

Donnerstag, 18. März 2021

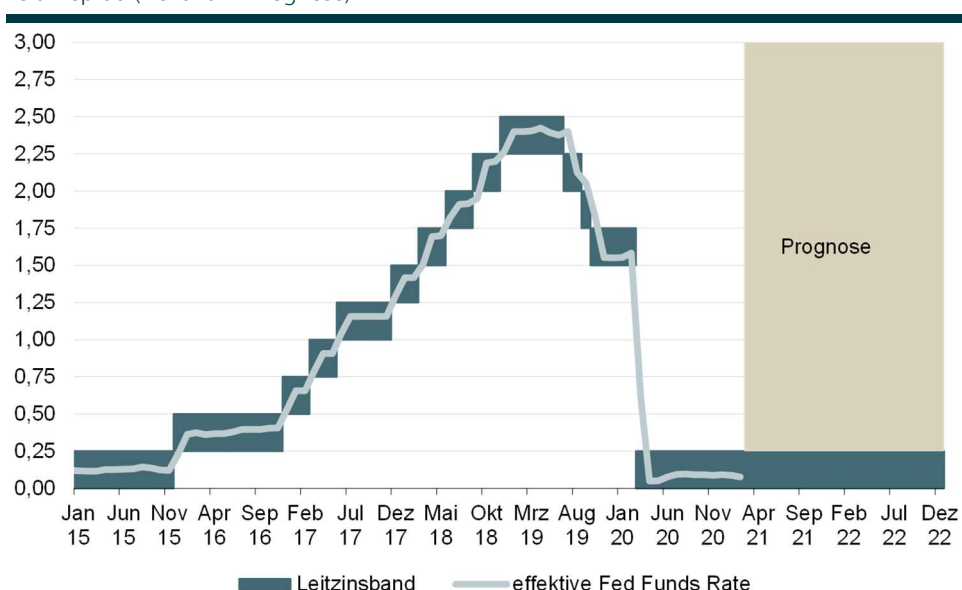
USA: FOMC-Mitglieder noch zu unsicher – keine Mehrheit für Leitzinswende 2023

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend nur wenige Änderungen an ihrem Statement vorgenommen.
- Erneut wurde der Wachstumsausblick bis Ende 2023 sehr deutlich nach oben genommen. Zudem wird nun für 2023 eine Inflationsrate knapp oberhalb des Zielwertes von 2 % erwartet. Gleichwohl rechnet weiterhin die Mehrheit der FOMC-Mitglieder nicht mit einer Leitzinswende bis Ende 2023. Nach ihrer Einschätzung ist die Prognoseunsicherheit weiterhin ungewöhnlich hoch. Allerdings überwiegen nun die Chancen gegenüber den Risiken.
- Fed-Chef Powell machte in der anschließenden Pressekonferenz deutlich, dass das Ende des Anleihekaufprogramms derzeit nicht zur Diskussion steht.
- Die Fed hat sich nicht gegen die deutlich gestiegenen Renditen für US-Staatsanleihen gestemmt. Wir erwarten indes weiterhin, dass das Anleiheankaufprogramm im kommenden Jahr zurückgefahren wird und Mitte 2023 die Leitzinswende beginnt.

1. **Der gestrige Zinsentscheid der Fed wurde von den Finanzmärkten durchaus mit Spannung erwartet:** Würde sich die Fed gegen die zuletzt deutlich gestiegenen Renditen der US-Staatsanleihen stemmen? Diese Frage kann nun mit einem klaren „Nein-Aber“ beantwortet werden. Denn eine diesbezügliche Handlung (in den vergangenen Wochen wurde beispielsweise über eine Operation Twist an den Finanzmärkten spekuliert) blieb aus. **Allerdings befürwortet weiterhin eine (nur noch) knappe Mehrheit von 11 zu 7 der FOMC-Mitglieder, auch bis Ende 2023 keine Leitzinswende vorzunehmen.** Die Änderungen im Statement waren relativ gering und dienten nur einer Aktualisierung, hingegen waren die Änderungen in den weiteren makroökonomischen Projektionen ungewöhnlich groß. Bezüglich der Prognose-Unsicherheit hatten die FOMC-Mitglieder kaum Änderungsbedarf. Diese ist weiterhin sehr hoch. Allerdings hat das Verhältnis von Chancen zu Risiken dramatisch gedreht und die Chancen überwiegen nun gegenüber den Risiken. Nur nachrichtlich: Das Leitzinsintervall blieb erwartungsgemäß mit 0,00 % bis 0,25 % unverändert und auch beim monatlichen Anleiheankaufvolumen (80 Mrd. US-Dollar für US-Staatsanleihen sowie 40 Mrd. US-Dollar für mit Hypotheken besicherte Anleihen) änderte sich nichts.

2. Im Zuge der Corona-Krise hat die Fed ihrem Statement einen Anfangssatz vorangestellt und anschließend folgt die übliche Lageeinschätzung (weitere Details: siehe Anhang). **In dem Abschnitt zur Lagescheinschätzung finden sich die einzigen Änderungen des Statements.** Nach einer Abnahme der zuvor sehr hohen Wirtschaftsdynamik lägen nun wiederum

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



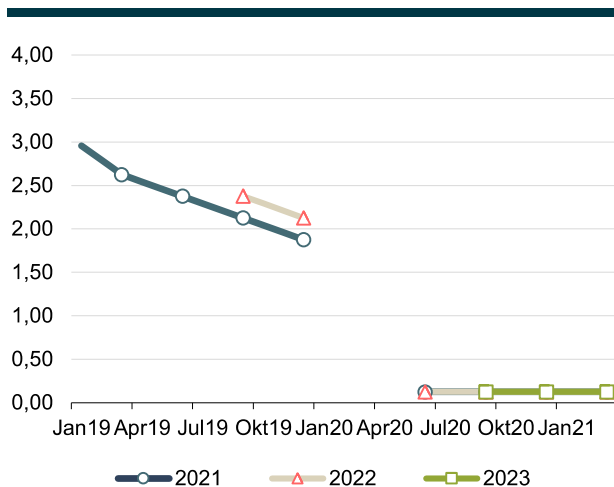
Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

Donnerstag, 18. März 2021

Hinweise auf eine stärkere Entwicklung vor. Zudem wurden die vorherigen Gründe (geringere Nachfrage, Ölpreise) für die niedrige Inflationsrate gestrichen.

3. **Das Ausmaß der Änderungen in den makroökonomischen Projektionen ist ungewöhnlich groß:** Der Konjunkturausblick wurde erneut nach oben revidiert. Die Projektionen beziehen sich stets auf das Jahreswachstum zum Ende eines Kalenderjahres. Über die Jahre 2021 bis 2023 aggregiert, liegt das Bruttoinlandsprodukt Ende 2023 nun um 2,1 Prozentpunkte höher als noch im Dezember vergangenen Jahres erwartet. Hatten wir damals erwähnt, dass die FOMC-Mitglieder fast eine V-Erholung erwarten würden, liegen die Projektionen nun sogar oberhalb einer V-Erholung. Die V-Erholung beschreibt ein fiktives Szenario, in dem keine Corona-Krise vorgefallen wäre und sich das Bruttoinlandsprodukt mit der damaligen Wachstumsrate weiterentwickelt hätte. Gemessen an diesem fiktiven Szenario erwarten die FOMC-Mitglieder nun ein BIP-Niveau, das 0,9 Prozentpunkte höher liegt. Die Vermutung liegt nahe, dass die jüngsten fiskalpolitischen Maßnahmen zu diesem Änderungsbedarf beigetragen haben. Auch die Entwicklung der Arbeitslosenquote wird nun noch tiefer erwartet als im Dezember. Interessant sind die Änderungen beim Inflationsausblick. So wurde hier nicht nur das laufende Jahr nach oben revidiert, sondern auch die beiden Folgejahre. **Für diese wird nun eine marginale Abweichung oberhalb des Inflationsziels von 2 % erwartet.** Vize-Chef Richard Clarida hatte im Herbst vergangenen Jahres Kriterien für die Leitzinswende vorgestellt. Gemessen hieran wäre mit dem Inflationsausblick auch eine erste Leitzinserhöhung 2023 zu rechtfertigen gewesen. Tatsächlich fehlt hierfür weiterhin eine Mehrheit. So drängt sich der Eindruck auf, dass sich die FOMC-Mitglieder letztlich noch nicht ausreichend sicher fühlen, die Leitzinswende bereits jetzt schon für diesen Zeitraum zu kommunizieren. Wir gehen davon aus, dass sich dies beim Zinsentscheid im Juni ändern wird.

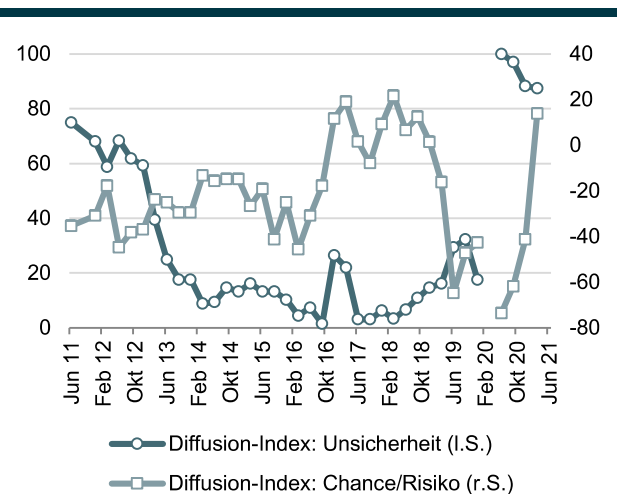
Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder (Median, in %, Jahresende)*



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

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

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. Zum zweiten Mal wurden zeitgleich mit dem Zinsentscheid die Ergebnisse zur Einschätzung der **Prognoseunsicherheit** (im Vergleich zu den vergangenen 20 Jahren) und zum **Risiko** (Positivszenario vs. Negativszenario) der FOMC-Mitglieder veröffentlicht. Früher wurden diese Informationen erst mit der Bekanntgabe der Sitzungsprotokolle bekanntgegeben. 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 für die Prognoseunsicherheit bzw. für die Chance/Risiko-Verteilung zusammengefasst. **Im Vergleich zum Dezember-Meeting hat**

Donnerstag, 18. März 2021

die Prognoseunsicherheit zwar abgenommen, aber sie ist weiterhin extrem hoch. Dieses Ergebnis unterstreicht unsere oben genannte Vermutung: Die FOMC-Mitglieder benötigen noch mehr Sicherheit. **Konterkariert wird dieses Argument allerdings durch die dramatische Änderung beim Diffusionsindex zur Chance/Risiko Einschätzung.** Denn nun überwiegen die Chance gegenüber den Risiken. Bei einem solch hohen Diffusionsindex haben die FOMC-Mitglieder im vergangenen Aufschwung die Leitzinsen erhöht.

5. **In diesem Jahr hat die Fed zwei Themenfelder: Tapering und Inflation.** Mit Tapering ist die Verringerung des monatlichen Anleiheankaufprogramms (QE) gemeint. Im vergangenen Zyklus sorgte der Beginn der Tapering-Diskussion (ausgelöst durch eine Rede vom damalige Fed-Chef Ben Bernanke) im Jahr 2013 für erhöhten Stress an den Kapitalmärkten. Diese Situation möchte die Fed dieses Mal vermeiden und hat daher auch beim Dezember Meeting im vergangenen Jahr eine frühzeitige Kommunikation versprochen. Tatsächlich haben die Kapitalmärkte seit Anfang des Jahres dieses Thema verarbeitet: **Es dürfte keine Überraschung mehr sein, wenn die Fed Anfang kommenden Jahres beginnt, das QE-Programm sukzessive zu verringern.** Zum Thema Inflation gehören aus unserer Sicht gleich drei Aspekte: (1) **Transitorische Preiseffekte:** Viel früher als sonst in Aufschwungsphasen erholen sich Preisindizes, die durch die vorherige Rezession gedämpft wurden. Hierdurch (und aufgrund von sogenannten Basiseffekten) steigt die Inflation in den kommenden Monaten deutlich an. Seit Herbst vergangenen Jahres verfolgt die Fed eine neue geldpolitische Strategie. Demnach möchte sie versuchen, dass die Inflationsrate im Durchschnitt über den Aufschwung hinweg bei 2 % liegen soll. Dieses Ziel hat sie im vergangenen Aufschwung nie erreicht. Nun „droht“ allerdings schon in der zweiten Jahreshälfte eine Zielerreichung. Gemessen hieran müsste die Fed eigentlich schon die Leitzinswende einläuten (was sie nicht tun wird). (2) **Fiskalpolitik:** Mit dem jüngst verabschiedeten sechsten Konjunkturpaket verbinden manche Volkswirte sowie Marktteilnehmer auch einen nachfragebedingten Inflationschub. Denn das Paket ist so groß, dass es möglicherweise die Auslastungsgrade der Volkswirtschaft so stark beflügelt, dass die höhere Nachfrage Preiseffekte nach sich ziehen wird. Wir sind hinsichtlich dieser Inflationsgefahren relativ gelassen, weil insbesondere das vergangene Jahr eindrucksvoll gezeigt hat, wie relativ wenig die Preisentwicklung vom Auslastungsgrad abhängig ist. (3) **Inflationserwartungen:** Ebenfalls im Herbst vergangenen Jahres wurde von Mitarbeitern der Fed die Berechnung eines Inflationserwartungsindikators „Common Inflation Expectation“ vorgestellt. Anschließend wurde dieser in einer Rede von Vize-Chef Richard Clarida als wichtigster Indikator zur Einschätzung der Inflationserwartungen bezeichnet. Leider wird der Indikator bislang nicht turnusmäßig von der Fed veröffentlicht, sodass wir ihn weitestgehend nachkonstruiert haben. Im ersten Quartal vergangenen Jahres – also direkt vor Beginn der Corona-Krise – waren hiernach die Inflationserwartungen auffallend niedrig. Nach unseren Berechnungen folgte dann eine rasante Aufwärtsentwicklung. Sollte diese Entwicklung in diesem Jahr anhalten, dann könnte die Fed in Bedrängnis kommen. **Denn die Entwicklung der Inflationserwartungen kommt nach Einschätzung der Fed eine Schlüsselrolle bei der zukünftigen Inflationsentwicklung zu.**

6. **In der anschließenden Pressekonferenz wurde Fed-Chef Powell auch zu diesen beiden Themenfeldern befragt.** Laut seiner Einschätzung steht der Beginn der Reduzierung des Anleiheankaufprogramms derzeit nicht zur Diskussion. Hinsichtlich des zeitnahen Überschießens der Inflationsrate unterstrich er, dass es sich hierbei um transitorische Effekte handelt, die keine geldpolitische Reaktion erfordern. Der relativ geringe Anpassungsbedarf der FOMC-Mitglieder beim Inflationsausblick zeigt, dass diese den Zusammenhang zwischen Auslastungsgrad der Volkswirtschaft und Inflation nur noch als sehr gering einstufen. Zudem erwähnte Powell, dass die Inflationserwartungen weiterhin fest bei zwei Prozent verankert sind. Auch er verwies auf die weiterhin sehr hohen Risiken.

7. **Der gestrige Fed-Zinsentscheid hat gezeigt, dass die Fed mit den bisherigen Entwicklungen zufrieden ist.** Dies beinhaltet nicht nur die makroökonomischen Entwicklungen, sondern auch die Entwicklungen an den Kapitalmärkten und hier im Besonderen an den Rentenmärkten. Seit Anfang des Jahres sind die Renditen für US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren um 75 Basispunkte angestiegen und die Bereitschaft der Fed scheint auch nach diesem Meeting gering zu sein, dieser Entwicklung Einhalt zu bieten. **Zwei Entwicklungen könnten dies ändern: erhöhter Stress an den (internationalen) Kapitalmärkten oder ein deutlicher Anstieg der Renditen im kürzeren Laufzeitenbereich (zwei Jahre).** Denn dies wäre ein untrügliches Signal, dass die Kapitalmärkte den grundsätzlichen geldpolitischen Ausblick der Fed erheblich in Zweifel ziehen, was die Glaubwürdigkeit der Fed bedrohen würde. Vor diesem Hintergrund war die Reaktion an



Donnerstag, 18. März 2021

den US-Rentenmärkten während des Fed-Zinsentscheids erfreulich: Die Renditen für US-Staatsanleihen im zweijährigen Laufzeitenbereich verringerten sich leicht. **Wir erwarten weiterhin, dass das Anleiheankaufprogramm im kommenden Jahr zurückgefahren wird und Mitte 2023 die Leitzinswende erfolgt.**

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, 18. März 2021

Anhang

FOMC-Statement vom 17. März 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.

The COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. The following a moderation in the pace of the recovery in indicators of economic activity and employment has moderated in recent months, with weakness concentrated in have turned up recently, although the sectors most adversely affected by the pandemic. Weaker demand and earlier declines in oil prices have been holding down consumer price inflation remain weak. Inflation continues to run below 2 percent. 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, including progress on vaccinations. The ongoing public health crisis continues to weigh on economic activity, employment, and inflation, and poses considerable risks to the economic outlook.

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, 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 by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals. These asset purchases help 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.

Donnerstag, 18. März 2021

Fed-Projektionen*

	2021	2022	2023	langfristig
Bruttoinlandsprodukt				
Jun 20	5,0	3,5		1,8
Sep 20	4,0	3,0	2,5	1,9
Dez 20	4,2	3,2	2,4	1,8
Mrz 21	6,5	3,3	2,2	1,8
Arbeitslosenquote				
Jun 20	6,5	5,5		4,1
Sep 20	5,5	4,6	4,0	4,1
Dez 20	5,0	4,2	3,7	4,1
Mrz 21	4,5	3,9	3,5	4,0
PCE-Deflator				
Jun 20	1,6	1,7		2,0
Sep 20	1,7	1,8	2,0	2,0
Dez 20	1,8	1,9	2,0	2,0
Mrz 21	2,4	2,0	2,1	2,0
PCE-Deflator (Kern)				
Jun 20	1,5	1,7		
Sep 20	1,7	1,8	2,0	
Dez 20	1,8	1,9	2,0	
Mrz 21	2,2	2,0	2,1	
Fed Funds Target Rate				
Jun 20	0,13	0,13		2,50
Sep 20	0,13	0,13	0,13	2,50
Dez 20	0,13	0,13	0,13	2,50
Mrz 21	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