

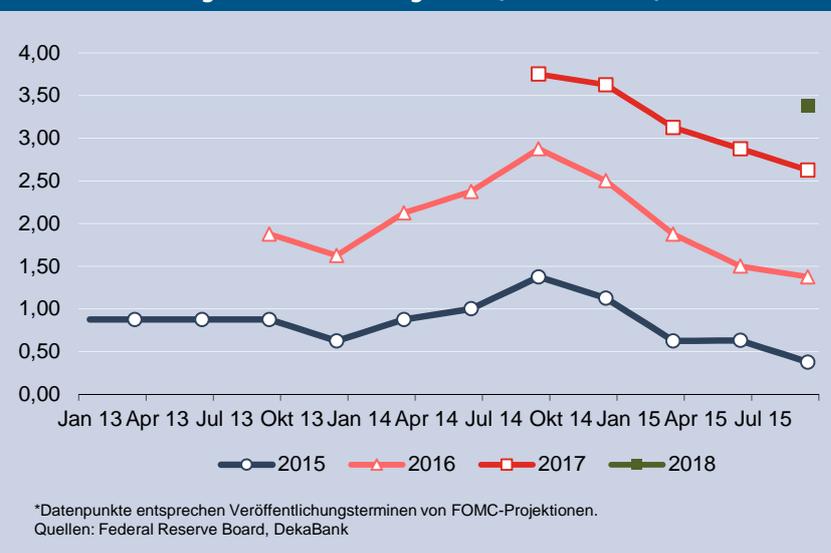
USA: Keine Leitzinswende – globale Entwicklungen dämpfen den Inflationsausblick

■ Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend die Leitzinsen wieder nicht angehoben. Die Änderungen im Statement deuten an, dass hierfür globale Entwicklungen verantwortlich gewesen sind. Die Änderungen bei den Projektionen sind hingegen marginal. Beim erwarteten Leitzinspfad bis Ende 2017 fehlt nur die nun nicht erfolgte Leitzinserhöhung. In der anschließenden Pressekonferenz von Janet Yellen wurde deutlich, dass auch die zu niedrige Inflation ein Grund für das zögerliche Verhalten der FOMC-Mitglieder ist.

■ Die Leitzinswende ist durchaus auch für den Zinsentscheid im Oktober denkbar. Allerdings ist es fraglich, ob sich innerhalb dieses Zeitfenster von sechs Wochen klären wird, wie schwach sich die Weltwirtschaft entwickeln wird und welche Auswirkungen dies für die US-Wirtschaft hat. Wahrscheinlicher ist wohl, dass die Leitzinswende erst beim Zinsentscheid im Dezember erfolgt. Angesichts der Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt ist aus unserer Sicht das zögerliche Verhalten der Fed nicht nachvollziehbar.

1. Nein, die Fed hat die Leitzinsen nicht erhöht. Das Zielband von 0,00 % bis 0,25 % bleibt weiterhin bestehen (Bloomberg-Umfrage: 0,00 % bis 0,25 %; DekaBank: 0,25 % bis 0,50 %). Dem Statement zum Zinsentscheid lässt sich der Grund für das zögerliche Verhalten der FOMC-Mitglieder entnehmen: **Sowohl die globalen Konjunktur- als auch die jüngsten Finanzmarktentwicklungen würden zu einer schwächeren Inflationsentwicklung führen.** Ein alleiniger Hinweis auf die Finanzmarkturbulenzen der vergangenen Wochen hätte die Möglichkeit einer Leitzinserhöhung beim nächsten Zinsentscheid Ende Oktober offen gelassen. Denn eine weitere Marktberuhigung, die tatsächlich in den letzten beiden Wochen schon zu beobachten gewesen ist, wäre durchaus innerhalb eines Zeitfensters von sechs Wochen mindestens denkbar gewesen. **Der Hinweis auf die globalen Entwicklungen eröffnet hingegen Szenarien, in denen die Leitzinswende in diesem Jahr nicht mehr erfolgt.** Den neuen Projektionen der FOMC-Mitglieder lässt sich zumindest entnehmen, dass die FOMC-Mitglieder für dieses Jahr noch mit dem ersten Leitzinsschritt rechnen.

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



2. Erneut deuten die Änderungen im **ersten Abschnitt** des Statements eine insgesamt freundlichere Einschätzung **der gesamtwirtschaftlichen Lage** an. So würde die Wirtschaft moderat expandieren, was auch mit leichten Abstrichen für die **privaten Konsumausgaben** und die **Unternehmensinvestitionen** gälte. Nur noch vom **Außenhandel** kämen weiterhin schwache Wachstumsimpulse. Am **Arbeitsmarkt** würde das Maß der Unterauslastung weiter abnehmen, was bislang mehrere Arbeitsmarktindikatoren angezeigt hätten und nun als eine allgemeine Entwicklung betrachtet wird. Die Inflation ist hingegen weiterhin schwach. Dies stünde sowohl im Zusammenhang mit dem erneuten Rückgang der Energiepreise als auch mit niedrigeren Importpreisen. Im **zweiten Abschnitt** werden die Befürchtungen über das globale Wachstum und die Finanzmarkturbulenzen erwähnt. Zwar wären die Risiken für die weitere wirtschaftliche Entwicklung und die Aussichten am Arbeitsmarkt weiterhin ausgeglichen. Allerdings würden globale Entwicklungen nun wachsam beobachtet werden. **Die weiteren drei Abschnitte blieben wortgleich zur Juli-Version.** Jeffrey M. Lacker stimmte gegen den Entscheid, weil er bereits für dieses Meeting eine Leitzinserhöhung gewünscht hätte.

3. Für die Projektionen gab es eine im Vorfeld schon angekündigte Neuerung. So wurden nun die Medianwerte aller Projektionen angegeben. Hierdurch haben sich teilweise auch die Vergleichswerte vom Zinsentscheid im Juni geändert. **Die numerischen Änderungen bei den Projektionen sind nicht besonders groß.** So wurden die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts für Ende 2016 und Ende 2017 leicht nach unten korrigiert. Hier dürfte sich der schwächere globale Wachstumsausblick widerspiegeln. Allerdings gab es eine kompensierende Aufwärtsrevision für das laufende Jahr. Ähnliche Korrekturen gab es bei den Projektionen für die Inflation (Kernrate des Deflators der privaten Konsumausgaben). Für Ende dieses Jahr ist die Inflationserwartung der FOMC-Mitglieder leicht höher und für Ende 2016 bzw. Ende 2017 leicht tiefer. Erneut nach unten revidiert wurde die Entwicklung der Arbeitslosenquote, und zwar auch das langfristige Gleichgewichtsniveau. **Statt bislang 5,0 % wird nun langfristig mit einer Arbeitslosenquote von 4,9 % gerechnet. Die geringen makroökonomischen Korrekturen erklären, weshalb auch beim erwarteten Leitzinspfad keine grundsätzliche neue Einschätzung vorliegt.** So fehlt nur die für dieses Meeting ursprünglich Leitzinserhöhung. Die Anzahl von vier Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr sowie fünf Erhöhungen für das Jahr 2017 blieben unverändert. Für 2018 wurden nun erstmals Projektionen von den FOMC-Mitgliedern abgegeben. Diese entsprechen weitestgehend den langfristigen Einschätzungen.

4. In der **anschließenden Pressekonferenz** deutete Janet Yellen an, dass die Gewissheit noch nicht ausreichend groß ist, dass die Inflationsrate in den kommenden Jahren ansteigen wird. Zwar war sie bemüht, die globalen Entwicklungen (im Gegensatz zum Statement) nicht zu hoch zu werten. **Zudem bekräftigte sie, dass die Mehrheit der FOMC-Mitglieder für dieses Jahr noch eine Leitzinserhöhung erwartet** und wies darauf explizit hin, dass dieser Schritt durchaus beim Zinsentscheid im Oktober erfolgen könne. Gleichwohl klang sie hierbei nicht überzeugend.

5. **Wir werden vermutlich nach diesem Zinsentscheid unsere Leitzinsprognose den Projektionen der Fed entsprechend um 25 Basispunkte nach unten anpassen.** Nimmt man nur die Aussagen von Janet Yellen und die aktualisierten Projektionen, dann könnte man durchaus behaupten, dass bei diesem Zinsentscheid eigentlich nicht viel passiert ist (außer dass die Leitzinswende ausgeblieben ist). Der Eindruck, den die Änderungen im Statement hinterlassen, ist allerdings ein anderer. Die Fed orientiert sich in diesem Leitzinserhöhungszyklus nicht mehr an alten Zusammenhängen wie den beiden Hauptzielen Vollbeschäftigung und einer Inflationsrate von 2 % (so genannte Taylor Regel). Aufgrund des komplexeren Entscheidungsprozesses und den erhöhten geldpolitischen Unwägbarkeiten ist dieser schwammigere Ansatz durchaus nachzuvollziehen. Zinserhöhungen sind daher

erst zu erwarten, wenn die Lohn und Preisdaten auf einen erhöhten Inflationsdruck hinweisen.

Autor:

Rudolf Besch

Tel.: 069/7147-5468, E-Mail: rudolf.besch@deka.de

Rechtliche Hinweise: 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.

Anhang (Änderungen hervorgehoben)

FOMC-Statement vom 17. September 2015

Information received since the Federal Open Market Committee met in July suggests that economic activity is expanding at a moderate pace. Household spending and business fixed investment have been increasing moderately, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft. The labor market continued to improve, with solid job gains and declining unemployment. On balance, labor market indicators show that underutilization of labor resources has diminished since early this year. Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation moved lower; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term. Nonetheless, the Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced but is monitoring developments abroad. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward 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

FOMC-Statement vom 29. Juli 2015

Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that economic activity has been expanding moderately in recent months. Growth in household spending has been moderate and the housing sector has shown additional improvement; however, business fixed investment and net exports stayed soft. The labor market continued to improve, with solid job gains and declining unemployment. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources has diminished since early this year. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and decreasing prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of earlier declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward 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

anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.

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. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams. Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 25 basis points at this meeting.

anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.

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. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.

**Fed-Projektionen* im Vergleich zu Markterwartungen und DekaBank-Prognosen
(Stand September 2015, 4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte)**

	2015	2016	2017	2018	langfristig
Bruttoinlandsprodukt					
Fed (Juni 2015)	2,1 (1,9)	2,3 (2,5)	2,2 (2,3)	2,0	2,0 (2,0)
DekaBank	2,4	2,7			
Markteinschätzungen**	2,5	2,6			
Arbeitslosenquote					
Fed (Juni 2015)	5,0 (5,1)	4,8 (5,1)	4,8 (5,0)	4,8	4,9 (5,0)
DekaBank	4,9	4,4			
Markteinschätzungen**	5,1	4,9			
PCE-Deflator					
Fed (Juni 2015)	0,4 (0,7)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)	2,0	2,0 (2,0)
DekaBank	0,8	2,2			
Markteinschätzungen**	0,8	1,7			
PCE-Deflator (Kern)					
Fed (Juni 2015)	1,4 (1,3)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)	2,0	
DekaBank	1,5	1,9			
Markteinschätzungen**	1,5	1,7			
Fed Funds Target Rate					
Fed (Juni 2015)	0,38 (0,63)	1,38 (1,63)	2,63 (2,88)	3,38	3,50 (3,75)
DekaBank	0,63	1,63	2,88	2,88	
Markteinschätzungen**	0,48	1,58			

*Medianwerte in % bzw. %-Pkten

**Markteinschätzungen: Umfrageergebnisse v. Consensus Economics u. Bloomberg

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