

Quo vadis, Fed? - Auch Zinssenkung denkbar!

Das FOMC der amerikanischen Notenbank hat am 21. September die Tür für eine Zinserhöhung noch in diesem Jahr weiter geöffnet. Gleichzeitig signalisieren ihre neuen Makro- und Zinsprojektionen eindeutig „dovishe“ Signale. Es überrascht deshalb nicht, dass der Geldmarkt von einer Zinserhöhung nicht überzeugt ist. Aktuell wird dessen Wahrscheinlichkeit auf ca. 50% gepreist. Bis jetzt wird noch ausgeschlossen, dass der nächste Schritt der Fed eine Zinssenkung sein könnte. Wir sehen sehr gute Argumente, dies als alternativ mögliche Entwicklung ernsthaft in Erwägung zu ziehen. Die wichtigsten Argumente hierfür sind:

1) FOMC senkt stetig den vorgesehenen Pfad für Zinsen



Seit Anfang 2012 hat das FOMC seine Projektionen für den Pfad der Fed Funds kontinuierlich gesenkt. Seit März 2015 fiel der Median für 2016 von 2.5% auf 0,625%. Für 2017 sind die Revisionen noch markanter. Der Grund ist immer wieder der gleiche: Die erwarteten Raten für Wachstum und/oder Inflation waren zu hoch und mussten gesenkt werden.

Der mittelfristige Pfad der Fed Funds Futures liegt auch jetzt viel niedriger. Der Markt folgt den Statements der Fed schon lange nicht mehr. Auch die Fed ist extrem verunsichert und hat immer weniger Vertrauen in die eigenen Einschätzungen. Die wichtigste Fehlprognose war bisher, dass die Lohnerhöhungsrate nicht mit fallender Arbeitslosigkeit gestiegen ist - die sog. Phillipskurve ist seit über einem halben Jahrzehnt flach geblieben.



2) Nächste Reduktion der Prognosen absehbar

Wegen dieser Verunsicherung wird betont, man werde erst noch abwarten, bis die wirtschaftliche Entwicklung in den nachfolgenden Monaten den (optimistischen) Erwartungen entsprechen wird und erst dann die beabsichtigte Zinserhöhung beschließen. So auch wieder am 21. September. Höchstwahrscheinlich sind die neuen Prognosen für Wachstum und PCE-Kerninflation in 2016 wieder zu hoch. Um den Wert von 1.8% ggü. Vj. für das GDP in Q4 zu erreichen, müsste das Wachstums wesentlich stärker ausfallen, als zur Zeit die Wachstumsprognosen der Federal Reserve Banken von Atlanta und New York indizieren, die auf ca. 1,4% ggü. Vj. in Q4 hinauslaufen.



Dass die erwartete Kerninflation von 1,7% ggü. Vj. in Q4 erreicht wird ist realistischer. Die

Beschleunigung kommt aber wesentlich aus steigenden Kosten für Gesundheitsausgaben und Wohnungsmieten. Erstere sind administrativ bedingt und kein Marktprozess und letztere würden von steigenden Zinsen und seiner dämpfenden Wirkung auf Bauinvestitionen eher noch weiter begünstigt, weil das Wohnungsangebot weniger zunehmen würde.

Ein wichtiger Transmissionskanal der Geldpolitik läuft über die Beeinflussung der Finanzierungskosten der Investitionen. Höhere Zinsen würden allgemein die Investitionsneigung dämpfen. Da die Ausrüstungsinvestitionen schon seit einem Jahr schrumpfen, würde eine Zinserhöhung die Abschwächung prozyklisch verstärken. Es entstehen also wichtige Argumente gegen eine Zinserhöhung, zumal Präsidentin Yellen betont, die aktuelle Geldpolitik sei wegen der gesunkenen neutralen Zinsrate nur geringfügig akkommodativ. Bei wieder nachlassendem Wachstum in Q4 (Nowcasting FRB NY: 1,3% saar ggü. Vq.) sollte man daran festhalten.

3) Die Zahl der „Tauben“ im FOMC nimmt zu

Das Lager der Tauben im FOMC wird größer. Im Juni sahen alle 17 Mitglieder mindestens eine Zinserhöhung von $\frac{1}{4}\%$ in diesem Jahr, davon sprachen sich 11 für zwei oder mehr Erhöhungen aus. Im September wollen drei dieses Jahr nichts mehr ändern und 10 wollen einmal erhöhen. Auch im nächsten Jahr sehen jetzt drei Mitglieder die Fed Funds Target Rate zwischen 0,5% und 1,0%. Vorher war es nur ein Mitglied.

Am 21. September stimmten drei Präsidenten regionaler Federal Reserve Banken für eine Zinserhöhung (George, Mester, Rosengren). Sie werden ab Januar gemäß Rotationsroutine zusammen mit J. Bullard ihr Stimmrecht im FOMC an vier andere regionale Präsidenten weitergeben. Bullard ist ein „Ultra-Dove“, der bis 2019 insgesamt nur eine Zinserhöhung als angemessen sieht. Von den vier neu stimmberechtigten in 2017 (Evans, Harker, Kashkari, Kaplan) gibt es bisher keine Äußerung, die eine ähnlich „hawkische“ Politik erkennen lässt. Sie tendieren eher zur „dovishen“ Seite. Insgesamt werden die 10 stimmberechtigten FOMC-Mitglieder wohl ohne Falken sein. Zinserhöhungen werden damit in 2017 weniger wahrscheinlich.

4. Die politische Unsicherheit steigt



Das Rennen zwischen Clinton und Trump ist enger geworden. Umfragen zeigen, dass die Präsidentenwahl am 8. November knapp ausfallen könnte. Bei einer neuen Präsidentin Clinton dürfte sich insgesamt wenig verändern. Sollte jedoch Trump Präsident werden, könnte das Geschäftsvertrauen deutlich sinken, falls sich herausstellt, dass seine Vorschläge für eine expansive Haushaltspolitik im Kongress blockiert werden, er aber in der Außenpolitik einschließlich Handelspolitik seine Drohungen (Aufkündigung NAFTA, Strafzölle gegen China u.v.m.) relativ ungehindert durchsetzen kann und wird. Die Abschwächung der amerikanischen Konjunktur in diesem Jahr könnte dann zu einem Abschwung in 2017 werden. **Dies würde das Tor für Zinssenkungen öffnen.**

MainSky AG

Reuterweg 49

D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 - 150 49 680-0

Telefax: 069 - 150 49 680-29

E-Mail: info@mainsky.de