



Unbeirrt geradeaus

Autor:

Patrick Franke
Tel.: 0 69/91 32-47 38
research@helaba.de

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Herausgeber:

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung Research
Landesbank Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

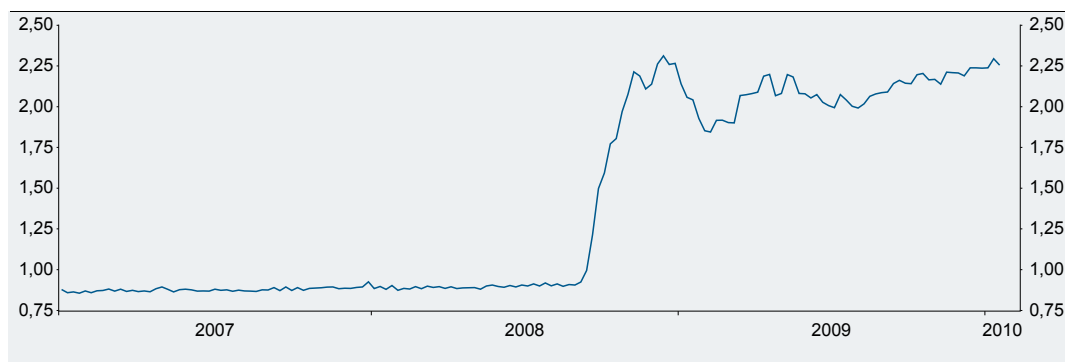
- Wieder keine klaren Signale in Richtung Zinswende
- Es wird jedoch in der Tendenz immer schwieriger, die aktuell extrem expansive Geldpolitik zu begründen
- Wenn sich die Fed diesmal nicht bewegt, müsste im März ein Zeichen kommen – ansonsten wird der Terminplan für eine geldpolitische Wende zur Jahresmitte zu eng

Die Fed wird wohl auf der ersten Sitzung des Offenmarktausschusses im Jahr 2010 erneut keine größeren Veränderungen am FOMC-Kommuniqué vornehmen, geschweige denn eine Änderung in der Geldpolitik verkünden. Der Leitzins liegt nach wie vor nahe Null und mit ihren noch bis Ende des ersten Quartals 2010 laufenden Kaufprogrammen für Wertpapiere pumpt die Notenbank Liquidität ins Bankensystem. Die Bilanzsumme der Fed wächst weiter. Die Notenbank steht nach wie vor mit beiden Füßen auf dem Gas.

Offensichtlich sind bei den Geldpolitikern die Sorgen um die Nachhaltigkeit der Erholung unverändert so stark ausgeprägt, dass sie noch keinen Anlass sehen, bereits auf kurze Sicht den Ausstieg aus der extrem expansiven Liquiditätspolitik anzustreben. Höhere Marktzinsen erscheinen der Fed zum aktuellen Zeitpunkt offenbar als unangemessen. Vor diesem Hintergrund haben Ben Bernanke und die anderen FOMC-Mitglieder keinen Anreiz, derzeit klare Signale zu senden, dass der Leitzins bald steigen wird. Denn je geringer die Zinserhöhungserwartungen sind, desto niedriger sind die langfristigen Zinsen – zumindest so lange wie die Inflationserwartungen nicht nach oben ausbrechen. Insofern lassen aktuelle Aussagen der Notenbanker nur wenige Rückschlüsse darauf zu, was im weiteren Jahresverlauf wirklich passieren wird.

Ungebrochener Aufwärtstrend

Bilanzsumme der Fed, Billionen Dollar (Wochendaten)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Kräftige expansive Impulse

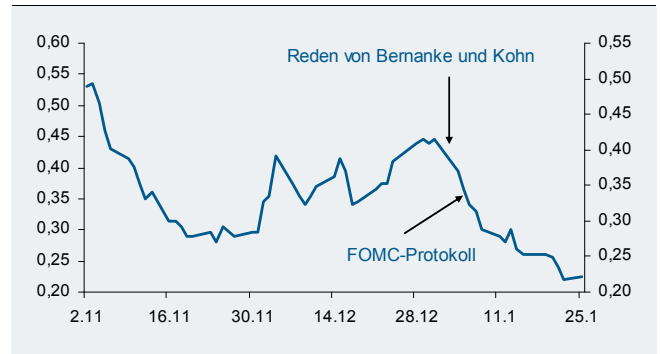
Nominaler Monetary Conditions Index (MCI)



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gestiegene Zinserhöhungserwartungen

Implizite Rendite des Fed Funds Future Kontrakts für Juli 2010, %



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Es gibt wenig Zweifel daran, dass die Geldpolitik derzeit wirkt. Die Ertragslage der Banken profitiert ganz klar von den sehr günstigen Refinanzierungsbedingungen. Auch ein Monetary Conditions Index, der die finanziellen Rahmenbedingungen für US-Unternehmen abbildet, unterstreicht, dass die Maßnahmen der Fed erhebliche positive Impulse liefern.

Markt erwartet leichten
Zinsanstieg 2010

Derzeit wird die Wahrscheinlichkeit einer Zinswende bis zur Jahresmitte am Future-Markt als eher gering eingeschätzt. Ende Dezember hatten die Zinserhöhungserwartungen deutlich angezogen. Doch Reden von Ben Bernanke und seinem Stellvertreter Kohn sowie der Beschäftigungsrückgang im Dezember führten Anfang Januar dazu, dass der Markt eine geldpolitische Wende in den kommenden Monaten wieder weitgehend auspreiste. Die implizite Rendite des Juli-Kontrakts ist derzeit noch niedriger als im November. Der Fed Funds Future bezieht sich auf den effektiven Satz, der zurzeit bei rund 0,12 % liegt, der Mitte des Zielbandes von 0 % bis 0,25 %. Auf dieser Basis bedeutet die implizite Rendite des Juli-Kontrakts von zuletzt 0,22 %, dass noch nicht einmal ein Leitzins von 0,25 % voll eingepreist ist, geschweige denn eine Anhebung auf 0,5 % oder mehr. Für den weiteren Jahresverlauf sieht das Bild aktuell nicht viel anders aus – erst für den November-Kontrakt liegt die implizite Rendite über 0,5 %.

Keine großen Änderungen im FOMC-Statement

Trotz der zuletzt im Schnitt positiven Entwicklung des privaten Konsums und am Arbeitsmarkt haben sich Notenbankvertreter – insbesondere Ben Bernanke – bislang überwiegend zurückhaltend geäußert. In den jüngsten Reden betonten sie noch einmal die konjunkturellen Abwärtsrisiken – vor allem hinsichtlich einer Periode des „jobless growth“ und einer Kreditklemme. Das Protokoll der Dezember-Sitzung hieb dann in dieselbe Kerbe. Es vermittelte den Eindruck, dass die Komitee-Mitglieder eher zu einer Verlängerung der Ankaufprogramme als zu einem Ausstieg tendieren. Im Kommuniqué der anstehenden FOMC-Sitzung dürfte die Konjunkturlage daher nur als leicht verbessert beschrieben werden. Hinsichtlich der Preisniveaustabilität sind größere Änderungen unwahrscheinlich. Im Großen und Ganzen dürfte das FOMC-Statement demjenigen vom Dezember sehr ähneln. Auch die Zusage, die Zinsen für einen „längeren Zeitraum“ auf einem sehr expansiven Niveau zu belassen, sollte zunächst noch beibehalten werden.

„Exitometer“: Weiter in Richtung Zinswende – in Zeitlupe

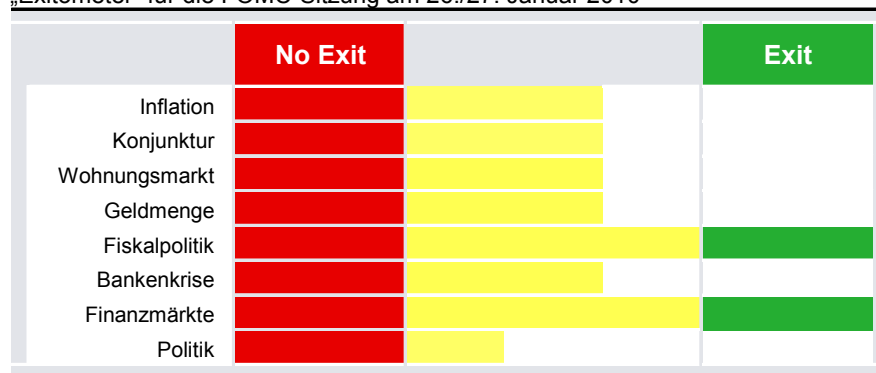
Unser Exitometer, das die Argumente für ein Beibehalten der sehr expansiven Geldpolitik abbildet, ist verglichen mit der FOMC-Sitzung im Dezember weitgehend unverändert. Nur bei der Inflation hat sich in den vergangenen sechs Wochen etwas merklich verändert: Die Teuerung liegt nicht mehr nahe der Nulllinie, sondern mit 2,7 % gegenüber Vorjahr eher oberhalb des von der

Fed tolerierten Bereichs. Da dies aber primär von der Energiepreisentwicklung getrieben ist, rückt in dieser Hinsicht der Exit-Termin nur ein bisschen näher.

(Noch) Keine
Zinswende

Zwar ist der Beschäftigungsabbau ausgelaufen und die Wirtschaft im Q4 stark gewachsen. Es ist aber aus Sicht der Notenbank noch nicht eindeutig erkennbar, ob ein selbsttragender Aufschwung in Gang gekommen ist. Der Wohnungsmarkt erholt sich weiter, doch ist unklar, in welchem Umfang die steuerlichen Anreize für den Hauskauf, die noch bis April 2010 laufen, dafür verantwortlich sind. Zudem hält die Notenbank mit ihrem Ankaufprogramm die Hypothekenzinsen künstlich niedrig. Die Politik bleibt im Krisenmodus – angesichts der Arbeitslosenquote auf dem höchsten Stand seit 1983 ist der politische Druck auf die Notenbank unverändert hoch, die Expansion nicht zu gefährden. Auch dass der Senat eine knappe Woche vor dem Ende von Ben Bernankes Amtszeit als Fed Chairman am 31. Januar noch nicht entschieden hat, ob er wieder ernannt wird, könnte das FOMC eher vorsichtig agieren lassen.

„Exitometer“ für die FOMC-Sitzung am 26./27. Januar 2010



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Zinswende nicht vor Mitte 2010

Klare Signale hinsichtlich der Zinswende müssten dann aber auf der FOMC-Sitzung Mitte März kommen. Unsicher ist, ob die Ankündigung, es sei mit einer „langen Periode außergewöhnlich niedriger“ Leitzinsen zu rechnen, vor der ersten Zinserhöhung wirklich entfallen muss. Schließlich wäre auch eine Federal Funds Rate von 0,5 % oder 1 % noch „exceptionally low“. Durch das Beibehalten einer solchen oder ähnlichen Formulierung könnte die Fed vermeiden, dass die Märkte die Zinswende als Startschuss für eine schnelle Normalisierung des Leitzinsniveaus interpretieren. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Notenbank im Vorfeld der geldpolitischen Wende ihre Absichten klar signalisieren wird, z.B. durch ein entsprechendes Wording im Kommuniqué der März-Sitzung. So würde sich zum Beispiel ein Hinweis anbieten, dass die extrem großzügige Bereitstellung von Liquidität in absehbarer Zeit nicht mehr erforderlich sein wird, obwohl die Geldpolitik noch längere Zeit grundsätzlich expansiv bleiben wird.

Wir gehen davon aus, dass die Fed zum selben Zeitpunkt ihre Quasi-Nullzinspolitik beendet und ernsthaft damit beginnt, die Überschussliquidität einzusammeln.¹ Selbst dann ist eine sehr graduelle Straffung zu erwarten, bis zum Jahresende 2010 dürfte der kurzfristige Realzins gerade mal wieder leicht positiv sein. Damit zeichnet sich auf absehbare Zeit lediglich eine weniger expansive Geldpolitik ab. Bevor der Leitzins wieder ein neutrales oder gar restriktives Niveau erreicht, werden wohl noch Jahre vergehen. Wegen der Verzögerung, mit der die Geldpolitik auf die Konjunktur wirkt, wird es noch einmal länger dauern, bis die Maßnahmen der Fed merklich dämpfend auf Wachstum und Teuerung wirken.

¹ Siehe hierzu auch das Fed aktuell „Exit Strategies – Die Fed und die Überschussliquidität“ vom August 2009.

