

Donnerstag, 4. November 2021

## USA: Der erste Tapering-Schritt ist gemacht!

■ Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend erwartungsgemäß ihr monatliches Anleiheankaufprogramm von 120 Mrd. US-Dollar auf 105 Mrd. US-Dollar verringert. Zudem wurde eine weitere Reduzierung in dieser Höhe für Dezember avisiert.

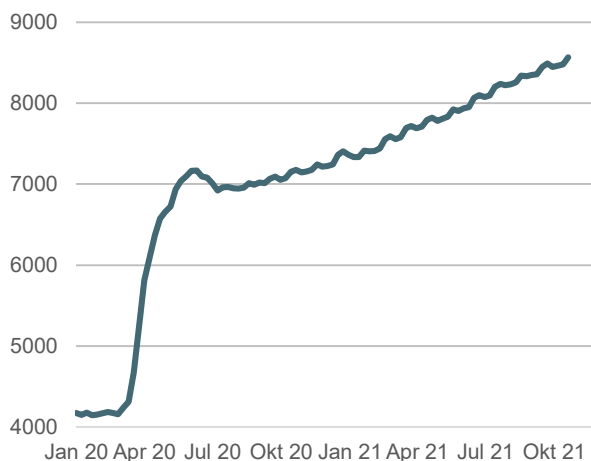
■ In der anschließenden Pressekonferenz war Inflation das maßgebliche Thema. Die FOMC-Mitglieder scheinen weiterhin relativ sicher zu sein, dass die aktuell hohen Inflationsraten nur ein vorübergehendes Phänomen darstellen. Gleichwohl bestätigte Powell, dass der Inflationsausblick mit hohen Risiken behaftet ist.

■ Bei unserer nächsten turnusmäßigen Prognoseaktualisierung werden wir unseren bisherigen Inflationsausblick relativ deutlich nach oben nehmen. Insbesondere die Anpassung im Bereich der Mieten sorgt dann auch für eine Änderung unseres geldpolitischen Ausblicks.

1. **Die Fed hat bei ihrem Zinsentscheid am gestrigen Abend einen ersten Schritt der geldpolitischen Straffung vollzogen.** Erwartungsgemäß wurde das bisherige Volumen ihres monatlichen Anleiheankaufprogramms verringert („Tapering“). Statt wie bisher 80 Mrd. US-Dollar wird sie nun nur noch 70 Mrd. US-Dollar Staatsanleihen kaufen. Auch das Volumen der mit Hypotheken besicherten Anleihekäufe verringert sich von 40 auf 35 Mrd. US-Dollar. Diese Regelung gilt ab November, im Folgemonat ist eine Reduzierung in derselben Höhe geplant. Sollte die Fed dieses Reduzierungstempo fortsetzen, würde sie ab Juni kommenden Jahres keine zusätzlichen Anleihen mehr kaufen. Bereits dieses Tempo ist straffer als im vergangenen Konjunkturzyklus. Damals wurde eine Reduzierung von Zinsentscheid zu Zinsentscheid (also quasi im Sechs-Wochenrhythmus) um 15 Mrd. US-Dollar beschlossen, und anders als damals weist die Fed nun explizit daraufhin, dass sich das Tempo der Reduzierung in den kommenden Monaten verändern kann. Dies ist eindeutig ein Wink mit dem Zaunpfahl. Eine Reduzierung um 30 Mrd. US-Dollar ist ab Januar kommenden Jahres nicht auszuschließen. **Die FOMC-Mitglieder haben in den vergangenen Monaten wiederholt darauf verwiesen, dass eine erste Leitzinserhöhung erst dann anstünde, wenn das monatliche Anleiheankaufprogramm ein Ende gefunden hat.** Ein früheres Ende des Programms wäre daher damit gleichzusetzen, dass die Fed zumindest die Möglichkeit erhielte, die Leitzinswende früher als derzeit geplant im kommenden Jahr zu vollziehen.

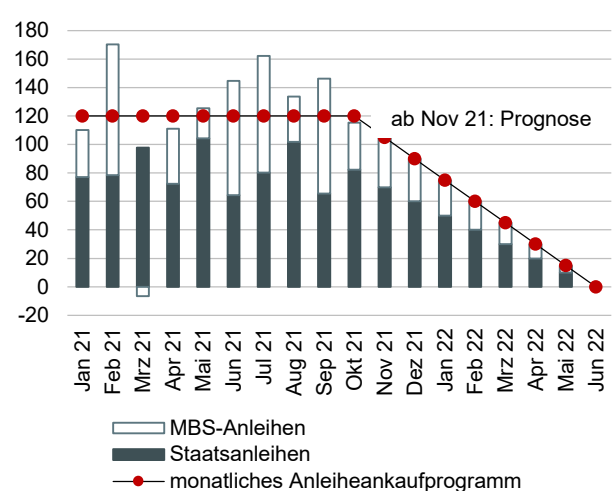
2. Im Zuge der Corona-Krise hat die Fed ihrem Statement einen Anfangssatz vorangestellt. Anschließend folgte die übliche Lageeinschätzung (weitere Details: siehe Anhang). **Die Änderungen im Abschnitt zur Lageeinschätzung betreffen die Einordnung der jüngsten Inflationsentwicklungen. Diese werden weiterhin als zeitlich befristetes Phänomen –**

Bilanzsumme der Fed (in Mrd. US-Dollar)



Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

Anleiheankaufprogramm (in Mrd. US-Dollar)



Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

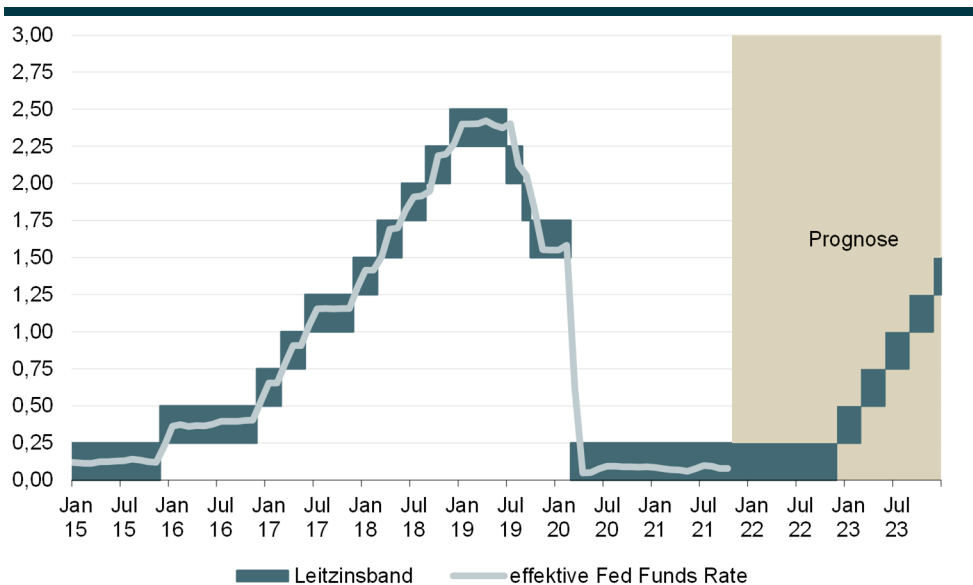


Donnerstag, 4. November 2021

**spricht transitorisch – eingeschätzt.** Neu ist nun die Aufnahme einer Erklärung der Fed für diese Entwicklungen im Statement. Für diese wären Ungleichgewichte von Angebots- und Nachfrageentwicklungen verantwortlich. Diese wiederum sind das Ergebnis der sich wieder öffnenden Volkswirtschaft. Wirklich neu ist diese Einschätzung nicht, aber sie bedeutet zweierlei. Die Fed scheint diese Entwicklungen besser kommunizieren bzw. erklären zu wollen. Es gab also aus ihrer Sicht einen Erklärungsbedarf. Zum anderen scheinen die FOMC-Mitglieder hinsichtlich der transitorischen Effekte weiterhin relativ gelassen zu sein. Im nächsten Abschnitt wurden leichte Anpassungen hinsichtlich der bestehenden Risiken vorgenommen. **Die mit Abstand umfangreichsten Änderungen betreffen die Textpassage zum Anleiheankaufprogramm inklusive des Ausblicks auf eine weitere Reduzierung um insgesamt 15 Mrd. US-Dollar im Dezember.**

3. **Die anschließende Pressekonferenz von Fed-Chef Powell war nicht die schlechteste in diesem Jahr (Juli-Meeting), aber einen souveränen Eindruck hinterließ er dennoch nicht.** Drei Themenfelder waren aus unserer Sicht von höherem Interesse: transitorische Preiseffekte, Lohndynamik und höheres Tapering-Tempo. Beim Themenfeld „transitorische Preiseffekte“ erwies sich Powell als sattelfest und wir können seiner Argumentation vollständig folgen. Diese resultieren aus einem Mismatch von Angebot und Nachfrage, sind schwierig zu prognostizieren und von geldpolitischer geringer Relevanz. Wirklich dünn wurde seine Erklärung der zuletzt stärkeren Lohndynamik. Diese würde im Zusammenhang mit dem ebenfalls kräftigen Produktivitätswachstum stehen. Tatsächlich war das Produktivitätswachstum insbesondere im zweiten Quartal 2020 extrem stark. Der Grund hierfür war aber nicht etwa ein Technologiesprung, sondern die sogenannte „Entlassungsproduktivität“. Dies als Begründung für eine stärkere Lohndynamik zu verwenden, ist aus Analystensicht falsch und aus Sicht eines geldpolitischen Entscheidungsträgers auch noch fahrlässig. Bezüglich des im Vergleich zu 2013 strafferen Tempos bei der Verringerung des monatlichen Anleiheankaufprogramms verwies Powell auf eine dynamischere Nachfrageentwicklung als auch auf einen höheren Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt. Bei beiden Argumenten kann man aus unserer Sicht Fragezeichen setzen. Denn die dynamischere Nachfrageentwicklung ist eine Folge des zuvor starken Wirtschaftseinbruchs. Der Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt ist gemessen an der Arbeitslosenquote zwar höher als 2013. Aber aus Analystensicht stellt sich in diesem Jahr nicht die Frage nach der Stärke am Arbeitsmarkt, sondern vielmehr warum die Beschäftigungsdynamik so schwach ist. Vermutlich wird das Sitzungsprotokoll zu diesem Zinsentscheid über die eigentlichen Beweggründe (Inflationsrisiken abseits der transitorischen Effekte) mehr Klarheit schaffen.

**Leitzinspfad (DekaBank bisherige Prognose)**



Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

4. **Wir nehmen bei unserer nächsten turnusmäßigen Prognoseaktualisierung eine deutliche Korrektur unserer Inflationsprognose nach oben vor.** Rein numerisch besteht der größte Anpassungsbedarf im Bereich Energie. Auch im Bereich der transitorischen Preiseffekte gibt es deutliche Änderungen. Die diesbezüglichen Preisrückgänge lassen länger auf



**Donnerstag, 4. November 2021**

sich warten als bislang von uns erwartet wurde. Dies gilt auch für den Bereich der Nahrungsmittel. All diese Anpassungen wären in „normalen“ Prognosezeiten extrem ungewöhnlich. Sie sind für sich genommen aber aus geldpolitischer Sicht nur von geringerer Bedeutung. **Wichtiger ist in diesem Zusammenhang unsere Prognose Anpassung im Bereich Mieten.** Hier deuteten sich bereits in den vergangenen Monaten aufgrund der stark gestiegenen Immobilienpreise zunehmende Risiken an. **Die Septemberdaten der Verbraucherpreise lassen aus unserer Sicht den Schluss zu, dass auch die Mietinflation zu einem Problem, wird und dies hat geldpolitische Relevanz.** Obwohl wir weiterhin einen deutlichen Rückgang der Inflation im kommenden Jahr erwarten, ist unsere Neueinschätzung zur Mietinflation ausschlaggebend. Denn diese wird vermutlich ein größeres Zeitfenster umfassen als die transitorischen Preiseffekte.

5. Wir teilen die Aussagen von Fed-Chef Powell zur Einordnung aktuellen Inflationsentwicklung. Allerdings haben in den vergangenen Wochen die Inflationsrisiken weiter zugenommen. Die Kombination aus hohen Inflationsrisiken für die kommenden Jahre und einem weiten Weg hin zu einer neutralen Geldpolitik bedeutet, dass die Fed ein höheres Tempo bei der Straffung vornehmen dürfte. **Wir werden daher vermutlich für das kommende Jahr einen weiteren zweiten Leitzinsschritt der Fed unterstellen. Der Termin der Leitzinswende würde sich hierdurch von Dezember auf September nach vorne verschieben.**

**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, 4. November 2021

## Anhang

### FOMC-Statement vom 03. November 2021 (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.

With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months, but the [summer's](#) rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting [factors that are expected to be](#) transitory ~~factors~~. [Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have contributed to sizable price increases in some sectors.](#) 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 continues to depend on the course of the virus. Progress on vaccinations [will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation.](#) Risks to the economic outlook remain.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation having run 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. ~~Last~~ [In light of the substantial further progress the economy has made toward the Committee's goals since last December, the Committee indicated that it would continue to](#) ~~decided to begin reducing the monthly pace of its net asset purchases by \$10 billion for Treasury securities and \$5 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will~~ increase its holdings of Treasury securities by at least ~~\$80~~ [\\$70](#) billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least ~~\$40~~ [\\$35](#) billion per month ~~until substantial further progress has been made toward its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals. If progress continues broadly as expected, the Committee-~~ [Beginning in December, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \\$60 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \\$30 billion per month. The Committee judges that a](#) ~~moderations~~ [similar reductions](#) in the pace of ~~asset purchases may soon be warranted. These~~ [net](#) asset purchases ~~help~~ [will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to](#) foster smooth market functioning and 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; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Mary C. Daly; Charles L. Evans; Randal K. Quarles; and Christopher J. Waller.