



Donnerstag, 27. Juli 2017

## USA: Fed deutet nun auch offiziell den Beginn der Bilanz-Reduzierung für Herbst an

■ Die Fed hat beim gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß das Leitzinsintervall mit 1,00 % bis 1,25 % nicht verändert. Die wesentliche Änderung im Statement betrifft die Fed-Bilanz. Der Beginn der Reduzierung dürfte beim Zinsentscheid im September beschlossen werden. Die bislang von uns für den September erwartete Leitzinserhöhung verschiebt sich daher auf Dezember.

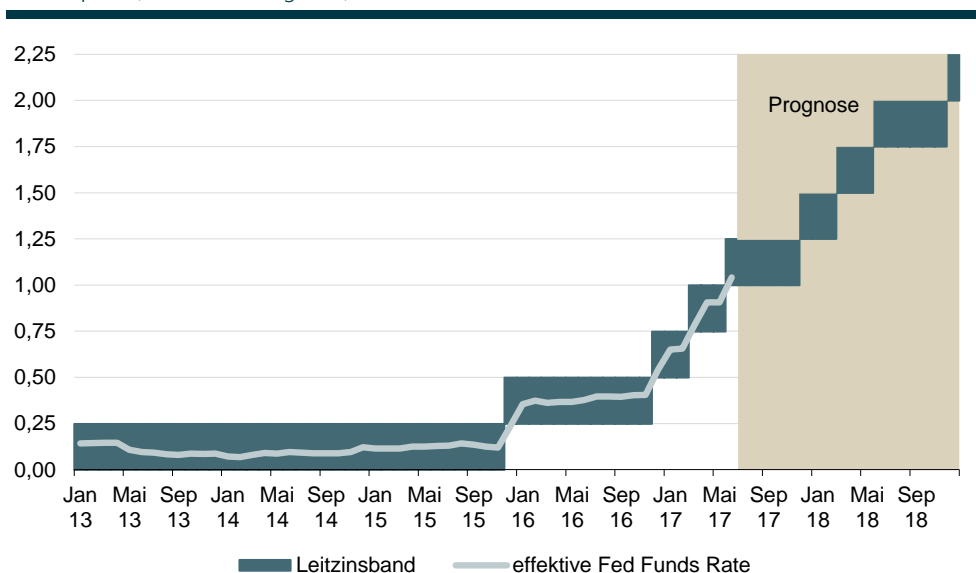
■ Zur Personalie Yellen äußerte sich Donald Trump am Dienstag in einem Interview mit dem Wallstreet Journal. Laut Trump hat sie gute Chancen, weitere vier Jahre Fed-Chefin zu bleiben. Allerdings bestätigte er in dem Interview auch die guten Aussichten von Gary Cohn, dieses Amt zu übernehmen.

1. **Die FOMC-Mitglieder haben bei ihrem gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß die Leitzinsen nicht angehoben.** Somit hat das Leitzinsintervall von 1,00 % bis 1,25 % weiterhin Bestand. Bei diesem „kleinen“ Treffen wurde ausschließlich ein Statement von der Fed veröffentlicht. Eine Aktualisierung der Projektionen sowie eine Pressekonferenz sind erst wieder beim nächsten Treffen im September geplant. **Die wesentliche Änderung im Statement betrifft die Fed-Bilanz.** Bereits Mitte des Monats machte Janet Yellen in ihrer Anhörung vor dem Kongress ihre Präferenz deutlich, **bereits zeitnah mit der Bilanz-Reduzierung zu beginnen.** Im Statement wird diese Einschätzung Yellens nun zur offiziellen des FOMC.

2. **Die Änderungen im Statement in den ersten vier Abschnitten sind überschaubar gering** (siehe Anhang). Die Entwicklungen in den Bereichen Arbeitsmarkt, Konsumausgaben, Investitionen und Inflation haben sich nach Einschätzung der FOMC-Mitglieder seit dem letzten Zinsentscheid im Juni nicht wesentlich verändert. Nur der fünfte Abschnitt, in dem wie üblich die Politik der Reinvestitionen von auslaufenden Anleihen beschrieben wird, wurde verändert und auf die zeitnahe Reduzierung verwiesen.

3. **Die FOMC-Mitglieder haben in den vergangenen Monaten relativ deutlich kommuniziert, dass zum Zeitpunkt des Beginns der Bilanzreduzierung keine Leitzinserhöhung erfolgen wird.** Daraus lässt sich ableiten, dass die nächste Zinserhöhung nicht beim Zinsentscheid im September, sondern erst im Dezember erfolgen wird. Wir hatten bislang (und vor dem Auftritt Yellens vor dem Kongress) eine umgekehrte Terminierung beider Maßnahmen prognostiziert. **Die Zielhöhe für die Fed-Bilanz ist nicht vom FOMC definiert worden, allerdings würden die Überschussreserven in der Fed-Bilanz mit den kommunizierten Maßnahmen Mitte 2021 wieder auf Null sinken.** Vermutlich wird aber die Höhe der Über-

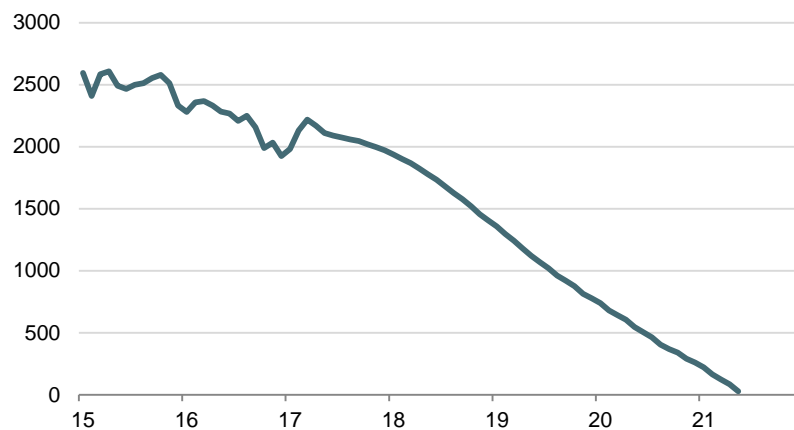
Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



Donnerstag, 27. Juli 2017

schussreserven dauerhaft im positiven Bereich bleiben, sodass der Zeitraum der Bilanzreduzierung früher enden wird. **Insgesamt fiel der Zinsentscheid, insbesondere vor dem Hintergrund von Yellens Auftritt vor dem Senat nicht überraschend aus.**

#### Überschussreserven in der Fed-Bilanz\*



\*in Mrd. US-Dollar. Ab Juli 2017 Prognose

Quellen: Federal Reserve Board, Federal Reserve New York, Prognose: DekaBank

4. **Heute findet die Anhörung von Randal Quarles als designiertes FOMC-Mitglied vor dem Senatsausschuss statt.** Es könnte der Beginn einer umfangreichen personellen Neubesetzung des Boards sein. Zurzeit sind von den dauerhaft stimmberechtigten Board-Mitgliedern nur vier von insgesamt sieben Plätzen besetzt. Entscheidend wird aber sein, ob Donald Trump die Spitze des Boards neu besetzt, denn die Amtszeit Yellens als Zentralbankchefin endet am 3. Februar kommenden Jahres. **Zur Personalie Yellen äußerte sich Donald Trump am Dienstag in einem Interview mit dem Wallstreet Journal.** Laut Trump hat sie gute Chancen, weitere vier Jahre Fed-Chefin zu bleiben. Allerdings bestätigte er in dem Interview auch die guten Aussichten von **Gary Cohn**, dieses Amt zu übernehmen. Dieser ist zurzeit oberster Wirtschaftsberater von Trump und leitete vormals das Tagesgeschäft bei Goldman Sachs (COO). Für Vize-Chef Stanley Fischer endet die Funktions-Zeit als Vize im Juni kommenden Jahres. Somit könnte Trump die Gelegenheit haben, gleich fünf Plätze innerhalb des Boards neu zu besetzen, sofern sowohl Yellen als auch Fischer nicht nur ihre Leitungsposition verlieren, sondern auch das FOMC auf eigenen Wunsch verlassen. **Aus der eventuell umfangreichen Neubesetzung des Boards muss nicht zwingend eine zeitnah andere Zinspolitik folgen.** Zwar könnte Trump dem innerparteilichen Druck nachgeben und eher Kandidaten vorschlagen, die eine regelbezogene Geldpolitik befürworten. Nach einer solch regelbezogenen Geldpolitik müsste das aktuelle Leitzinsniveau je nach Berechnung zwischen 50 und 175 Basispunkte höher sein. Es ist aber eher unwahrscheinlich, dass dieser geldpolitische Ansatz unmittelbar umgesetzt werden würde – der geldpolitische Schock für die US-Wirtschaft wäre mindestens riskant. **Neben der möglichen Revision des Ausblicks auf einen graduellen Leitzinserhöhungspfad könnten aber auch weitere geldpolitische Haltestangen neu gesteckt werden.** So könnte beispielsweise das Inflationsziel der Fed von derzeit zwei Prozent angehoben werden. Auch an das bisherige Versprechen, keine Anleihen aus dem Fed-Bestand aktiv zu verkaufen, müsste sich eine insbesondere an der Spitze neu besetzte Fed nicht zwingend gebunden fühlen. Mit Gary Cohn würde jemand den Vorsitz übernehmen, der einen extrem hohen Kenntnisstand über das Funktionieren der Finanzmärkte hätte. Allerdings fehlt ihm die makroökonomische Expertise seiner beiden Vorgänger. Dies könnte sich zukünftig als problematisch erweisen, denn die Komplexität der makroökonomischen Zusammenhänge hat aufgrund der fortgeschrittenen Globalisierung und der erhöhten internationalen Vernetzung der Güter- sowie der Finanzströme zugenommen. Deren praktische Auswirkungen auf die Zinspolitik wurden beispielsweise im vergangenen Jahr deutlich, als die Fed aufgrund von globalen Entwicklungen auf zuvor angedachte Zinserhöhungsschritte verzichtete. **Das Risiko von geldpolitischen Fehleinschätzungen nähme unter einer von Gary Cohn geleiteten Fed wohl zu.**



**Donnerstag, 27. Juli 2017**

**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) auf von uns nicht überprüfbaren, 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.

Donnerstag, 27. Juli 2017

## Anhang

**FOMC-Statement vom 26. Juli 2017** (Änderungen beziehen sich auf die vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~May~~June indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have ~~moderated but have~~ been solid, on average, since the beginning of the year, and the unemployment rate has declined. Household spending ~~has picked up in recent months,~~ and business fixed investment ~~has~~have continued to expand. On a 12-month basis, ~~overall~~inflation ~~has declined recently~~ and, ~~like~~ the measure excluding food and energy prices, ~~is have declined and are~~ 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 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. 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, but the Committee is monitoring inflation developments closely.

In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to ~~raise~~maintain the target range for the federal funds rate ~~at~~ 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~~For the time being, 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. The Committee ~~currently~~ expects to begin implementing ~~its~~ balance sheet normalization program ~~this year relatively soon,~~ provided that the economy evolves broadly as anticipated. ~~This, 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~~June 2017 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.~~