



Dr. Andreas A. Busch
Senior Economist

Analyse

Fed am Ende ihres Lateins

17. September 2020

www.bantleon.com

Bereits Ende August hatte der Offenmarktausschuss der US-Notenbank seine überarbeiteten langfristigen Ziele bekannt gegeben. **Die gestrige FOMC-Sitzung nutzten die Währungshüter, um ihre Forward Guidance an diese geänderte Strategie anzupassen.** Beim Leitzinsausblick heisst es jetzt in Anlehnung an die Formulierungen der langfristigen Ziele, dass am aktuellen Tiefzinsniveau so lange festgehalten wird, »bis Vollbeschäftigung erreicht wurde, die Inflationsrate auf 2% gestiegen ist und sich die Teuerung auf Kurs befindet, die 2%-Marke für einige Zeit moderat zu überschreiten«. Das klingt auf dem ersten Blick nach einer hohen Hürde für Leitzinserhöhungen. Letztlich ist es aber eine eher weiche Kopplung an das neue Inflationsziel. So muss die Fed nicht warten, bis die 2%-Marke für längere Zeit überschritten wurde – es reicht die Aussicht darauf. Gleichzeitig ist das Vollbeschäftigungsziel nicht exakt zu quantifizieren und bietet damit einigen Interpretationsspielraum. Die Währungshüter haben sich entsprechend insgesamt relativ grosse Bewegungsfreiheit bewahrt, wenn es um den Zeitpunkt für die erste Zinserhöhung geht.

Was die Käufe von US-Staatsanleihen und Hypothekenpapieren betrifft, gab es keine wesentlichen Neuigkeiten: »Die Käufe werden mit mindestens dem aktuellen Tempo fortgesetzt«, das sich auf rund 120 Mrd. USD pro Monate beläuft. Wie lange das Kaufprogramm Bestand haben soll, bleibt damit weiterhin offen. Eine Kopplung an die makroökonomische Entwicklung – wie beim Zinsausblick – wurde nicht vorgenommen. Auch auf eine Nachfrage in der Pressekonferenz gab *Jerome Powell* dazu keine weiteren Auskünfte. Hier will sich die Fed offensichtlich nicht festlegen, sondern flexibel bleiben. Daneben wird die aktuell breit gefächerte Laufzeitstruktur der Treasurykäufe beibehalten – die im Raum stehende Fokussierung auf lange Laufzeiten ist ausgeblieben.

Ebenfalls nahezu unverändert wiederholt wurde im FOMC-Statement die Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen Lage. Zwar habe die Konjunktur in

den vergangenen Monaten wieder angezogen – das Aktivitätsniveau liege aber nach wie vor deutlich unter dem vom Jahresanfang. Bekräftigt wurde auch die Einschätzung, die Coronakrise stelle ein erhebliches Risiko für den Ausblick dar.

Ungeachtet dieser weiterhin skeptischen Einschätzung gab es bei den turnusgemäss veröffentlichten Makroprognosen einige Anpassungen. Angesichts der bis zuletzt mehrheitlich positiv überraschenden Konjunkturdaten und der höher als erwarteten Inflationszahlen waren entsprechende Korrekturen unumgänglich (vgl. Tabelle unten). So fällt nun der für das laufende Jahr erwartete BIP-Rückgang kleiner aus und die Arbeitslosenquote wird am Ende dieses und der nächsten Jahre tiefer liegen als noch im Juni veranschlagt. Im Gegenzug rechnen die Währungshüter mit etwas höheren Inflationsraten, wobei die 2%-Marke aber erst in drei Jahren erreicht werden soll. Bei den Leitzinsen haben sich die Erwartungen der FOMC-Mitglieder entsprechend dieses zurückhaltenden Teuerungsausblicks nicht geändert. Bis zum Ende des Prognosehorizonts, der im Rahmen dieser Sitzung um ein Jahr auf 2023 ausgeweitet wurde, geht die grosse Mehrheit der Währungshüter (13 von 17) von keiner Zinserhöhung aus.

Fed musste Makro-Prognosen nach oben korrigieren

	Q4/20	Q4/21	Q4/22	Q4/23	Langfristig
BIP-Wachstum*	-3,7 (-6,5)	4,0 (5,0)	3,0 (3,5)	2,5	1,9 (1,8)
Arbeitslosenquote**	7,6 (9,3)	5,5 (6,5)	4,6 (5,5)	4,0	4,1 (4,1)
Kerninflation*	1,5 (1,0)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	2,0	/
Fed Funds Rate**	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1	2,5 (2,5)

Quelle: Federal Reserve; * in % gegenüber Vorjahr; ** in %; in Klammern Prognosen vom Juni 2020

Mit der neu formulierten und zeitlich ausgedehnten Forward Guidance setzt die Fed ein weiteres Zeichen, dass sie alles in ihre Macht stehende tut, um die

Inflation durch eine Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik anzukurbeln. Namhafte Impulse kann sie auf diesem Weg jedoch kaum noch bewirken. Denn die Terminmärkte gehen bereits jetzt von Nullzinsen für lange Zeit aus und Negativzinsen hat die Fed eine klare Absage erteilt. Wenn die Leitzinsen aber nicht ins Negative gesenkt werden sollen, besteht für die Zinsen am langen Ende ebenfalls kaum noch Abwärtspotenzial. Damit verliert auch das Schwert umfangreicherer Anleihenkäufe als Instrument zur Ankurbelung der Wirtschaft an Schärfe. **Mithin zeigt sich, dass sich die Fed bestenfalls noch Zinsanstiegen entgegenstellen kann - zusätzlich anschieben kann sie die Wirtschaft auf diesem Weg indes nicht. Die Notenbanker sehen sich folglich immer mehr am Ende ihres Lateins.** Anstelle der Geldpolitik wird stattdessen die Fiskalpolitik - wie bereits in diesem Jahr geschehen - eine grössere Rolle spielen müssen.

Hinsichtlich des wirtschaftlichen Ausblicks für die kommenden Jahre sind wir allerdings weniger skeptisch als die Fed. Wir gehen von einer dynamischeren konjunkturellen Erholung aus, nicht zuletzt weil es im aktuellen Abschwung nicht zu einer sich selbstverstärkenden Abwärtsspirale gekommen ist. Anders als nach »normalen« Rezessionen sollte daher auch die Inflation wieder schneller anziehen. **Die 2%-Marke könnte entsprechend schon vor Ende 2023 erreicht werden, womit eine zentrale Bedingung für Zinserhöhungen erfüllt wäre.** Diese Aussicht dürfte an den Terminmärkten dazu führen, dass die aktuell extrem zurückhaltenden Leitzinserwartungen nach oben korrigiert werden, was Aufwärtsdruck auf die Treasuryrenditen ausüben würde.

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.