

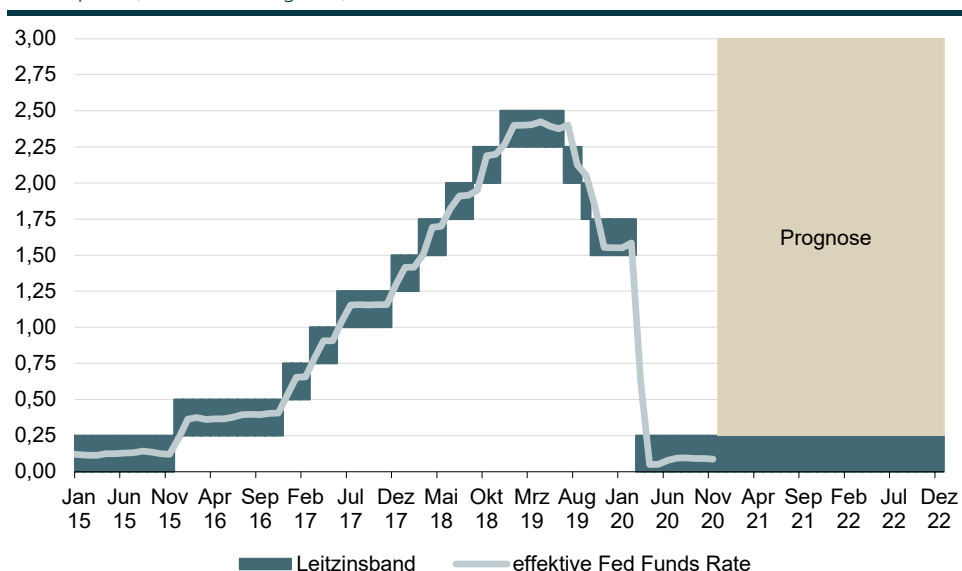
Donnerstag, 17. Dezember 2020

## USA: Forward Guidance für das Anleihekaufprogramm – V-Erholung?

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend nur wenige Änderungen an ihrem Statement vorgenommen. Allerdings wurde sie hinsichtlich der Voraussetzungen für ein Zurückfahren des bisherigen Anleihekaufprogramms etwas konkreter.
- Der Wachstumsausblick wurde von den FOMC-Mitgliedern sehr deutlich nach oben revidiert. Die Projektionen liegen jetzt sehr nahe an einem V-förmigen Aufschwung. Gleichwohl wurde der Ausblick für den Leitzinspfad nicht verändert. Die Mehrheit der FOMC-Mitglieder erwartet weiterhin mehrheitlich keine Leitzinserhöhung bis einschließlich Ende 2023. Erstmals wurden mit dem Zinsentscheid auch Informationen zur Prognoseunsicherheit sowie zur Chance/Risiko-Verteilung veröffentlicht.
- Fed-Chef Powell versprach in der anschließenden Pressekonferenz, dass das Ende des Anleihekaufprogramms frühzeitig von der Fed kommuniziert werden wird. Zudem scheint Powell die Notwendigkeit der wirtschaftlichen Unterstützung weiterhin beim Kongress zu sehen und nicht etwa bei der Fed.
- Die Aufnahme der Forward Guidance für das Anleihekaufprogramm in das Statement ist ein erster aber sehr kleiner Schritt hin zur geldpolitischen Normalisierung. Der Weg dürfte aber noch weit und beschwerlich werden.

1. **Im Vorfeld des gestrigen Zinsentscheids wurde darüber spekuliert, ob es hinsichtlich des Anleihekaufprogramms der Fed Änderungen geben würde.** Drei Aspekte wurden hierbei genannt: Verlängerung der Laufzeiten der Anleihen, Erhöhung der monatlichen Kaufvolumina und eine Forward Guidance hinsichtlich der Bedingungen, die vorliegen sollen, wenn die Fed mit einer Reduzierung der monatlichen Volumina beginnt. Nur der letzte Aspekt fand nun Eingang in das Statement der Fed. **Demnach muss die Volkswirtschaft substantielle Fortschritte gemacht haben, damit die Fed das monatliche Anleihekaufvolumen verringert.** Dieses blieb mit einem monatlichen Volumen von 80 Mrd. US-Dollar für Staatsanleihen sowie von 40 Mrd. US-Dollar für mit Hypotheken besicherte Anleihen (Mortgage Backed Securities) unverändert. Allerdings wurden diese Werte nun explizit genannt, was bislang nur Reden von FOMC-Mitgliedern zu entnehmen war. Der Vollständigkeit halber sei noch erwähnt: Das Leitzinsintervall blieb mit 0,00 % bis 0,25 % unverändert.
2. Mit Ausnahme der oben erwähnten Forward Guidance für das Anleihekaufprogramm gab es **keine weiteren Änderungen im Statement.** Der Zinsentscheid wurde einstimmig getroffen (weitere Details: siehe Anhang).

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



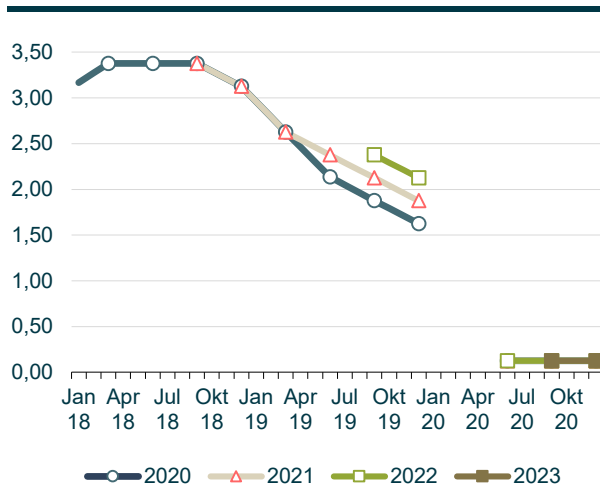
Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank



Donnerstag, 17. Dezember 2020

3. **Trotz der anhaltend hohen Corona-bedingten Risiken haben die FOMC-Mitglieder ihre Wachstumsprojektionen sehr deutlich nach oben korrigiert.** Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2020 erwarten die FOMC-Mitglieder nun für Ende 2023 ein Niveau für das Bruttoinlandsprodukt (BIP), das 1,6 Prozentpunkte höher liegt. Im Vergleich zu einem fiktiven Szenario ohne Corona (V-Erholung) läge das BIP damit nur noch 1,1 Prozentpunkte niedriger. Unterstellt man jedoch für das fiktive Szenario ohne Corona nicht das Vorkrisen-Wachstum, sondern das von den FOMC-Mitgliedern angegebene langfristige Wachstumstempo in Höhe von 1,8 %, **dann wäre das Kriterium einer V-Erholung sogar vollständig erfüllt.** Unser offizieller Prognoseausblick reicht derzeit bis Ende 2022. Im Vergleich zu unserer Prognose liegen die FOMC-Mitglieder mit ihrer Projektion nun um 0,6 Prozentpunkte höher. Zum Vergleich: Gegenüber der jüngsten Bloomberg-Umfrage unter Analysten ist unsere BIP-Prognose für das zweite Quartal 2022 (weiter reicht der Umfragehorizont nicht) derzeit 0,8 Prozentpunkte höher. Die Projektionen der Fed entsprechen zwar noch keiner V-Erholung (hierzu müsste sich die Differenz zum fiktiven Szenario ohne Corona vollständig verringern), aber die Projektionen sind nur noch wenig unterhalb dieses Positivszenarios. Hierzu passend wurde auch der Pfad der Arbeitslosenquote nach unten angepasst. Für Ende 2023 wird nun eine Arbeitslosenquote von 3,7 % erwartet. Auch dies entspricht fast exakt dem Vorkrisen-Niveau (und wäre aus unserer Sicht ebenfalls ein sehr optimistisches Szenario). **Die geringe geldpolitische Relevanz der Anpassung der konjunkturellen Erwartungen deutet sich bereits bei den Inflationsprojektionen an.** Denn hier gab es nur eine leichte Anpassung nach oben. **Trotz dieses insgesamt günstigeren makroökonomischen Ausblicks gab es keine Änderungen bei den Leitzinsprojektionen.** So geht weiterhin die Mehrheit der FOMC-Mitglieder davon aus, dass es bis Ende 2023 zu keiner Leitzinswende kommt. Vize-Chef Richard Clarida hatte hierzu kürzlich in einer Rede die Voraussetzungen (nach seiner Einschätzung) skizziert. Demnach müsste die Inflationsrate (gemeint ist die Jahresteuersatzrate des Deflators der privaten Konsumausgaben PCE) über einen Zeitraum von zwölf Monaten mindestens bei 2 % liegen. Angesichts des Inflationsausblicks der FOMC-Mitglieder könnte dieses Kriterium im Jahr 2023 durchaus erfüllt sein.

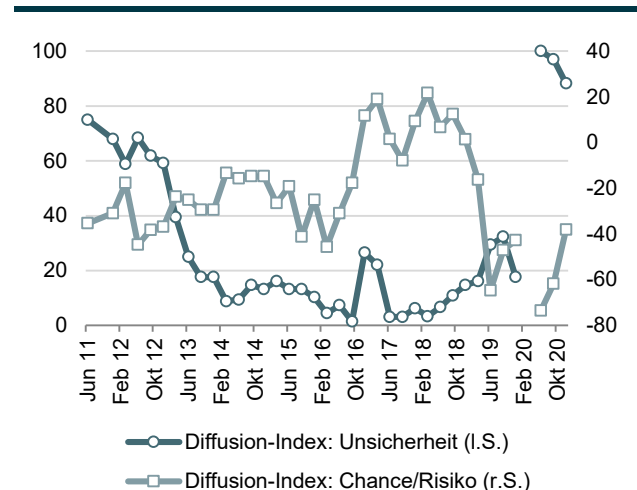
Leitzinsprojektionen der FOMC-Mitglieder (Median, in %, Jahresende)\*



\*Datenpunkte entsprechen Veröffentlichungsterminen von FOMC-Projektionen. Hinweis: Beim Zinsentscheid im März 2020 wurden keine Projektionen veröffentlicht.

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

Prognoseunsicherheit und Chance/Risiko-Verteilung der FOMC-Mitglieder



\*Mittelwert der jeweils vier Diffusionsindikatoren. Im Falle der Arbeitslosenquote fließt diese bei Chance/Risiko mit umgekehrtem Vorzeichen ein.

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

4. Erstmals zeitgleich mit dem Zinsentscheid haben die FOMC-Mitglieder auch ihre **Einschätzungen zur Prognoseunsicherheit** (im Vergleich zu den vergangenen 20 Jahren) und zu ihren **Risikoeinschätzungen** (Positivszenario vs. Negativszenario) veröffentlicht. Bislang wurden diese Informationen erst mit der Bekanntgabe der Sitzungsprotokolle veröffentlicht. Für die vier Makroindikatoren (BIP, Arbeitslosenquote, PCE-Deflator, Kernrate des PCE-Deflators) werden die FOMC-Mitglieder befragt, ob sie hinsichtlich ihrer Prognose unsicherer bzw. sicherer als bisher sind, und ob sie die Prognoserisiken auf der oberen bzw. auf der unteren Seite sehen. Aus den Antworten werden dann Diffusionsindikatoren berechnet („höher“ minus „niedriger“, dividiert durch Anzahl der FOMC-Mitglieder). Wir haben die jeweils vier Indikatoren zu einem Gesamtindikator

Donnerstag, 17. Dezember 2020

für die Prognoseunsicherheit bzw. für die Chance/Risiko-Verteilung zusammengefasst. Auffallend ist, dass die FOMC-Mitglieder seit 2007 die Prognoseunsicherheit für alle vier Makroindikatoren maximal gleich, aber nie niedriger einschätzten. Am aktuellen Rand hat zwar die Prognoseunsicherheit abgenommen. Im historischen Vergleich ist sie aber immer noch ausgeprägt hoch. **Hinsichtlich der Chance/Risiko-Einschätzung ist interessant, dass im Zeitraum Ende 2016 bis Ende 2018 die Chance-Szenarien überwogen.** Abgesehen von der ersten Leitzinserhöhung Ende 2015 umfasst dieser Zeitraum im letzten Konjunkturzyklus exakt die **Phase der Leitzinserhöhungen**. Gemessen an diesem Indikator droht unmittelbar keine Leitzinserhöhung: Die Risiken überwiegen nach Einschätzung der FOMC-Mitglieder die Chancen. Angesichts des aktualisierten makroökonomischen Ausblicks ist es aus unserer Sicht aber umso erstaunlicher, wie stark die Chancen trotz der Aufwärtsrevision dennoch eingeschätzt werden.

5. **In der anschließenden Pressekonferenz versprach Fed-Chef Powell, dass die Fed den Beginn der Reduzierung des Anleihekaufprogramms frühzeitig kommunizieren wird.** Zur Erinnerung: Als im Frühjahr 2013 die Fed andeutete, das damalige Programm beenden zu wollen, gab es internationale Finanzmarkturbulenzen. Zudem betonte Powell, dass die Fed die notwendige Flexibilität hat, im Bedarfsfall das Kaufvolumen auch zu erhöhen. **Erneut wies er auf die Notwendigkeit weiterer fiskalpolitischer Hilfen hin.** Dies bestätigt uns in unserer Einschätzung, dass die Fed das Gebot zum Handeln beim Kongress sieht und nicht bei den eigenen geldpolitischen Instrumenten. Auch zu den aktuellen Corona-Entwicklungen nahm Powell Stellung. **Seiner Einschätzung nach würden zeitnahe Konjunkturindikatoren erneute Corona-bedingte Belastungen andeuten.** Dem würden wir derzeit eher widersprechen. So deuten zwar Tagesdaten zum privaten Konsum für Ende November eine ausgeprägte Abschwächung um mehrere Prozentpunkte an. Gleichwohl lieferten die Dezemberwerte eine klare Entwarnung: Die Schwäche scheint mit dem aus Konsumsicht quasi ausgefallenen Thanksgiving-Geschäft zu tun zu haben und ist letztlich der Saisonbereinigung und nicht den jüngsten Corona-Entwicklungen geschuldet. Interessanterweise wies Powell auch darauf hin, dass es (nur) eine längere Zeit dauern wird, bis sich die Volkswirtschaft dauerhaft von der Corona-Krise erholen würde. Diese Aussage steht wie ebenso wie die Projektionen der FOMC-Mitglieder im Widerspruch zu den meisten Aussagen von Analysten: **Konsens unter den Analysten ist bislang eine L-förmige Erholung.** Diese beinhaltet einen dauerhaften Abschlag bei der Höhe der wirtschaftlichen Aktivität, der freilich je nach Analysteneinschätzung unterschiedlich hoch ist. **Von diesen (inklusive unserer eigenen) Einschätzungen unterscheiden sich die Projektionen der FOMC-Mitglieder substantiell.**

6. **Man könnte die Forward Guidance hinsichtlich des Anleihekaufprogramms als geldpolitisch restriktives Signal interpretieren.** Nach dieser Lesart wäre es der erste Schritt, der notwendig gewesen ist, um überhaupt über das Ende des Anleihekaufprogramms zu spekulieren (was wiederum der ersten Leitzinserhöhung vorausgehen dürfte). Allerdings ist dieser Schritt sehr klein, und er ist aus Sicht der Fed sicherlich kein Versprechen, zeitnah die Kaufvolumina zu verringern. **Auch wenn nach Einschätzung der FOMC-Mitglieder die makroökonomischen Risiken abgenommen haben, sind diese aus unserer Sicht weiterhin substantiell groß.** Wir gehen derzeit nicht davon aus, dass bereits im kommenden Jahr die Kaufvolumina verringert werden. Erst 2022 steigt hierfür die Wahrscheinlichkeit.

#### 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. Dezember 2020

## Anhang

**FOMC-Statement vom 16. Dezember 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 COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. Economic activity and employment have continued to recover but remain well below their levels at the beginning of the year. Weaker demand and earlier declines in oil prices have been holding down consumer price inflation. Overall financial conditions remain accommodative, 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 on economic activity, employment, and inflation in the near term, and poses considerable risks to the economic outlook over the medium term.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations 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 continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed securities ~~at least by~~ at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward the ~~current pace to sustain~~ Committee's maximum employment and price stability goals. These asset purchases help foster smooth market functioning and ~~help foster~~ accommodative financial conditions, thereby 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; ~~Mary C. Daly~~; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles. ~~Ms. Daly voted as an alternate member at this meeting.~~



Donnerstag, 17. Dezember 2020

Fed-Projektionen\*

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