

Mittwoch, 14. Juni 2017

USA: Erwartete Leitzinserhöhung und Vorstellung eines Plans zur Bilanzreduzierung

■ Die Fed hat beim Zinsentscheid die Leitzinsen erwartungsgemäß um 25 Basispunkte erhöht. Das Leitzinsintervall liegt damit bei 1,00 % bis 1,25 %. Die wichtigsten Änderungen im Statement betreffen Hinweise zu den zuletzt enttäuschenden Preisdaten sowie die Ankündigung, den Beginn der Bilanzreduzierung noch in diesem Jahr einzuläuten.

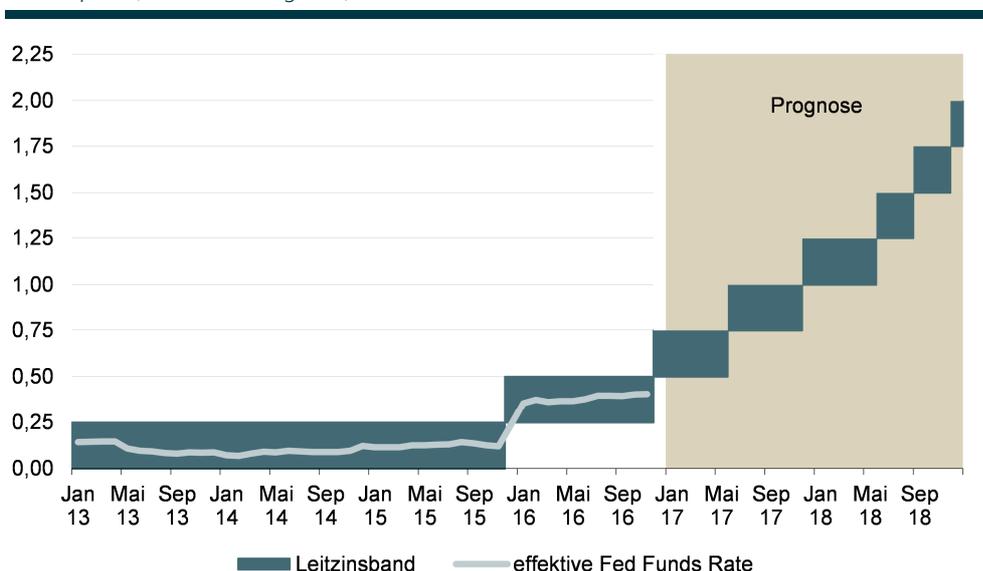
■ Der von den FOMC-Mitgliedern nun präsentierte Plan zur Bilanzreduzierung würde bedeuten, dass die Bilanz vermutlich im Sommer 2021 wieder ein normales Niveau erreicht.

■ In den kommenden Monaten stehen die Preisdaten im Fokus der Fed. Gleichwohl muss vermutlich schon einiges passieren, damit die Fed im September nicht erneut die Leitzinsen anhebt.

1. **Die Fed hat bei ihrem Zinsentscheid das Leitzinsband erwartungsgemäß um 25 Basispunkte auf 1,00 % bis 1,25 % erhöht.** Im Gegensatz zur letzten Zinserhöhung im März war diese Leitzinserhöhung sehr frühzeitig von den FOMC-Mitgliedern angekündigt worden. Ebenfalls seit längerem deuten die FOMC-Mitglieder an, mit der Reduzierung der Fed-Bilanz noch in diesem Jahr beginnen zu wollen. Dieser geldpolitische Kurswechsel wurde nun ebenfalls im Statement aufgenommen und in einem Zusatzprotokoll näher erläutert. Der Reduzierungskurs fällt geringfügig steiler aus als von uns erwartet. Insgesamt halten die FOMC-Mitglieder an ihrem graduellen Leitzinserhöhungspfad fest und sie haben an ihrem Ausblick auch keine maßgeblichen Änderungen vorgenommen. **Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Fed im September den letzten Zins-schritt in diesem Jahr beschließen wird und im kommenden Jahr drei weitere Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte folgen werden.**

2. **Wie üblich beginnt das Statement (siehe Anhang) mit einer kurzen makroökonomischen Lageeinschätzung.** Im ersten Abschnitt beschreiben die FOMC-Mitglieder die konjunkturellen Entwicklungen in diesem Jahr als moderat und der Hinweis auf das schwache Wirtschaftswachstum im ersten Quartal entfiel im zweiten Abschnitt. Allerdings weisen die FOMC-Mitglieder auf die zuletzt eher **enttäuschenden Inflationsentwicklungen** hin. **Sie gehen davon aus, dass die Zielverfehlung auch auf kurze Sicht noch vorliegen wird.** Im zweiten Abschnitt wurde ebenfalls der Hinweis auf die stärkere Beobachtung der Finanzmarkt- sowie der globalen Entwicklungen gestrichen. Diese Risiko-Betrachtung wurde gegen den Hinweis die Inflationsentwicklungen stärker zu beobachten eingetauscht. **Vollkommen sicher sind sich die FOMC-Mitglieder also nicht, dass der jüngste Inflationsrückgang temporär ist.** Im letzten Abschnitt findet sich der neue Hinweis zur Bilanzredu-

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)

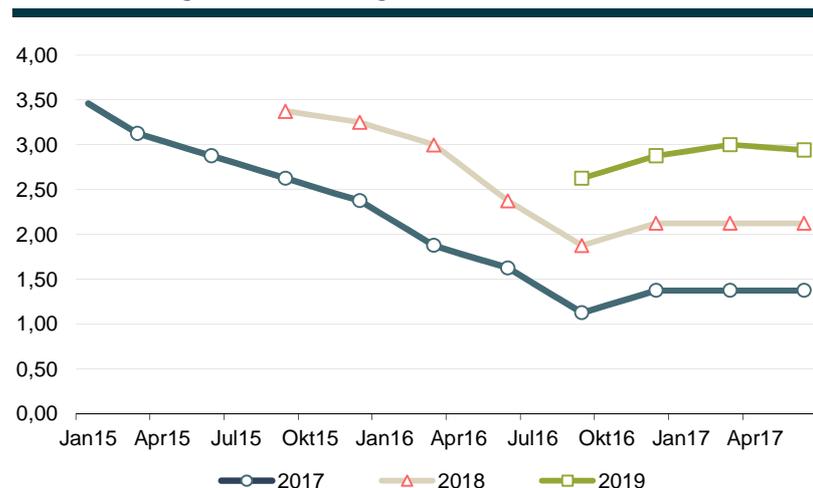


Mittwoch, 14. Juni 2017

ziehung. Laut dem Zusatzprotokoll wird die Fed die monatlich auslaufenden Anleihen nicht mehr wie bisher im vollen Umfang reinvestieren. Anfänglich wird sie monatlich 6 Mrd. US-Dollar im Bereich der Staatsanleihen bzw. 4 Mrd. US-Dollar im Bereich der mit Hypotheken besicherten Anleihen nicht mehr reinvestieren. Quartalsweise werden diese Beträge dann um den jeweiligen Anfangswert erhöht und zwar im Falle der Staatsanleihen auf maximal 30 Mrd. USD im Bereich der MBS-Anleihen auf maximal 20 Mrd. USD. **Unserer Einschätzung nach dürfte die Fed-Bilanz vermutlich im Sommer 2021 wieder eine normale Größe erreicht haben.** Wie bereits im März stimmte FOMC-Mitglied Neel Kashkari gegen die erfolgte Zinserhöhung.

3. **Die aktualisierten makroökonomischen Projektionen wurden in den Bereichen Wirtschaftswachstum und Inflation nur in Nuancen angepasst.** Insbesondere für die Kern-Inflationsrate wird nun Ende 2017 ein niedriger Wert erwartet. Auffallend sind die Änderungen im Bereich der Arbeitslosenquote. Diese wurden für 2018 und 2019 gleich um 0,3 Prozentpunkte gesenkt. Etwas tiefer schätzen die FOMC-Mitglieder auch das langfristige Niveau der Arbeitslosenquote ein. Gleichwohl ist die Differenz zwischen den Jahreswerten 2018 und 2019 zum langfristigen Niveau verhältnismäßig hoch. **Die Leitzinserwartungen haben sich für die kommenden Jahre praktisch nicht verändert.** Die FOMC-Mitglieder erwarten weiterhin insgesamt drei Zinsschritte in diesem sowie im kommenden Jahr. Etwas kurios ist der Wert für 2019. Nach zuvor 3½-Schritten erwarten die FOMC-Mitglieder nun 3¼-Schritte für 2019. Der Wert ergibt sich, weil zwei FOMC-Mitglieder ein Leitzinsniveau von 2,875 % (also drei Schritte) und zwei FOMC-Mitglieder ein Leitzinsniveau von 3,00% (also 3½-Schritte) erwarteten.

Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder (Median, in %, Jahresende)*



*Datenpunkte entsprechen Veröffentlichungsterminen von FOMC-Projektionen.
 Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

4. **In der anschließenden Pressekonferenz machte Janet Yellen deutlich, dass man einzelne Monate mit schwächeren Inflationsraten nicht überbewerten sollte.** Damit hat sie Tür für eine weitere Leitzinserhöhung im September relativ weit aufgestoßen. Sie bekräftigte aber, dass in den kommenden Monaten die Preisdaten im Fokus stehen werden. An den Kapitalmärkten werden für die kommenden beiden Jahre deutlich weniger Leitzinsschritte erwartet als von den FOMC-Mitgliedern. Aus Sicht von Yellen ist dies aber kein beunruhigendes Zeichen. Unserer Einschätzung nach, wird die Fed die niedrige Renditeentwicklungen von US-Staatsanleihen noch relativ lange gelassen betrachten.

5. **Mit dem Weggang von Daniel Tarullo im April dieses Jahres sind inzwischen drei Plätze innerhalb des Board of Governors vakant.** Im Gegensatz zu den regionalen Fed Gouverneuren sind die Board-Mitglieder stets stimmberechtigt. Sie werden vom US-Präsidenten nominiert und müssen vom Kongress bestätigt werden. Mit Randal Quarles und Marvin Goodfried hat Präsident Trump Anfang Juni zwei mögliche Kandidaten als neue Board-Mitglieder vorgeschlagen. Quarles wäre innerhalb der Fed für den Bereich der Finanzmarktregulierung (quasi als Tarullo-Ersatz) zuständig. Er hat sich in der Vergangenheit für weniger Regulierung ausgesprochen. Goodfried ist Volkswirt und als Anhänger einer stärker regelbasierten Geldpolitik bekannt. **Insgesamt würde durch ihre Ernennung das Board geldpolitisch restriktiver ausgerichtet sein.** Interessant



Mittwoch, 14. Juni 2017

sind in diesem Zusammenhang die Gerüchte, dass sich das Weiße Haus derzeit auf der Suche nach einem neuen Zentralbankchef befindet. Die Amtszeit von Janet Yellen als Zentralbankchefin endet Anfang kommenden Jahres, jedoch nicht ihre Mitgliedschaft im Board. Yellen kann von Trump als Board-Mitglied nicht entlassen werden und sie hat bislang bekräftigt, ihre Board-Mitgliedschaft nicht vorzeitig beenden zu wollen. **Möglicherweise könnte es daher im kommenden Jahr innerhalb des Boards konfrontativer werden.**

Autor:

Rudolf Besch
Tel.: 069/7147-5468, E-Mail: rudolf.besch@deka.de.

Disclaimer: Diese Informationen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Auch eine Übersendung dieser Information stellt kein Angebot, Einladung oder Empfehlung dar. Diese Information ersetzt nicht eine (Rechts-, Steuer- und / oder Finanz-) Beratung. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.

Es handelt sich bei dieser Information um unsere im Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuellen Einschätzungen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen oder beruhen (teilweise) aus von uns nicht überprüfaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich etwaiger rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen.

Diese Information inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Mittwoch, 14. Juni 2017

Anhang

FOMC-Statement vom 14. Juni 2017 (Änderungen beziehen sich auf vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~March~~ May indicates that the labor market has continued to strengthen ~~even as growth in and that~~ economic activity ~~slowed, has been rising moderately so far this year.~~ Job gains ~~were~~ have moderated but have been solid, on average, ~~in recent months since the beginning of the year,~~ and the unemployment rate has declined. Household spending ~~rose only modestly, but the fundamentals underpinning the continued growth of consumption remained solid. Business has picked up in recent months, and business~~ fixed investment firmed. ~~Inflation measured on~~ has continued to expand. On a 12-month basis ~~recently has been running close to the Committee's 2 percent longer run objective. Excluding energy and food, consumer prices declined in March and,~~ inflation continued to run ~~has declined recently and, like the measure excluding food and energy prices, is running~~ somewhat below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. ~~The Committee views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory and~~ The Committee continues to expect that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, and labor market conditions will strengthen somewhat further, ~~and inflation will.~~ Inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. ~~The, but the~~ Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial is monitoring inflation developments closely.

In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to ~~maintain~~ raise the target range for the federal funds rate ~~at 3/4~~ to 1 to 1-1/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.

In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.

The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, ~~and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions. The Committee currently expects to begin implementing a balance sheet normalization program this year, provided that the economy evolves broadly as anticipated. This program, which would gradually reduce the Federal Reserve's securities holdings by decreasing reinvestment of principal payments from those securities, is described in the accompanying addendum to the Committee's Policy Normalization Principles and Plans.~~

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; ~~Neel Kashkari~~; and Jerome H. Powell. Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.



Mittwoch, 14. Juni 2017

Fed-Projektionen*

(Stand Juni 2017, 4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte)

	2017	2018	2019	langfristig
Bruttoinlandsprodukt				
Fed (Mrz 2016)	2,2 (2,1)	2,1 (2,1)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)
Arbeitslosenquote				
Fed (Mrz 2016)	4,3 (4,5)	4,2 (4,5)	4,2 (4,5)	4,6 (4,8)
PCE-Deflator				
Fed (Mrz 2016)	1,6 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
PCE-Deflator (Kern)				
Fed (Mrz 2016)	1,7 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	
Fed Funds Target Rate				
Fed (Mrz 2016)	1,38 (1,88)	2,13 (3,00)	2,94 (3,00)	3,00 (3,00)

*Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank