen nahmen im April im Vormonatsvergleich um jeweils 0,4 % zu.

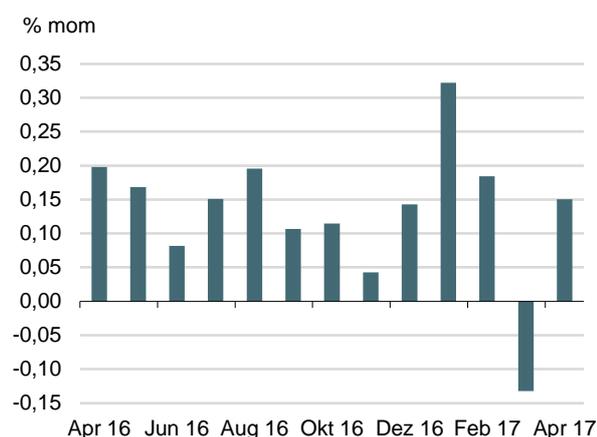
■ Mittels einer Taylor-Regel lässt sich zeigen, dass geldpolitisch die wieder schwächere Inflationsrate von einer stärkeren Entwicklung am Arbeitsmarkt nahezu kompensiert wird. Das Festhalten der Fed am graduellen Leitzinserhöhungspfad ist daher nachvollziehbar.

1. **Das wichtigste Inflationsmaß der Fed ist der Deflator der privaten Konsumausgaben.** Sieht man vom Februar dieses Jahres ab, dann notiert dieses Inflationsmaß seit Mai 2012 unterhalb der Zielmarke von 2 %. Im April hat sich der Abstand wieder vergrößert. Die Inflationsrate sank von 1,9 % auf 1,7 % (Bloomberg-Umfrage: 1,7 %, DekaBank: 1,6 %). Im Vergleich zum Vormonat stieg der Deflator um 0,2 % an (Bloomberg-Umfrage: 0,2 %; DekaBank: 0,1 %). Zwar wird die Inflationsrate des Gesamtdeflators von der Fed als Zielmarke verwendet, aber der mittelfristige Inflationsausblick lässt sich mithilfe der Kernrate (also ohne Lebensmittel und Energie) besser ableiten. Auch nach dieser statistischen Abgrenzung ist die Inflationsrate gesunken und zwar von 1,6 % auf 1,5 % (Bloomberg-Umfrage und DekaBank: 1,5 %). Gegenüber dem Vormonat stieg der Deflator um 0,2 % (Bloomberg-Umfrage und DekaBank: 0,1 %). Die Preisentwicklung im März und im April war schwächer als ursprünglich von uns erwartet. Daher dürfte die Inflation, berechnet mithilfe der Kernrate, erst zum Ende des Jahres in die Nähe von 2 % ansteigen. **Immerhin könnte der April den Inflationstiefpunkt für dieses Jahr markieren.**

2. **Im April stiegen die Konsumausgaben der privaten Haushalte um 0,4 % gegenüber dem Vormonat** (Bloomberg-Umfrage und DekaBank: 0,4 %). Nach einer schwächeren Konsumdynamik zu Beginn des Jahres hellen sich die Aussichten für das zweite Quartal weiter auf. Durchaus möglich ist, dass der private Konsum im zweiten Quartal nach einer Beinah-Stagnation zuvor um 3,0 % bis 3,5 % (qoq, ann.) ansteigt. Hierzu trägt insbesondere die gute Einkommensentwicklung bei. Die persönlichen Einkommen nahmen im April erwartungsgemäß um 0,4% gegenüber dem Vormonat zu (Bloomberg-Umfrage und DekaBank: 0,4 %). Überraschend kräftig war hierbei die Lohn- und Gehaltsentwicklung (0,6 % mom). Die Sparquote verharrte zum zweiten Mal in Folge bei 5,3 %.

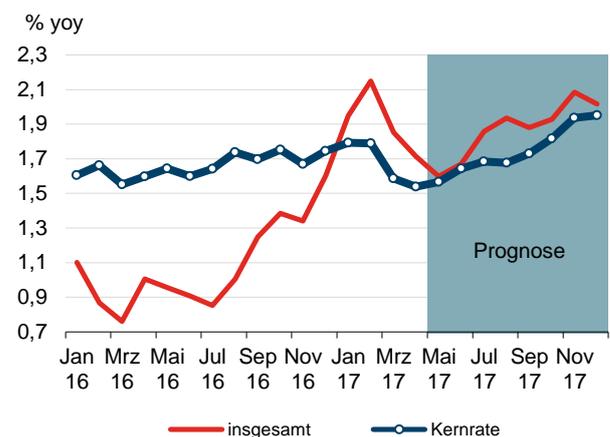
3. **FOMC-Mitglied John Williams gab kürzlich ein längeres Bloomberg-Interview.** Hierin wurde er hinsichtlich seiner

Deflator der privaten Konsumausgaben (Kernrate)



Quelle: Conference Board;; DekaBank

Deflator der privaten Konsumausgaben



Quelle: Bureau of Economic Analysis; DekaBank



Dienstag, 30. Mai 2017

Einschätzung zur Divergenz zwischen den jüngsten Inflations- und Arbeitsmarktentwicklungen befragt. Seiner Meinung nach handelt es sich beim Rückgang der Inflationsrate nur um ein temporäres Phänomen, welches durch die gute Arbeitsmarktentwicklung kompensiert wird. Hierbei verwies er explizit auf die gesunkene Arbeitslosenquote. Der Zusammenhang zwischen Inflation, Arbeitsmarkt und Geldpolitik wird üblicherweise mit der sogenannten Taylor-Regel dargestellt. Je nach Auslegung fließen in dieser die Inflationsrate sowie die Arbeitslosenquote ein. Tendenziell gilt: Je höher die Inflationsrate bzw. je niedriger die Arbeitslosenquote umso höher sollte das Leitzinsniveau sein. Zentralbankchefin Yellen hat sich stets skeptisch über die praktische Anwendbarkeit solch einer Regel ausgesprochen. Dennoch gab sie in einer Rede im März 2015 eine Beispielrechnung vor. Diese sollte das zögerliche Verhalten der Fed erklären. Gemessen an der damaligen Beispielrechnung müsste das aktuelle Leitzinsband nicht bei 0,75 % bis 1,00 % liegen, sondern bei 1,75 % bis 2,00 %. Der Hinweis von Williams, dass sich die jüngsten Entwicklungen von Arbeitsmarkt und Inflation nahezu kompensieren würden, kann mit dieser Berechnung immerhin bestätigt werden. Beachtlich ist diese Argumentation dennoch. Denn im vergangenen Jahr schien jede unerwünschte makroökonomische Entwicklung ausreichend für ein Ausbleiben einer Leitzinserhöhung. **Wir gehen daher weiterhin davon aus, dass die Fed im Juni den nächsten Zinsschritt vornehmen wird.** Es dürften ein weiterer beim Zinsentscheid im September sowie eine anschließende Zinserhöhungspause folgen. In diesem Zeitfenster fällt der Beginn der Bilanzreduzierung, die ebenfalls einer geldpolitischen Straffung entspricht.

USA: „Yellen's“-Taylor-Regel“ und der Leitzinspfad*

