Donnerstag, 4. Mai 2017

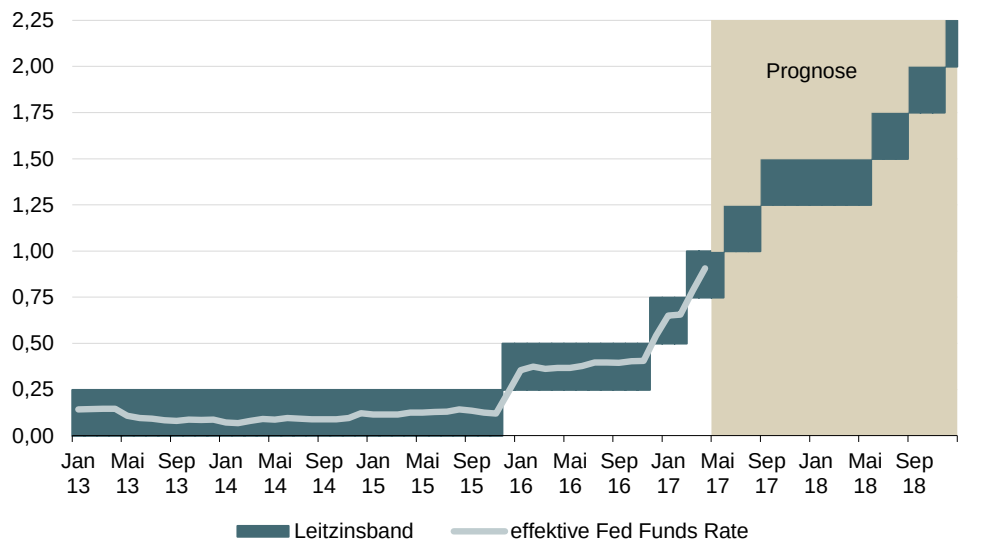
USA: Wirtschaftsschwäche nur temporär – Fed bleibt auf Zinserhöhungskurs

- *Die Fed hat beim gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß das Leitzinsintervall mit 0,75 % bis 1,00 % nicht verändert. Die Änderungen im Statement deuten an, dass die FOMC-Mitglieder von einer temporären konjunkturellen Schwäche im ersten Quartal ausgehen. Somit scheint die Mehrheit im FOMC, eine Leitzinserhöhung im Juni zu präferieren.*
- *Wir gehen davon aus, dass die Fed im Juni und im September jeweils Leitzinserhöhungen um 25 Basispunkte vornehmen wird. Dann dürfte eine Pause von einem halben Jahr erfolgen. In diesem Zeitraum fällt der Beginn der Bilanzreduzierung, der ebenfalls einer geldpolitischen Straffung entspricht.*

1. **Die FOMC-Mitglieder haben bei ihrem gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß die Leitzinsen nicht angehoben.** Somit hat das Leitzinsintervall von 0,75 % bis 1,00 % weiterhin Bestand. Bei diesem „kleinen" Treffen wurde ausschließlich ein Statement von der Fed veröffentlicht. Eine Aktualisierung der Projektionen sowie eine Pressekonferenz sind erst wieder beim nächsten Treffen im Juni geplant. **Die jüngsten Konjunktur- und Preisdaten waren sicherlich nicht im Sinne der FOMC-Mitglieder.** Umso spannender war die Frage, wie die FOMC-Mitglieder diesen Daten Rechnung tragen würden, ohne sich die Möglichkeit einer Leitzinserhöhung im Juni zu nehmen. Die gewählten Änderungen im ersten sowie im zweiten Abschnitt des Statements zeigen, dass die FOMC-Mitglieder eine gute Lösung gefunden haben, in dem sie auf eine zeitliche Befristung der konjunkturellen Schwäche verweisen. **Sofern die nächsten Konjunkturdaten die FOMC-Mitglieder bestätigen, dass sich die grundsätzliche Wachstumsdynamik nicht verschlechtert hat, dürften sie beim Zinsentscheid im Juni eine weitere Erhöhung beschließen.**

2. **Die Änderungen im Statement betreffen im Wesentlichen den ersten sowie an einer Stelle den zweiten Abschnitt** (siehe Anhang). Die FOMC-Mitglieder verweisen im ersten Abschnitt darauf, dass die gute Dynamik am Arbeitsmarkt in den vergangenen Monaten anhielt, obwohl das Wirtschaftswachstum nur gering war. Auch auf die schwache Konsumdynamik der privaten Haushalte nehmen die FOMC-Mitglieder Bezug und verweisen darauf, dass die Grundlagen für eine zukünftig solide Wachstumsdynamik weiterhin vorliegen. Zudem erwähnen die FOMC-Mitglieder nun, dass die Investitionsdynamik der Unternehmen zuletzt wieder etwas stärker geworden ist. Dem Rückgang der Inflation (Märzdaten), gemessen am Deflator der privaten Konsumausgaben ohne Lebensmittel und Energie, tragen die FOMC-Mitglieder ebenfalls Rechnung. Dies scheint aber eher eine reine Beschreibung der Daten zu sein, als ein Hinweis, dass die FOMC-Mitglieder hier eine weitere Abflachung befürchten würden. **Im zweiten Abschnitt wird explizit darauf verwiesen, dass die FOMC-Mitglieder davon ausgehen,**

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)

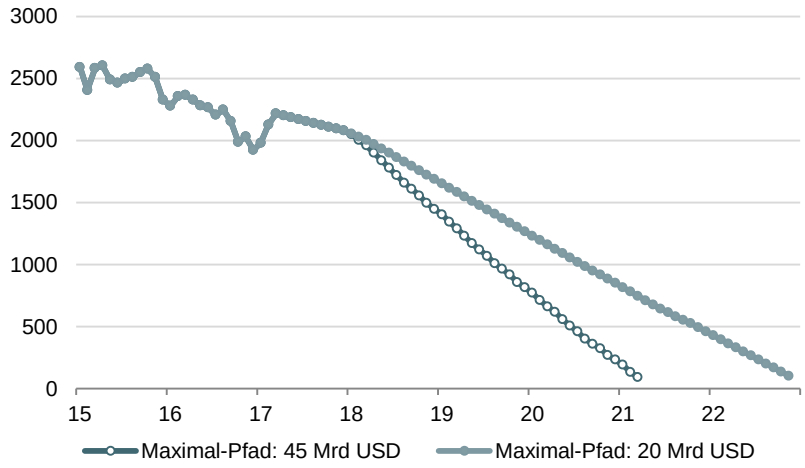


Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

Donnerstag, 4. Mai 2017

dass die wirtschaftliche Schwäche im ersten Quartal ein temporäres Phänomen gewesen ist. Im Gegensatz zur Zinserhöhung im März lag bei diesem Zinsentscheid wieder Einstimmigkeit vor.

Überschussreserven in der Fed-Bilanz*



*in Mrd. US-Dollar. Ab April 2017 Prognose
Quellen: Federal Reserve Board, Federal Reserve New York, Prognose: DekaBank

3. **Mit dem Sitzungsprotokoll zum Zinsentscheid im März dieses Jahres wurde deutlich, dass eine Mehrheit der FOMC-Mitglieder den Beginn einer Verringerung der Fed-Bilanz wünscht.** Bislang werden auslaufende Anleihen von der Fed zeitnah reinvestiert, sodass die Bilanzsumme nahezu konstant bleibt. Während über den Zeitpunkt des Beginns der Bilanzreduzierung wohl schon Einigkeit besteht, ist die Vorgehensweise noch unklar. Immerhin: die Reduzierung dürfte sowohl den Bestand an Staatsanleihen als auch die mit Hypotheken besicherte Anleihen (MBS) betreffen. Zudem wird ein aktiver Verkauf von Anleihen nicht präferiert. **Die Mehrheit der FOMC-Mitglieder scheint mit der Bilanzreduzierung eine zusätzliche geldpolitische Straffung zu verbinden.** Am wahrscheinlichsten ist daher, dass mit deren Beginn **nicht zeitgleich eine zusätzliche Leitzinserhöhung vorgenommen** werden **wird**. Wir vermuten, dass die Fed nicht mit einem einzigen Zinsentscheid das Ende der Reinvestitionen im vollen Umfang beschließen, sondern ähnlich wie bei der Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe 2014 schrittweise vorgehen wird. Problematisch ist (unter vielen anderen Aspekten), dass im Falle der Staatsanleihen die auslaufenden Volumina von Monat zu Monat extrem schwanken. Eine vollständige Unterlassung der Reinvestitionen könnte insbesondere 2018 zu einer unerwünschten Marktvolatilität führen. **Denkbar wäre daher, dass die Fed ein maximales Volumen benennt, das sie monatlich nicht mehr reinvestiert.** Übertreffen die auslaufenden Anleihen dieses Volumen in einem einzelnen Monat, würde der Überhang erneut reinvestiert. Liegt das Volumen darunter, wäre der Reduzierungseffekt auf die Fed-Bilanz entsprechend geringer. **Das Maximalvolumen könnte bei den Zinsentscheiden Dezember 2017, Januar 2018 und März 2018 auf das gewünschte Niveau schrittweise angehoben werden und dann im Bereich von 20 bis 45 Mrd. US-Dollar pro Monat liegen.** Werte darüber würden den durchschnittlichen monatlichen Betrag an auslaufenden Anleihen der kommenden Jahre (vermutlich) übertreffen. Unterhalb von 20 Mrd. US-Dollar wäre die Bilanzreduzierung zu gering. Angesichts der Schwierigkeiten bei der Kommunikation und der Erwartungsbildung an den Kapitalmärkten wäre es dann sinnvoller, die Bilanz dauerhaft unverändert zu lassen. Über die Ziel-Höhe der Fed-Bilanz scheint es innerhalb des FOMC ebenfalls noch Diskussionsbedarf zu geben. Kürzlich wurde von der Fed eine Studie zur Bilanzreduzierung vorgestellt. Hierbei wurde unterstellt, dass am Ende des Prozesses die Überschussreserven in der Fed-Bilanz von derzeit 2.200 Mrd. US-Dollar auf 100 Mrd. US-Dollar sinken würden. Vor der Finanzmarktkrise 2008 lagen die Überschussreserven bei null. Im Falle eines Maximalvolumens von 45 Mrd. US-Dollar wäre die Fed-Bilanz nach unserer Berechnung Anfang 2021 und im Falle eines Maximalvolumens von 20 Mrd. US-Dollar Ende 2022 wieder auf dem angestrebten Niveau.

4. Zurzeit werden unter den Analysten verschiedene Ansätze zur Fed-Bilanzreduzierung erörtert. Möglicherweise werden die Sitzungsprotokolle zum gestrigen Zinsentscheid weitere Informationen zu diesem Thema beinhalten. Relativ eindeutig kommu-

Donnerstag, 4. Mai 2017

niziert ist der Wille der FOMC-Mitglieder, mit der Bilanzreduzierung Ende des Jahres zu beginnen. Wir leiten hieraus ab, dass **sowohl im Juni als auch im September dieses Jahres die Leitzinsen weiter um jeweils 25 Basispunkte angehoben werden** (bisherige Prognose: September und Dezember). Hierbei spielt die Datenlage eine wesentlich geringere Rolle als noch im vergangenen Jahr. **Die Fed scheint also auf geldpolitischen Autopilot umgeschaltet zu haben** und nur noch bei außergewöhnlichen, überraschenden Ereignissen oder Entwicklungen eine Änderung vornehmen zu wollen. Dies wäre im Vergleich zu den Erfahrungen des vergangenen Jahres ein deutlicher Politikwechsel. **Der Beginn der Bilanzreduzierung sorgt unserer Einschätzung nach für eine Unterbrechung des Leitzinserhöhungszyklus im Dezember 2017 sowie im März 2018 und es dürften dann drei weitere Zinserhöhungen im weiteren Jahresverlauf von 2018 folgen.** Die Erfahrung von 2013 hat gezeigt, dass nicht etwa das monatliche Volumen an Anleihekäufe Marktentscheidend sein muss, sondern die Form der Kommunikation hinsichtlich deren Änderung. Die Fed dürfte daher bestrebt sein, die US-Rentenmärkte behutsam auf die anstehende Bilanzreduzierung vorzubereiten. Bislang ist ihr dies gelungen, **sodass wir weiterhin nur einen graduellen Anstieg der Renditen für US-Staatsanleihen in den kommenden Monaten erwarten.**

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 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.

Donnerstag, 4. Mai 2017

Anhang

FOMC-Statement vom 3. Mai 2017 (Änderungen beziehen sich auf die vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~February~~March indicates that the labor market has continued to strengthen ~~and that~~ even as growth in economic activity ~~has continued to expand at a moderate pace.~~slowed. Job gains ~~remained~~were solid, on average, in recent months, and the unemployment rate ~~was little changed in recent months.~~declined. Household spending ~~has continued to rise moderately while business~~rose only modestly, but the fundamentals underpinning the continued growth of consumption remained solid. Business fixed investment ~~appears to have~~ firmed ~~somewhat~~. Inflation ~~has increased in recent quarters, moving~~measured on a 12-month basis recently has been running close to the Committee's 2 percent longer-run objective~~; excluding~~. Excluding energy and food, consumer prices, declined in March and inflation ~~was little changed and~~ continued to run somewhat below 2 percent. Marketbased measures of inflation compensation remain low; 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~~The Committee views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory and continues to expect 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 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 ~~raise~~maintain the target range for the federal funds rate ~~to~~at 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. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant 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; 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~~Kaplan; Neel Kashkari; and Jerome H. Powell.