

Donnerstag, 21. September 2017

## USA: Bilanzreduzierung ab Oktober – nächster Zinsschritt im Dezember wahrscheinlich

■ Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend erwartungsgemäß den Beginn der Fed-Bilanzreduzierung beschlossen. Dies ist ein weiterer Meilenstein auf dem Weg hin zu einer geldpolitischen Normalisierung. Ebenfalls erwartungsgemäß wurde das Leitzinsintervall bei 1,00 % bis 1,25 % belassen.

■ Eine breite Mehrheit der FOMC-Mitglieder erwartet weiterhin eine dritte Leitzinserhöhung in diesem Jahr. Angesichts der enttäuschenden Inflationsentwicklung in den vergangenen Monaten ist diese Mehrheit überraschend groß. Die weiteren makroökonomischen Projektionen wurden nur geringfügig verändert. Allerdings haben relativ viele FOMC-Mitglieder ihre Einschätzung zum langfristigen Leitzinsniveau gesenkt. Der Median verringerte sich von 3,00 % auf 2,75 %.

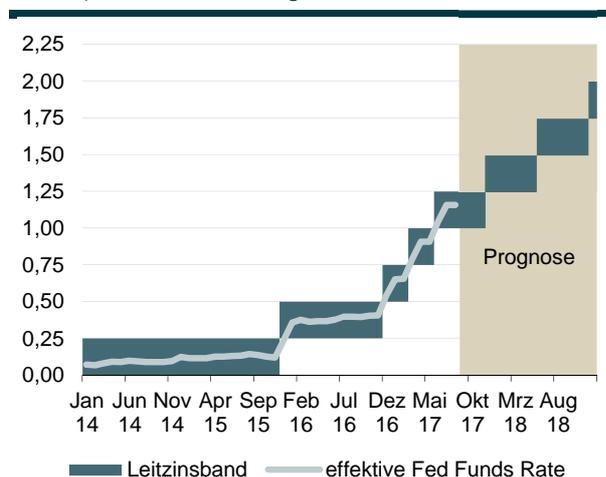
■ In der anschließenden Pressekonferenz von Janet Yellen war die jüngste Inflationsentwicklung das Hauptthema. Aus Sicht von Yellen ist diese Entwicklung nicht vollständig erklärbar. Weitere Enttäuschungen könnten zu einer zeitnahen Änderung des geldpolitischen Kurses führen.

■ Wir gehen weiterhin davon aus, dass im Dezember die nächste Leitzinserhöhung erfolgen wird.

1. **Die Fed hat bei ihrem gestrigen Zinsentscheid erwartungsgemäß den Beginn der Bilanz-Reduzierung beschlossen.** Dieser Schritt war in den vergangenen Monaten von den FOMC-Mitgliedern hinreichend kommunikativ vorbereitet worden. Er markiert einen weiteren Meilenstein in der (wenn auch extrem langsamen) Normalisierung der Geldpolitik. In einem ersten Schritt werden nun auslaufende Anleihen in Höhe von maximal 10 Mrd. US-Dollar (4 Mrd. US-Dollar MBS-Anleihen bzw. 6 Mrd. US-Dollar Staatsanleihen) nicht mehr wie bislang reinvestiert. Darüber hinausgehende Volumina werden jedoch weiterhin reinvestiert. Diese Regelung gilt ab Oktober. Von der Fed ist geplant, die Maximalbeträge quartalsweise um je 10 Mrd. US-Dollar auf insgesamt 50 Mrd. US-Dollar zu erhöhen. Allerdings wird das Maximalvolumen von 50 Mrd. US-Dollar wohl in keinem Monat erreicht werden, sodass die monatliche Bilanzreduzierung über den gesamten Zeitraum flacher verlaufen wird. Die FOMC-Mitglieder lassen sich zum derzeitigen Zeitpunkt offen, wie weit die Normalisierung der Fed-Bilanz reichen soll. Spätestens, wenn die Überschussreserven in der Fed-Bilanz wieder bei Null sind, wäre die Bilanz-Reduzierung abgeschlossen. Nach heutigem Kenntnisstand wäre das Mitte 2022 der Fall. Ebenfalls erwartungsgemäß haben die FOMC-Mitglieder **das Leitzinsband unverändert bei 1,00 % bis 1,25 % belassen.**

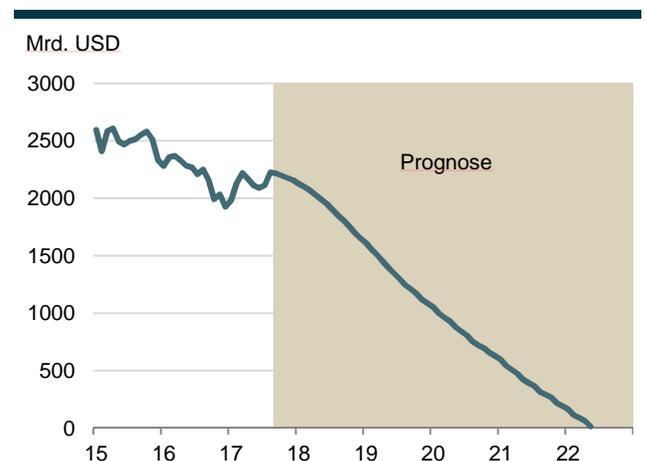
2. Aufgrund der guten Vorbereitung lag das Hauptaugenmerk bei diesem Zinsentscheid nicht auf dem durchaus historischen Beginn der Bilanz-Reduzierung, sondern auf den Formulierungen im Statement hinsichtlich der Inflationsentwicklungen sowie den aktualisierten Projektionen. **Die FOMC-Mitglieder erwarten weiterhin mehrheitlich eine noch ausstehende**

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

Überschussreserven in der Fed-Bilanz



Quelle: Federal Reserve Board, Prognose DekaBank



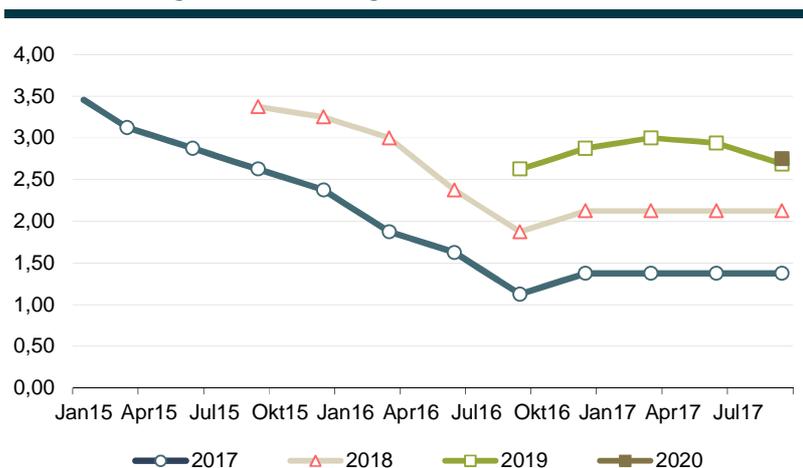
Donnerstag, 21. September 2017

**Leitzinserhöhung in diesem Jahr sowie drei weitere Leitzinsschritte im kommenden Jahr.** Darüber hinaus liefert das Statement kein unmittelbares Bekenntnis zu einer Leitzinserhöhung im Dezember. Allerdings erwarten zwölf der insgesamt 16 Mitglieder mindestens eine weitere Leitzinserhöhung in diesem Jahr. Hieraus lässt sich schließen, dass die Hürde für solch einen Schritt eher niedrig ist.

3. **Wie üblich beginnt das Statement (siehe Anhang) mit einer kurzen makroökonomischen Lageeinschätzung.** Diese fiel nahezu unverändert aus. Es wird weiterhin auf die moderate konjunkturelle Entwicklung sowie auf einen soliden Arbeitsmarkt verwiesen. Die Inflationsrate wäre weiterhin unterhalb des Zielwertes. Größere Änderungen gab es im zweiten Abschnitt. Hier wurden auf die wirtschaftlichen Beeinträchtigungen der Hurrikane Harvey, Irma und Maria hingewiesen. Zudem dürfte die Inflationsrate aufgrund höherer Benzinpreise (und weiterer Effekte) kurzfristig nach oben verzerrt sein. Abschnitt vier und fünf blieben unverändert. Der Abschnitt sechs, der bislang die Politik der Reinvestitionen von auslaufenden Anleihen beschrieb, wurde fast gänzlich gestrichen und nun nur auf den beim Juni-Termin bekanntgegebenen Plan zur Bilanzreduzierung verwiesen. Der Zinsentscheid fiel einstimmig aus.

4. **Die aktualisierten makroökonomischen Projektionen wurden in den Bereichen Wirtschaftswachstum, Arbeitslosenquote und Inflation nur leicht angepasst.** Etwas höher ist nun das Wirtschaftswachstum für 2017 sowie für 2019. Leichte Abwärtskorrekturen gab es bei der Arbeitslosenquote. Nahezu unverändert sind die Projektionen hinsichtlich der Inflation. Allerdings wird für Ende 2017 nun im Bereich der Kernrate nur noch eine Inflation von 1,5 % statt bislang 1,7 % erwartet. Die Leitzins-Projektion für 2019 hat sich von 2,94 % auf 2,69 % verringert. Somit erwarten die FOMC-Mitglieder im Median statt 3 ¼-Schritte nun 2 ¼-Schritte. Diese krummen Werte ergeben sich aus dem Durchschnitt zweier abgegebener Werte (2,625 % und 2,750 %). **Die größten Änderungen gab es bei der Einschätzung der FOMC-Mitglieder hinsichtlich des langfristigen Leitzinsniveaus.** Dieses verringerte sich von 3,00 % auf 2,75 %. Zudem haben relativ viele FOMC-Mitglieder hier ihre Erwartungen verändert. So hatten im Juni noch neun FOMC-Mitglieder ein langfristiges Niveau von mehr als 2,75 % erwartet und nur ein FOMC-Mitglied ein geringeres. Im September hat sich dieses Zahlenverhältnis auf sechs zu fünf relativ deutlich verschoben. Erstmals haben die FOMC-Mitglieder ihre Projektionen für 2020 abgegeben. Diese unterscheiden sich gegenüber den 2019 nur unwesentlich. Demnach dürfte in diesem Jahr die Arbeitslosenquote wieder leicht ansteigen und das Wirtschaftswachstum weiter leicht zurückgehen. Zudem dürfte spätestens in diesem Jahr das Ende der Leitzinserhöhungen erreicht worden sein.

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



\*Datenpunkte entsprechen Veröffentlichungsterminen von FOMC-Projektionen.

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank

5. **Das Hauptthema in der anschließenden Pressekonferenz war die überraschend niedrige Inflationsentwicklung im bisherigen Jahresverlauf.** Aus Sicht von Yellen lässt sich diese Entwicklung nicht gänzlich erklären. Im Falle weiterer negativer Überraschungen hätten diese dann auch Implikationen für den weiteren geldpolitischen Kurs. Ebenfalls thematisiert wurde



**Donnerstag, 21. September 2017**

bei der Pressekonferenz die Preisbildung an den Finanzmärkten. Yellen zeigte sich zwar hierzu nicht besonders besorgt. Aber sie deutete an, dass auch diese Entwicklungen in die zukünftigen geldpolitischen Entscheidungen einfließen können. Nicht auszuschließen ist, dass die Fed im kommenden Jahr einzelne Leitzinsschritte weniger mit makroökonomischen sondern mit Finanzmarktentwicklungen mitbegründet. **Bezüglich der Bilanzreduzierung bedarf es aus Sicht von Yellen eines makroökonomischen Schocks, um von dem im Juni veröffentlichten Plan abzuweichen.**

**6. Die Zinserhöhung im Dezember wird trotz der zu niedrigen Inflationsrate weiterhin von einer breiten Mehrheit innerhalb des FOMC präferiert.** Diese breite Mehrheit ist durchaus etwas überraschend. Bereits die Konsumentenpreise für August haben gezeigt, dass die Serie an negativen Preisüberraschungen keinen dauerhaften Bestand haben muss. Sollten die Preisdaten in den kommenden zwei Monaten nahezu erwartungsgemäß ausfallen, dann dürfte die Fed vermutlich beim Zinsentscheid im Dezember die dritte Zinserhöhung in diesem Jahr beschließen. **Der Ausblick darüber hinaus bleibt auch deswegen vage, weil die mögliche Nachfolge von Janet Yellen als Zentralbankchefin ungeklärt ist.**

**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) auf 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, 21. September 2017

## Anhang

### FOMC-Statement vom 20. September 2017 (Änderungen beziehen sich auf vorherige Version)

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~June~~July indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have ~~been~~remained solid, ~~on average, since the beginning of the year in recent months~~, and the unemployment rate has ~~declined~~stayed low. Household spending ~~has been expanding at a moderate rate~~, and ~~growth in~~ business fixed investment ~~have continued to expand~~has picked up in recent quarters. On a 12-month basis, overall inflation and the measure excluding food and energy prices have declined ~~this year~~ and are running below 2 percent. Market-based 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~~Hurricanes Harvey, Irma, and Maria have devastated many communities, inflicting severe hardship. ~~Storm-related disruptions and rebuilding will affect economic activity in the near term, but past experience suggests that the storms are unlikely to materially alter the course of the national economy over the medium term. Consequently, the~~ Committee continues to expect that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, and labor market conditions will strengthen somewhat further. ~~Inflation~~Higher prices for gasoline and some other items in the aftermath of the hurricanes will likely boost inflation temporarily; apart from that effect, ~~inflation~~ on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. ~~Near-term~~Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.

In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1 to 1-1/4 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.

~~For the time being, 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. The Committee expects to begin implementing its balance sheet normalization program relatively soon, provided that the economy evolves broadly as anticipated; this program is~~ In October, the Committee will initiate the balance sheet normalization program described in the June 2017 Addendum to the Committee's Policy Normalization Principles and Plans.

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; Neel Kashkari; and Jerome H. Powell.



**Donnerstag, 21. September 2017**

Fed-Projektionen\*

(Stand September 2017, 4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte)

	2017	2018	2019	2020	langfristig
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>					
Fed (Jun 2017)	2,4 (2,2)	2,1 (2,1)	2,0 (1,9)	1,8 (na)	1,8 (1,8)
<b>Arbeitslosenquote</b>					
Fed (Jun 2017)	4,3 (4,3)	4,1 (4,2)	4,1 (4,2)	4,2 (na)	4,6 (4,6)
<b>PCE-Deflator</b>					
Fed (Jun 2017)	1,6 (1,6)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (na)	2,0 (2,0)
<b>PCE-Deflator (Kern)</b>					
Fed (Jun 2017)	1,5 (1,7)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (na)	
<b>Fed Funds Target Rate</b>					
Fed (Jun 2017)	1,38 (1,38)	2,13 (2,13)	2,69 (2,94)	2,88 (na)	2,75 (3,00)

\*Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten

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