



Dr. Andreas A. Busch
Senior Analyst Economic Research

Analyse

Fed auf Normalisierungskurs

14. Juni 2018

www.bantleon.com

Die Fed hat gestern wie erwartet das Leitzinsband um 25 Bp auf 1,75% bis 2,00% angehoben. Daneben hat sie einige Anpassungen in ihren Erläuterungen zum Zinsentscheid vorgenommen. Neben der freundlicheren Bewertung der aktuellen konjunkturellen Lage fällt vor allem die Modifikation des Zinsausblicks auf: Die bislang gebetsmühlenartig wiederholte Einschätzung, die Leitzinsen könnten noch längere Zeit unter dem neutralen Niveau bleiben (das die Fed auf knapp 3,00% veranschlagt), wurde aus dem Statement gestrichen.

Notenbankpräsident *Jerome Powell* stellte jedoch in seiner Pressekonferenz klar, dass trotz dieser Anpassungen der geldpolitische Ausblick unverändert geblieben ist. Nach wie vor erwarte das FOMC, dass die Leitzinsen auch künftig nur graduell angehoben werden müssen. Eine straffere Gangart als bisher fasse man nicht ins Auge.

Makro-Prognosen der Fed*: Konjunktur- und Inflationsausblick haben sich kaum verändert

	2018	2019	2020
BIP-Wachstum	2,8 (2,7)	2,4 (2,4)	2,0 (2,0)
Arbeitslosenquote	3,6 (3,8)	3,5 (3,6)	3,5 (3,6)
Kerninflationsrate	2,0 (1,9)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
Leitzinsen	2,4 (2,1)	3,1 (2,9)	3,4 (3,4)

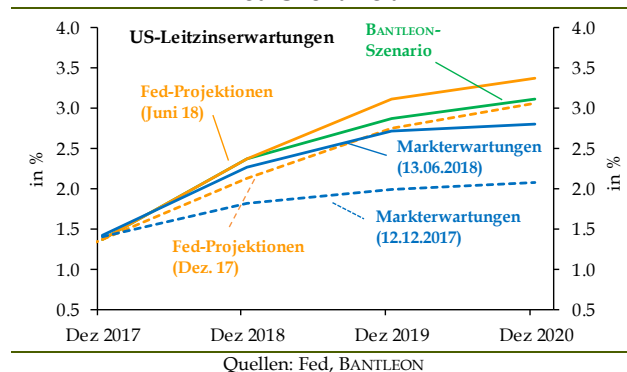
Quelle: Fed, *Durchschnitt Q4 in %, Median, in Klammern
Projektionen vom März 2018

Er nahm dabei auch Bezug auf die aktualisierten Leitzinsprojektionen, die dieser Einschätzung auf den ersten Blick widersprechen: Sowohl für Ende 2018 als auch Ende 2019 ist der Median der 15 Offenmarktausschussmitglieder um 25 Bp nach oben gesprungen (vgl. Tabelle oben). Diese Bewegung überzeichnet jedoch laut *Powell* die erfolgten Anpassungen. Die meisten FOMC-Mitglieder haben ihre Prognosen

nicht korrigiert. Diese Einschätzung bestätigt sich, wenn man statt auf den Median auf den arithmetischen Durchschnitt blickt – hier haben sich die Werte für Ende 2018 und Ende 2019 nur marginal um jeweils 5 Bp bzw. 4 Bp erhöht.

Vor diesem Hintergrund sind die Modifikationen im Statement lediglich als eine notwendige Anpassung an die Realität anzusehen. Das Inflationsziel ist inzwischen nahezu erreicht und das Vollbeschäftigungsziel sogar übererfüllt. In diesem Umfeld ist die »Forward Guidance« nicht mehr erforderlich, die seinerzeit in der schweren Rezession eingeführt wurde, um einen zusätzlichen expansiven Impuls zu setzen. Letztlich ist diese Anpassung ein weiterer Schritt zur Normalisierung der Geldpolitik.

Abb. 1: Markterwartungen nähern sich dem Fed-Szenario an

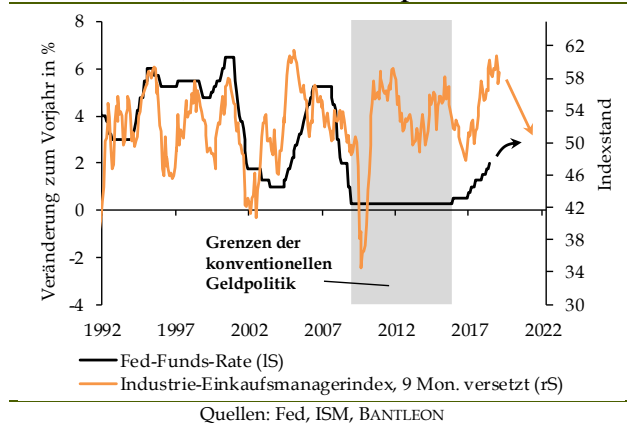


Quellen: Fed, BANTLEON

Wie sehen die Leitzinsprojektionen der FOMC-Mitglieder konkret aus? In diesem Jahr rechnen die Währungshüter mit zwei weiteren Anhebungen um 25 Bp und 2019 mit drei zusätzlichen Zinsschritten. Ende 2018 wird der Mittelwert der Leitzinsbandbreite entsprechend bei 2,375% gesehen, Ende 2019 bei 3,125% (aktuell: 1,875%). Was das laufende Jahr betrifft, haben sich die Projektionen der Fed damit

unseren Prognosen angepasst. Für das kommende Jahr gehen sie inzwischen sogar darüber hinaus. Wir rechnen 2019 nur mit zwei 25-Bp-Zinsschritten (vgl. Abb. 1).

Abb. 2: Wenn die Konjunktur deutlich an Schwung verliert, wird der Leitzinspfad flacher



Nicht nur gegenüber unseren Prognosen tut sich damit eine Lücke auf. Auch im Vergleich zu den

Leitzinserwartungen, die an den Geldterminmärkten eskomptiert sind, zeigen sich Differenzen. Während die Fed bis Ende 2019 mit fünf 25-Bp-Zinsschritten rechnet, gehen die Geldterminmärkte nur von rund dreieinhalb Anhebungen aus (vgl. Abb. 1).

Kurzfristig besteht somit bei den Fed-Funds-Futures nach wie vor Korrekturpotential für weiter anziehende Renditen. Längerfristig sehen wir es indes als wahrscheinlich an, dass die Leitzinserhöhungserwartungen sowohl an den Terminmärkten als auch bei der Fed wieder nach unten wandern. Schliesslich folgt der Leitzinspfad im Grossen und Ganzen der Konjunkturdynamik (vgl. Abb. 2). Und hier zeigen unsere Frühindikatoren für die kommenden Quartale eine merkliche Abschwächung an (vgl. unsere Analyse vom 3. Mai 2018: *US-Zinserhöhungszyklus geht weiter – noch*). Entsprechend sollte sich der Leitzinspfad verflachen: Nach drei 25-Bp-Zinsschritten 2017 und vier 25-Bp-Zinsschritten 2018 rechnen wir im kommenden Jahr nur noch mit zwei Leitzinsanhebungen.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.