



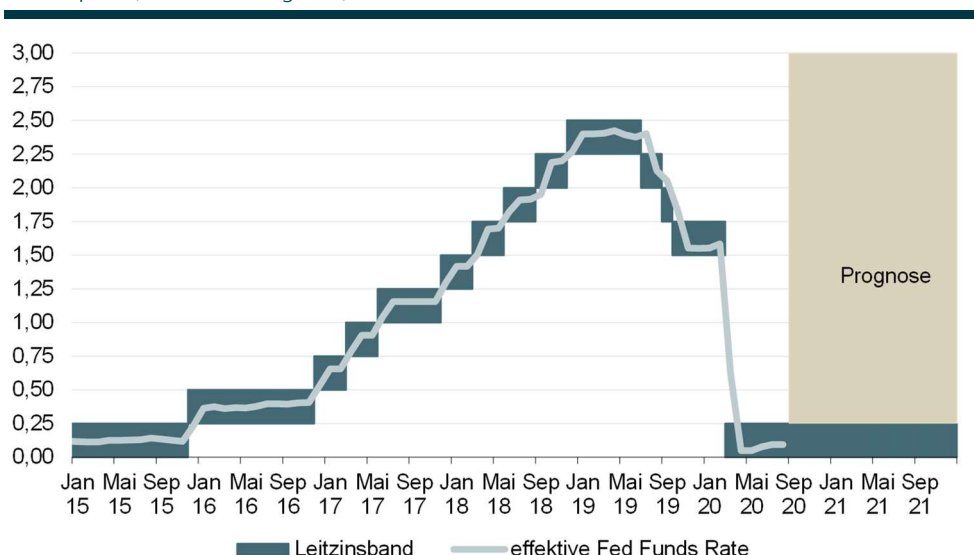
Donnerstag, 17. September 2020

USA: Erster Zinsentscheid der Fed nach dem Strategiewechsel

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend umfangreiche Änderungen in ihrem Statement vorgenommen. Insbesondere wurde die neue Strategie der Fed darin implementiert. Die Änderungen betrafen auch die Forward Guidance. Die Käufe von Staatsanleihen sowie von mit Hypotheken besicherten Anleihen werden mit dem bisherigen Tempo fortgeführt.
- Erwartungsgemäß gab es bei den makroökonomischen Projektionen größeren Änderungsbedarf. Dies betraf vor allem den konjunkturellen Ausblick sowie die Verlaufsentwicklung der Arbeitslosenquote. Erstmals wurden Einschätzungen für 2023 abgegeben. Auch für dieses Jahr erwartet die Mehrheit des FOMC keine Anhebung des Leitzinsintervalls.
- Nach Aussage von Fed-Chef Powell könnte die neu formulierte Forward Guidance für eine längere Zeit Bestand haben.
- Die Fed hat mit ihrem Strategiewechsel Ende August geldpolitisches Neuland betreten. In den kommenden Jahren wird sie versuchen, die Inflationserwartungen in ihrem Sinne zu steuern. Die wirtschaftlichen Auslastungsgrade haben hingegen aus geldpolitischer Sicht an Bedeutung verloren.

1. **Der gestrige Zinsentscheid stand unter dem Vorzeichen des jüngsten Strategiewechsels der Fed.** Eine ausführliche Erklärung hierzu findet sich am Ende dieses Artikels. In Kürze: Das Inflationsziel von 2 % soll nun im Durchschnitt über eine Periode erreicht werden – Abweichungen nach unten sollen durch einen Zeitraum mit Abweichungen nach oben ausgeglichen werden. **Die umfangreichen Änderungen im Statement sind vor allem diesem Strategiewechsel geschuldet, und auch die bisherige Forward Guidance wurde entsprechend angepasst.** Demnach wird die Fed nun eine akkommodierende Geldpolitik verfolgen, solange die durchschnittliche Inflationsrate unterhalb der Inflationsziels von 2 % liegt.
2. Der Eingangssatz des Statements wurde nicht verändert, und auch die Änderungen im ersten Abschnitt waren nur zeitlichen Anpassungen geschuldet. Im zweiten Abschnitt findet sich nun nur noch der Hinweis auf die Corona-bedingte Unsicherheit für den weiteren wirtschaftlichen Ausblick. Der Zinsentscheid selbst, sprich das Leitzinsintervall unverändert bei 0,00 % bis 0,25 % zu belassen, wurde im dritten Abschnitt aufgenommen. Dieser wurde aufgrund des Strategiewechsels vollkommen überarbeitet, und auch der letzte Abschnitt erfuhr eine Überarbeitung. **Es gab – aus unserer Sicht überraschend – zwei Gegenstimmen:** Robert Kaplan hätte sich für den zukünftigen Leitzinsausblick mehr Flexibilität gewünscht, während Neel Kashkari einen noch stärkeren Bezug auf die weitere Inflationsentwicklung präferiert hätte. Während Kashkari

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



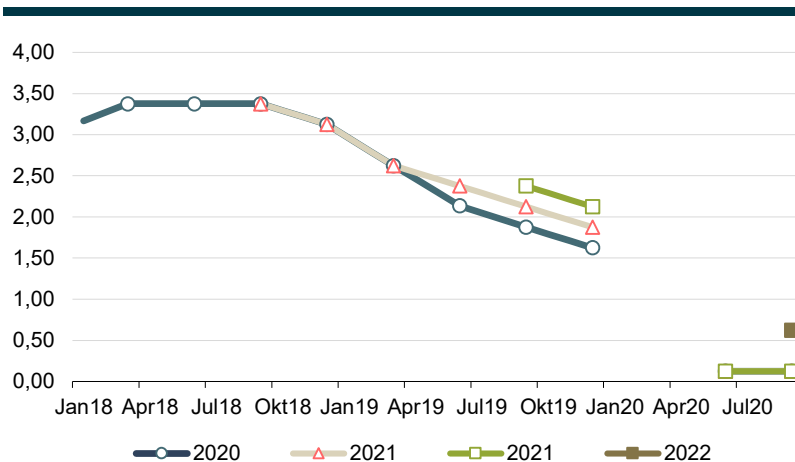
Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

Donnerstag, 17. September 2020

dem Taubenlager zuzuordnen ist (also eine grundsätzlich stärker akkommodierende Geldpolitik wünscht), zählt Kaplan eigentlich zum Konsenslager.

3. **Die Änderungen in den makroökonomischen Projektionen waren ungewöhnlich – nämlich zum einen ausgeprägt, zum anderen aber letztlich von geringer Bedeutung.** Insbesondere der konjunkturelle Ausblick wurde nach oben genommen. Das Sitzungsprotokoll zum Zinsentscheid Ende Juli hatte bereits Anpassungsbedarf der Einschätzungen der FOMC-Mitglieder angedeutet. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) wird nun für Ende 2022 ca. 1,5 Prozentpunkte höher als bisher erwartet. Im Vergleich zu einem fiktiven Szenario ohne Corona-Krise wäre das BIP-Niveau zu diesem Zeitpunkt noch gut 3 Prozentpunkte niedriger. Auch die deutliche Abwärtskorrektur bei der Verlaufsprognose der Arbeitslosenquote war ausgeprägt und zu erwarten gewesen. Aus unserer Sicht überraschend deutlich waren die Aufwärtskorrekturen bei den Inflationsraten. Zugleich gab es (erwartungsgemäß) keinen Änderungsbedarf bei den Leitzinsprojektionen. Mit Ausnahme eines Mitglieds erwarten die FOMC-Mitglieder keine Leitzinserhöhung bis Ende 2022. Erstmals haben sie auch für das Jahr 2023 ihre Einschätzungen abgegeben. Angesichts der neuen geldpolitischen Strategie stellte sich die Frage, ob die FOMC-Mitglieder für diesen Zeitraum ein Überschießen der Inflationsrate über das Ziel von 2 % hinaus erwarten würden. Tatsächlich rechnet die Mehrheit von ihnen für diesen Zeitraum nur mit einem Erreichen des Zielwertes von 2 %. **Dies dürfte der Grund dafür sein, dass die FOMC-Mitglieder mehrheitlich auch für 2023 keine Leitzinsanhebung erwarten, obwohl die wirtschaftliche Erholung rascher als bislang erwartet erfolgt.**

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



*Datenpunkte entsprechen Veröffentlichungsterminen von FOMC-Projektionen.

Hinweis: Beim Zinsentscheid im März 2020 wurden keine Projektionen veröffentlicht.

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

4. **In der anschließenden Pressekonferenz machte Fed-Chef Powell deutlich, dass die neue Forward Guidance längere Zeit Bestand haben kann.** Seit Wochen wird in Washington über ein weiteres Konjunkturprogramm gestritten. Erneut wies Powell auf mögliche Abwärtsrisiken hin, falls es weiterhin keine Einigung geben sollte. Allerdings zeigte er sich überrascht, wie gut die Wirtschaft die abnehmende fiskalische Unterstützung verkraftet hat. Auch zur Bilanzentwicklung wurde Powell befragt. Die Antwort hierzu ließ er jedoch offen. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass innerhalb des FOMC keine Einigkeit darüber besteht, wie mit dem bisherigen Kaufvolumen in den kommenden Monaten/Quartalen weiter verfahren werden soll. Möglicherweise liefert das Sitzungsprotokoll zu diesem Zinsentscheid hierzu weitere interessante Informationen.

5. **Die neue Fed-Strategie:** Ende August gab die Fed bekannt, dass zukünftig die durchschnittliche Inflationsrate über eine nicht näher definierte Periode bei 2 % liegen soll. Sofern die Inflationsrate beispielsweise zu Beginn eines Aufschwungs noch unterhalb von 2 % notiert, soll die Geldpolitik nun so gestaltet werden, dass ein „Ausgleich“ über den weiteren Konjunkturzyklus erfolgt. **Dieses neue Inflationsziel (Average Inflation Targeting, AIT) ist asymmetrisch.** Dies bedeutet,



Donnerstag, 17. September 2020

eine Periode mit zu hoher Inflationsrate soll nicht ausgeglichen werden mit einem Zeitraum einer geldpolitisch herbeigeführten niedrigeren Inflationsrate. Hintergrund dieses Strategiewechsels sind die Beobachtungen des vergangenen Aufschwungs: **Selbst ein extrem langer Aufschwung sowie eine im historischen Vergleich außerordentlich niedrige Arbeitslosenquote sorgten nicht für ein nachhaltiges Erreichen des Inflationsziels von 2 %.** Mit dieser neuen Strategie erhofft sich die Fed, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und der Unternehmen ansteigen und sich hierdurch indirekt die gewünschte Inflationsentwicklung einstellt. Denn Forschungen der jüngeren Zeit deuten an, dass die Inflationserwartungen für die zukünftige Inflationsentwicklung eine größere Rolle spielen als beispielsweise der Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt. **Aus heutiger Sicht muss dieser neue geldpolitische Ansatz nicht zwingend zu einer laxeren Geldpolitik führen.** Wenn es der Fed gelingen sollte, die Inflationserwartungen hinreichend zu beflügeln, könnte dies allein schon die tatsächliche Inflationsentwicklung ausreichend unterstützen. Problematisch wäre, wenn sich viele private Haushalte und Unternehmen für den neuen geldpolitischen Ansatz der Fed nicht interessieren, ihre Erwartungen daher auch nicht ändern und diese auf niedrigem Niveau verbleiben. In solch einem Szenario dürfte es der Fed schwerfallen, eine Phase geldpolitischer Normalisierung einzuläuten. Dies darf nicht als Kritik verstanden werden, weil im Falle des beschriebenen Szenarios eine geldpolitische Normalisierung zu einem weiteren Abgleiten der Inflationserwartungen führen könnte. Die Zentralbanken weltweit haben in den vergangenen Jahrzehnten viel Erfahrung gesammelt, wie sie mittels der Zinsgestaltung und über die Beeinflussung der wirtschaftlichen Dynamik ihr Inflationsziel erreichen konnten. Diese Erfahrungen haben allerdings an Wert verloren. Nun gilt es, deutlicher stärker als bislang die Inflationserwartungen zu steuern. **Bislang gibt es allerdings wenig Erfahrung, wie man Inflationserwartungen steuern kann, sodass die Fed mit ihrem Strategiewechsel geldpolitisches Neuland betreten hat.**

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 überprüfbar, 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, 17. September 2020

Anhang

FOMC-Statement vom 16. September 2020 (Änderungen beziehen sich auf die vorherige Version)

The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.

The ~~coronavirus outbreak~~ COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. ~~Following sharp declines, economic~~ Economic activity and employment have picked up ~~somewhat~~ in recent months but remain well below their levels at the beginning of the year. Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price inflation. Overall financial conditions have improved in recent months, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.

The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. The ongoing public health crisis will ~~continue to weigh heavily~~ on economic activity, employment, and inflation in the near term, and poses considerable risks to the economic outlook over the medium term. ~~In light of these developments, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee expects to maintain this target range until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals.~~

The Committee ~~will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook, including information related to public health, as well as global developments and muted inflation pressures, and will use its tools and act as appropriate to support the economy. In determining the timing and size of future adjustments to the stance of monetary policy, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its~~ seeks to achieve maximum employment ~~objective and its symmetric~~ inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation ~~objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of~~ running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve ~~inflation pressures and moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations, and readings on financial and international developments. To support the flow of credit to households and businesses, remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved. The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time. In addition, over coming months the Federal Reserve will increase its holdings of Treasury securities and agency residential and commercial mortgage-backed securities at least at the current pace to sustain smooth market functioning, and help foster accommodative financial conditions, thereby fostering effective transmission of monetary policy to broader financial conditions. In addition, the Open Market Desk will continue to offer large-scale overnight and term repurchase agreement operations. The Committee will closely monitor developments and is prepared to adjust its plans as appropriate~~ supporting the flow of credit to households and businesses.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Patrick Harker; ~~Robert S. Kaplan; Neel Kashkari~~; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.

Voting against the action were Robert S. Kaplan, who expects that it will be appropriate to maintain the current target range until the Committee is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals as articulated in its new policy strategy statement, but prefers that the Committee retain greater policy rate flexibility beyond that point; and Neel Kashkari, who prefers that the Committee to indicate that it expects to maintain the current target range until core inflation has reached 2 percent on a sustained basis.



Donnerstag, 17. September 2020

Fed-Projektionen*

	2020	2021	2022	2023	langfristig
Bruttoinlandsprodukt					
Dez 19	2,0	1,9	1,8		1,9
Mrz 20					
Jun 20	-6,5	5,0	3,5		1,8
Sep 20	-3,7	4,0	3,0	2,5	1,9
Arbeitslosenquote					
Dez 19	3,5	3,6			4,1
Mrz 20					
Jun 20	9,3	6,5	5,5		4,1
Sep 20	7,6	5,5	4,6	4,0	4,1
PCE-Deflator					
Dez 19	1,9	2,0	2,0		2,0
Mrz 20					
Jun 20	0,8	1,6	1,7		2,0
Sep 20	1,2	1,7	1,8	2,0	2,0
PCE-Deflator (Kern)					
Dez 19	1,9	2,0	2,0		
Mrz 20					
Jun 20	1,0	1,5	1,7		
Sep 20	1,5	1,7	1,8	2,0	
Fed Funds Target Rate					
Dez 19	1,63	1,88	2,13		2,50
Mrz 20					
Jun 20	0,13	0,13	0,13		2,50
Sep 20	0,13	0,13	0,13	0,13	2,50

*4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte, Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten
 Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank