



Donnerstag, 14. Dezember 2017

USA: Dritter Zinsschritt in diesem Jahr – Steuerreform kein Inflationstreiber?

■ Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend erwartungsgemäß ihr Leitzinsband um 25 Basispunkte in den Bereich 1,25 % bis 1,50 % angehoben. Dieser Zinsschritt war seit mehreren Monaten von den FOMC-Mitgliedern kommunikativ gut vorbereitet worden.

■ Die geänderten makroökonomischen Projektionen deuten an, dass diese im Angesicht einer bevorstehenden Steuersenkung im kommenden Jahr von den FOMC-Mitgliedern angepasst wurden. Hierbei wurde das Wirtschaftswachstum der kommenden Jahre nach oben und die Arbeitslosenquote nach unten revidiert. Unverändert blieb der Ausblick für die Inflation. Eine leichte Aufwärtskorrektur gab es bei den Leitzinserwartungen für Ende 2020.

■ In der anschließenden Pressekonferenz von Janet Yellen standen ebenfalls die Auswirkungen der Steuersenkungen im Fokus.

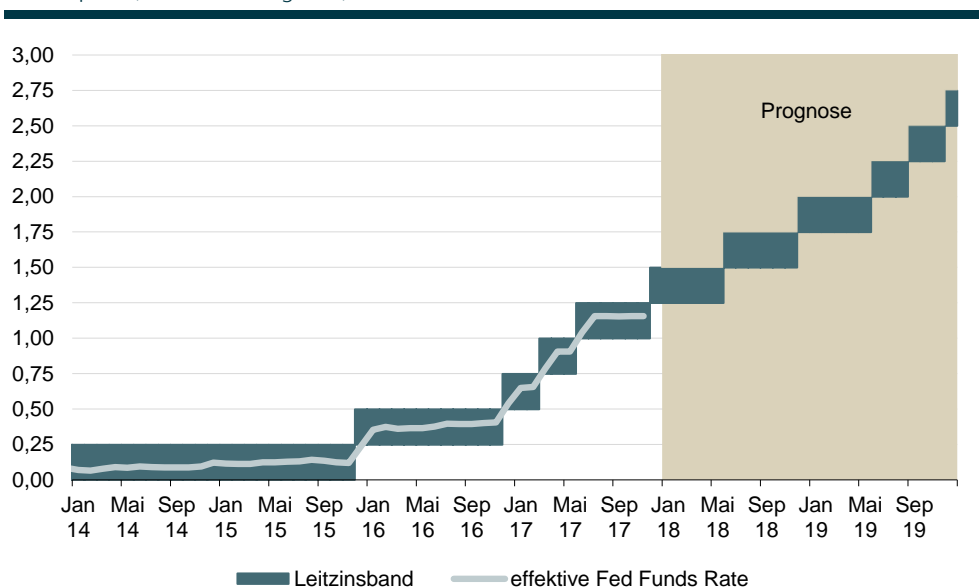
■ Wir erwarten derzeit nur zwei weitere Leitzinsschritte im kommenden Jahr und begründen dies weniger mit unserem makroökonomischen Ausblick. Bedeutsamer ist vielmehr, dass ein deutlich strafferer geldpolitischer Kurs zu (aus Fed-Sicht) unerwünschten Finanzmarktbulenzen führen würde.

1. **Die Fed hat bei ihrem gestrigen Zinsentscheid ihr Leitzinsband um weitere 25 Basispunkte auf nunmehr 1,25 % bis 1,50 % angehoben.** Der Zinsschritt war gemeinhin erwartet und von den FOMC-Mitgliedern seit mehreren Monaten kommunikativ vorbereitet worden. Aufgrund dessen lag das Augenmerk bei diesem Zinsentscheid nicht auf der Zinserhöhung, sondern auf den Änderungen beim Statement, den neuen Projektionen sowie auf der anschließenden Pressekonferenz von Janet Yellen.

2. **Im Statement (siehe Anhang) gab es verhältnismäßig viele aber wenig substantielle Änderungen.** So wurden die Auswirkungen der Hurrikane auf die makroökonomischen Entwicklungen zeitlich durchgereicht. Sieht man von diesen Änderungen ab, dann ergibt sich eine nur wenig veränderte makroökonomische Einschätzung: **Das Wirtschaftswachstum ist solide, die Arbeitsmarktentwicklung stark (hier wurde die Einschätzung erhöht) und die Inflationsraten sind nach wie vor unterhalb der Zielmarke von 2 %.** Letztlich bedeuten diese Einschätzungen, dass für eine weitere Leitzinserhöhung im März die Türen relativ weit offen sind. Gegen den Zinsentscheid stimmten die FOMC-Mitglieder Neel Kashkari und Charles L. Evans. Beide hätten ein unverändertes Leitzinsniveau präferiert. Die Gegenstimmen sind nicht überraschend.

3. **Spannung versprach im Vorfeld des Zinsentscheid, ob und inwieweit die anstehende Steuerreform Änderun-**

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)

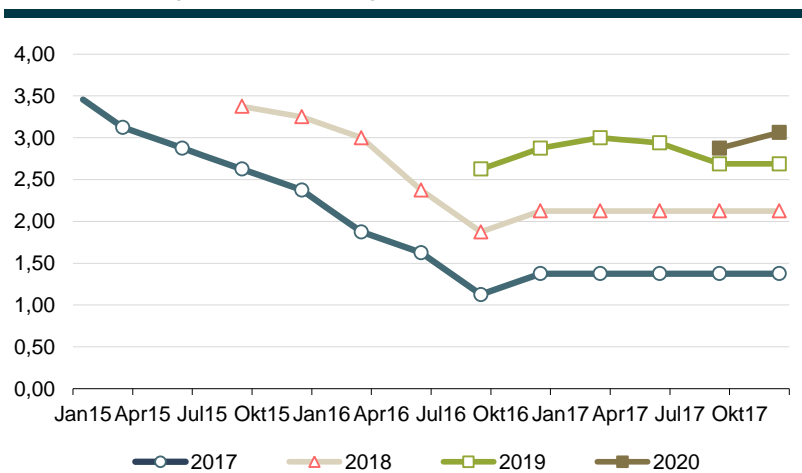




Donnerstag, 14. Dezember 2017

gen bei den makroökonomischen Projektionen nach sich ziehen würden. Die relativ deutliche Aufwärtsrevision im Bereich Wirtschaftswachstum dürfte offenkundig mit der anstehenden Steuerreform im Zusammenhang stehen. So wurden die Wachstumsprognosen für die Jahre 2018 bis 2020 um insgesamt 0,7 Prozentpunkte nach oben genommen. Um jeweils 0,2 Prozentpunkte niedriger wird nun die Arbeitslosenquote für die kommenden Jahre erwartet. **Interessanterweise sind die Projektionen für die Inflationsraten für die Jahre 2018 bis 2020 unverändert geblieben.** Dies bedeutet, dass die FOMC-Mitglieder einen schwächeren Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation erwarten oder aber davon ausgehen, dass über diesen Zeitraum die angebotsseitigen (im Gegensatz zu nachfrageseitigen und preistreibenden) Wachstumsimpulse überwiegen. Dies bedeutet wiederum, dass das zusätzliche Wirtschaftswachstum geldpolitisch neutral bewertet wird und entsprechend keine größeren Änderungen bei den Leitzinsprojektionen notwendig wären. **Tatsächlich wurden die Leitzinsprojektionen ausschließlich für Ende 2020 leicht nach oben angepasst.** Wurden zuvor für 2020 ein $\frac{3}{4}$ -Zinsschritt erwartet (die Median-Berechnung sorgt für diesen „krummen“ Wert), werden nun $1\frac{1}{2}$ -Schritte prognostiziert. Unverändert blieb die Einschätzung der FOMC-Mitglieder hinsichtlich des geldpolitischen neutralen Leitzinssatzes. Dieser liegt weiterhin bei 2,75 %. Die leichte Aufwärtskorrektur der Leitzinsprognose für Ende 2020 bedeutet daher, dass die FOMC-Mitglieder nun für dieses Jahr eine etwas restriktivere Geldpolitik erwarten als zuvor.

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



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

4. **Das Hauptthema in der anschließenden Pressekonferenz war ebenfalls die Steuerreform.** Hierzu merkte Yellen an, dass deren Auswirkungen mit großer Unsicherheit verbunden sind, aber mehrere FOMC-Mitglieder nun einen stärkeren Wirtschaftswachstumspfad erwarten. **Sie machte auch deutlich, dass im Falle einer wirtschaftlichen Überhitzung eine rasche geldpolitische Antwort notwendig werden könnte.** Dies unterstreicht, dass die FOMC-Mitglieder vor allem darauf hoffen, dass sich mit der Steuerreform nur der Wachstumspfad nach oben verschiebt. Ebenfalls befragt wurde Yellen zum Thema Inflation. Sie bekräftigte hierbei erneut, dass es vorübergehende Effekte waren, die für eine zu niedrige Inflationsentwicklung in diesem Jahr sorgten. Hinsichtlich der Entwicklung am Aktienmarkt verwies sie darauf, dass eine hohe Bewertung noch nicht ein Überschießen bedeutet.

5. **Die FOMC-Mitglieder hoffen auf zweierlei: Die Steuersenkung schiebt in den kommenden Jahren nur das Wirtschaftswachstum an und nicht die Inflation, und die Entwicklungen an den Finanzmärkten bleiben auch in Zukunft so ruhig wie in diesem Jahr.** Beide Hoffnungen können sich schon innerhalb von wenigen Quartalen als unberechtigt erweisen und würden unterschiedliche geldpolitische Konsequenzen nach sich ziehen: Sollte nicht nur das Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren stärker ausfallen sondern auch die Inflation, dann würden die FOMC-Mitglieder sicherlich mehr Leitzinsschritte vornehmen als zu diesem Zeitpunkt avisiert. Eine ausgeprägte Korrekturphase an den Kapitalmärkten hätte hingegen wohl mindestens eine unmittelbare Pause bei den Leitzinserhöhungen zur Folge. **Unsere Leitzinsprognose ist von diesem Konflikt ebenfalls betroffen: Makroökonomisch wären sicherlich mehr als die von uns derzeit erwarteten**



Donnerstag, 14. Dezember 2017

zwei Leitzinsschritte für 2018 zu rechtfertigen. Die teilweise etwas sorglosen Entwicklungen an den Finanzmärkten in diesem Jahr sollte hingegen nicht für die kommenden Jahre einfach fortgeschrieben 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 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, 14. Dezember 2017

Anhang

FOMC-Statement vom 13. Dezember 2017 (Änderungen beziehen sich auf vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~September~~November indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate ~~despite. Averaging through hurricane-related disruptions. Although the hurricanes caused a drop in payroll employment in September, fluctuations, job gains have been solid, and~~ the unemployment rate declined further. Household spending has been expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters. ~~Gasoline prices rose in the aftermath of the hurricanes, boosting~~ On a 12-month basis, both overall inflation ~~in September; however, and~~ inflation for items other than food and energy ~~remained soft. On a 12-month basis, both inflation measures~~ have declined this year and are running 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. Hurricane-related disruptions and rebuilding ~~will continue to affect~~have affected economic activity, employment, and inflation in ~~the near term, recent months~~ but ~~past experience suggests that the storms are unlikely to have not~~ materially ~~altered~~ the ~~course of outlook for~~ the national economy ~~over the medium term~~. Consequently, 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~~remain strong. 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 ~~maintain~~raise the target range for the federal funds rate ~~at 1~~ to 1-1/4 to 1-1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting ~~some further strengthening in~~strong 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 balance sheet normalization program initiated in October 2017 is proceeding.~~

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



Donnerstag, 14. Dezember 2017

Fed-Projektionen*

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

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | langfristig |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bruttoinlandsprodukt | | | | | |
| Fed (Sep 2017) | 2,5 (2,4) | 2,5 (2,1) | 2,1 (2,0) | 2,0 (1,8) | 1,8 (1,8) |
| Arbeitslosenquote | | | | | |
| Fed (Sep 2017) | 4,1 (4,3) | 3,9 (4,1) | 3,9 (4,1) | 4,0 (4,2) | 4,6 (4,6) |
| PCE-Deflator | | | | | |
| Fed (Sep 2017) | 1,7 (1,6) | 1,9 (1,9) | 2,0 (2,0) | 2,0 (2,0) | 2,0 (2,0) |
| PCE-Deflator (Kern) | | | | | |
| Fed (Sep 2017) | 1,5 (1,5) | 1,9 (1,9) | 2,0 (2,0) | 2,0 (2,0) | |
| Fed Funds Target Rate | | | | | |
| Fed (Sep 2017) | 1,38 (1,38) | 2,13 (2,13) | 2,69 (2,69) | 3,06 (2,88) | 2,75 (2,75) |

*Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten

Quellen: Federal Reserve Board, Consensus Economics, Bloomberg, DekaBank