



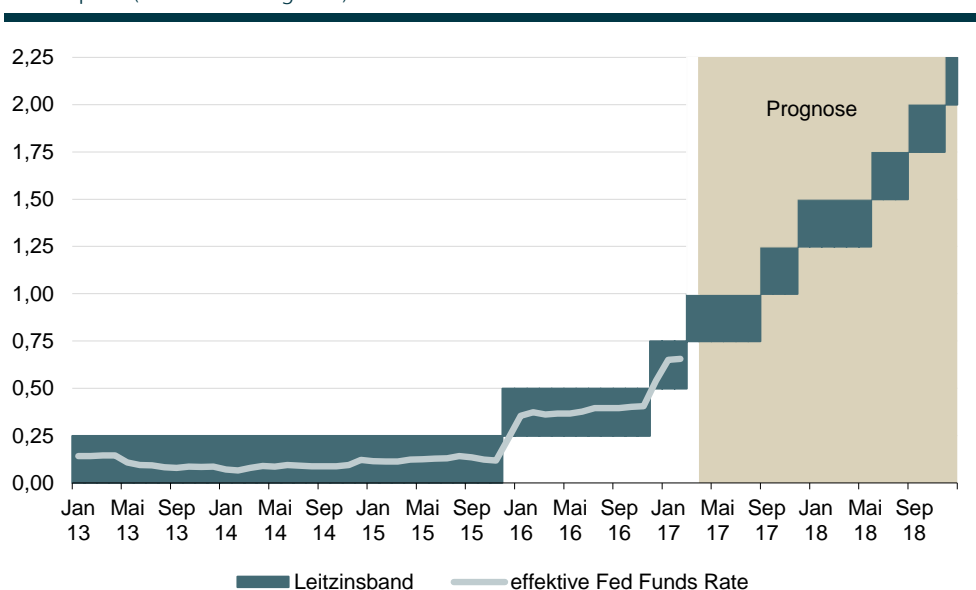
Donnerstag, 16. März 2017

USA: Zinsschritt Nummer drei

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend die Leitzinsen erwartungsgemäß um 25 Basispunkte erhöht. Das Leitzinsintervall liegt damit bei 0,75 % bis 1,00 %.
- Die Änderungen im Statement tragen vor allem der fortgeschrittenen Inflationsentwicklung Rechnung. Allerdings scheint die Kern-Inflationsrate für eine weitere baldige Leitzinserhöhung noch zu niedrig zu sein. Erstmals weisen die FOMC-Mitglieder im Statement auf den symmetrischen Charakter ihres Inflationsziels hin. Hinsichtlich der Projektionen gab es nur marginale Anpassungen. Auch der weitere Leitzinspfad blieb nahezu unverändert.
- Laut Janet Yellen in der anschließenden Pressekonferenz haben die FOMC-Mitglieder fiskalpolitische Themen in der Sitzung nicht besprochen. Hingegen war die Reduzierung der Fed-Bilanz ein Thema. Als ein weiteres geldpolitisches Instrument soll dies aber nicht interpretiert werden.
- Die Änderungen im Statement als auch die Ausführungen von Yellen deuten an, dass die Hürden für eine Leitzinserhöhung im Juni relativ hoch sind. Hingegen macht die Fed erstmals deutlich, dass eine Abweichung vom graduellen Leitzinspfad im Falle eines Überschießens der Inflationsrate möglich wäre. Wir erwarten weiterhin, dass die nächste Leitzinserhöhung im September dieses Jahres erfolgen wird.

1. **Die Fed hat bei ihrem gestrigen Zinsentscheid das Leitzinsband erwartungsgemäß um 25 Basispunkte auf 0,75 % bis 1,00 % erhöht.** Noch vor gut zwei Wochen waren sich Analysten und Finanzmarktteilnehmer relativ sicher, dass die Datenlage (bspw. die zu niedrige Lohndynamik) nach Fed-Interpretation gegen eine Zinserhöhung im März sprechen würde. Aufgrund eines Interviews von FOMC-Mitglied William Dudley am 28. Februar (und weiteren Kommentaren von FOMC-Mitgliedern) änderten sich die Erwartungen an das gestrige Meeting schlagartig. Dudley hatte in dem Interview eine Leitzinserhöhung für diesen Zinsentscheid quasi angekündigt. Dem aktualisierten Statement der FOMC-Mitglieder zu diesem Zinsentscheid lässt sich erwartungsgemäß nicht entnehmen, wann die nächste Leitzinserhöhung erfolgt. **Die aktualisierten Leitzinsprojektionen der FOMC-Mitglieder enthalten zwei weitere Leitzinsschritte für dieses Jahr.** Dies ist im Vergleich zu ihrer Einschätzung im Dezember vergangenen Jahres unverändert. Zudem erwarten nun neun statt bislang drei FOMC-Mitglieder genau diese Anzahl an Schritten.
2. Wie üblich beginnt das **Statement** (siehe Anhang) mit einer kurzen makroökonomischen Lageeinschätzung. Im **ersten**

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



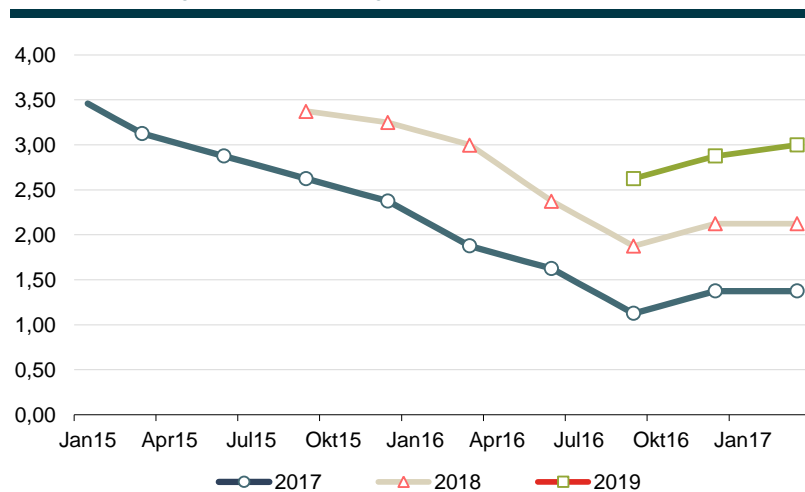
Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

Donnerstag, 16. März 2017

Abschnitt wird vor allem der fortgeschrittenen Inflationsentwicklung Rechnung getragen. Diese wäre nun näher an dem Ziel der Fed. Neu ist allerdings der explizite Hinweis, dass die Kern-Inflationsrate weiterhin unterhalb von 2 % liegt. Im **zweiten Abschnitt** betonen nun die FOMC-Mitglieder ihre Zuversicht, dass sich die Inflationsrate auch zukünftig im Bereich von zwei Prozent befinden wird. Dies wird durch eine Änderung im dritten Abschnitt noch unterstrichen. Interessanterweise weisen die FOMC-Mitglieder im **vierten Abschnitt** auf den symmetrischen Charakter ihres Inflationsziels hin. Zudem wurde beim Hinweis auf weitere „nur graduelle Leitzinserhöhungen“ das „nur“ gestrichen. **Zusammengenommen deuten diese Änderungen an, dass für eine Leitzinserhöhung im Juni ein Anstieg der Kern-Inflationsrate näher an das Inflationsziel von zwei Prozent notwendig sein könnte.** Sollte hingegen insbesondere im kommenden Jahr die Inflationsrate oberhalb von zwei Prozent wegdriften, dann wären Zinserhöhungen auch bei kleineren Zinsentscheiden möglich. Gegen den Zinsentscheid sprach sich Neel Kashkari aus. Er präferierte ein unverändertes Leitzinsniveau.

3. **Die aktualisierten makroökonomischen Projektionen wurden in den Bereichen Wirtschaftswachstum, Arbeitslosenquote und Inflation nur in Nuancen angepasst.** Das Wirtschaftswachstum ist nun für 2018 und die Kern-Inflationsrate für 2017 um jeweils 0,1 Prozentpunkte höher. Die Einschätzung zur gleichgewichtigen Arbeitslosenquote wurde um 0,1 Prozentpunkte auf 4,7 % nach unten korrigiert. Marginal waren auch die Anpassungen bei den Leitzinsprojektionen. Der Median-Wert für Ende 2018 blieb unverändert und für 2019 stieg er um einen halben Leitzinsschritt auf 3,00 % an.

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



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

4. Laut Aussagen von Janet Yellen bei der **anschließenden Pressekonferenz** wurden fiskalpolitische Themen bei der Sitzung nicht diskutiert. Tatsächlich sind die bisherigen fiskalpolitischen Pläne des neuen Präsidenten sowie des neuen Kongresses noch zu unkonkret. **Hingegen wurden wohl Pläne zur Reduzierung der Fed-Bilanz erörtert.** Allerdings plant die Fed nicht, die Reduzierung ihrer Bilanz als weiteres geldpolitisches Instrument zu benutzen. Neben der Wiederholung von Altbekanntem (Fed ist nicht auf einem festen Leitzinspfad festgelegt, graduelle Leitzinserhöhungen können auch einen Zinsschritt mehr oder weniger in einem Jahr bedeuten, die Risiken sind unverändert ausgeglichen) deutete Yellen an, dass das reale neutrale Leitzinsniveau möglicherweise nun bereits bei einem Prozent liegen könnte. Bislang sprach sie stets von einem realen Zins von Null. **Dies bedeutet, dass sich der geldpolitische Impuls trotz der jüngsten Leitzinserhöhungen kaum verändert haben würde.** Nach Aussage von Yellen sollte das Streichen des Wortes „nur“ im Statement nicht überbewertet werden.

5. **Nimmt man die Aussagen von Yellen und dem Statement zusammen, dann scheinen die Hürden für eine Leitzinserhöhung beim nächsten großen Zinsentscheid im Juni relativ hoch zu sein.** So müsste wohl die Kern-Inflationsrate weiter in die Nähe von zwei Prozent ansteigen. Wir erwarten derzeit, dass zu diesem Zeitpunkt die Kernrate des PCE-Deflators von aktuell 1,7 % auf 1,8 % angestiegen sein dürfte. Möglicherweise wäre solch ein Anstieg für die Mehrheit der FOMC-Mitglieder nicht hinreichend. Hingegen macht die Fed erstmals deutlich, dass eine Abweichung vom graduellen Leitzinspfad im



Donnerstag, 16. März 2017

Falle eines Überschießens der Inflationsrate möglich wäre. Dies ist als leichter Schwenk mit dem Zaunpfahl Richtung Washington zu interpretieren und bezieht sich eher auf die mittelfristige als auf die kurzfristige Sicht. **Wir erwarten weiterhin, dass die Fed noch zweimal in diesem Jahr die Leitzinsen anheben wird.** Die wahrscheinlichsten Termine hierfür sind aus unserer Sicht der Zinsentscheid im September sowie im Dezember. Die jüngste Erfahrung mit diesem Leitzinsschritt, der erst kurz zuvor angekündigt wurde, hat aber erneut gezeigt, mit welcher hoher Unsicherheit die Leitzinsprognose behaftet ist. **Ein stringenter und zu jedem Zeitpunkt nachvollziehbarer geldpolitischer Kurs ist weiterhin leider nicht erkennbar.**

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 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.

Donnerstag, 16. März 2017

Anhang

FOMC-Statement vom 15. März 2017 (Änderungen beziehen sich auf vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~December~~February indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace. Job gains remained solid and the unemployment rate ~~stayed near its~~was little changed in recent ~~low~~months. Household spending has continued to rise moderately while business fixed investment ~~has remained soft. Measures of consumer and business sentiment appears to~~ have improved of late-firmed somewhat. Inflation ~~has~~ increased in recent quarters ~~but is still below~~, moving close to the Committee's 2 percent longer-run objective.; ~~excluding energy and food prices, inflation was little changed and continued to run somewhat below 2 percent.~~ Market-based measures of inflation compensation remain low; ~~most~~ 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 expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will ~~rise to~~stabilize around 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.

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 1/2 to 3/4~~ to 1 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. ~~In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the~~The Committee will carefully monitor actual and expected ~~progress toward~~inflation developments relative to its ~~symmetric~~ inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant ~~only~~ 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.

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~~; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. ~~Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.~~



Donnerstag, 16. März 2017

Fed-Projektionen*

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

	2017	2018	2019	langfristig
Bruttoinlandsprodukt				
Fed (Dez 2016)	2,1 (2,1)	2,1 (2,0)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)
Arbeitslosenquote				
Fed (Dez 2016)	4,5 (4,5)	4,5 (4,5)	4,5 (4,5)	4,7 (4,8)
PCE-Deflator				
Fed (Dez 2016)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
PCE-Deflator (Kern)				
Fed (Dez 2016)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	
Fed Funds Target Rate				
Fed (Dez 2016)	1,38 (1,88)	2,13 (3,00)	3,00 (3,25)	3,00 (3,00)

*Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank