



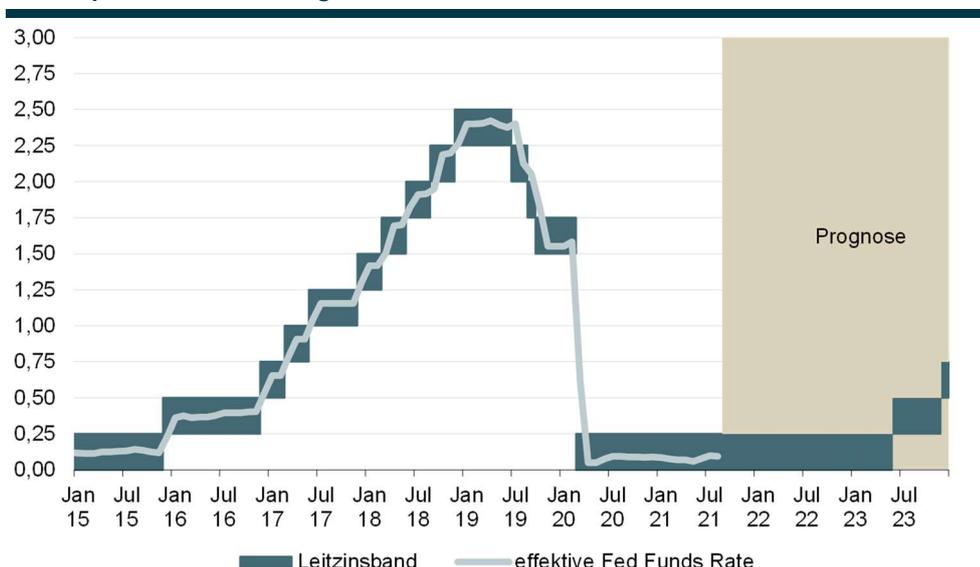
Donnerstag, 23. September 2021

USA: Tapering noch in diesem Jahr! Leitzinswende schon im nächsten Jahr?

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend das „Tapering“-Tor weit geöffnet. Nicht nur, dass diese Entscheidung beim nächsten Zinsentscheid im November getroffen werden könnte. Denkbar ist auch, dass der „Tapering“-Pfad steiler ist. Dies eröffnet die Möglichkeit einer Leitzinswende bereits im kommenden Jahr.
- Die Anpassungen bei den Projektionen war erheblich. Aus Marktsicht entscheidend dürfte sein, dass nun die FOMC-Mitglieder eine Leitzinswende im kommenden Jahr für möglich halten und zudem deutlich mehr Zinsschritte bis Ende 2024 erwarten, als bislang an den Finanzmärkten eingepreist werden.
- Sowohl aus Sicht der FOMC-Mitglieder als auch aus unserer Sicht sind die Risiken sowohl für den Konjunktur- als auch für den Inflationsausblick ungewöhnlich hoch.
- Wir erwarten bislang die Leitzinswende für Mitte 2023 und insgesamt vier Zinserhöhungen bis Ende 2024. Nach dem gestrigen Zinsentscheid schließen wir nicht aus, dass wir eine Anpassung unserer Prognose nach oben vornehmen werden.

1. **Wie weit würde die Fed bei diesem Meeting das „Tapering“-Tor öffnen? Wie groß sind die Befürchtungen für den mittelfristigen Inflationsausblick? Wie viele Leitzinsschritte erwarten die FOMC-Mitglieder bis Ende 2024? Weit, höher als bislang und sechseinhalb Zinsschritte wären die Kurzantworten.** Seit Dezember vergangenen Jahres haben die FOMC-Mitglieder betont, die Verringerung ihres monatlichen Anleiheankaufprogramms (Taper) an der Entwicklung am Arbeitsmarkt festzumachen. An dieser Aussage haben die FOMC-Mitglieder auch beim gestrigen Zinsentscheid festgehalten – allerdings nur vordergründig. Erwartungsgemäß hat die Fed weder Änderungen am Leitzinsintervall noch am monatlichen Ankaufvolumen (80 Mrd. US-Dollar für US-Staatsanleihen sowie 40 Mrd. US-Dollar für mit Hypotheken besicherte Anleihen) vorgenommen. Obwohl der Beschäftigungsaufbau im August enttäuschend gering war und das Infektionsgeschehen vermutlich auch im September für einen eher geringen Aufbau sorgen wird, **ist der Wille der FOMC-Mitglieder offenkundig, in diesem Jahr noch mit dem „Tapern“ zu beginnen. Ganz konkret zeigt sich dieser Wille an der neu formulierten Forward Guidance.** Hierin heißt es, dass eine zeitnahe Verringerung vorgenommen wird, sofern sich die Lage der US-Wirtschaft im Rahmen der Erwartungen weiterhin verbessern sollte. Dies deutet an, dass bereits beim Zinsentscheid im November sehr wahrscheinlich die Verringerung beschlossen werden wird. Diese Verringerung dürfte unserer Einschätzung nach in Summe 15 Mrd. US-Dollar betragen. Hintergründig dürften den FOMC-Mitgliedern **Sorgen über den mittelfristigen Inflationsausblick umtreiben.** Um diesen Sorgen zu begegnen, ist ein baldiger Ausstieg aus dem Kaufprogramm

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank



Donnerstag, 23. September 2021

notwendig. Und dies nicht genug, denn **Fed-Chef Powell ließ in der anschließenden Pressekonferenz die Möglichkeit offen, dass dieser Ausstieg bereits Mitte nächsten Jahres abgeschlossen werden könnte.** Bislang gingen wir davon aus, dass es zu einer Reduzierung um stets 15 Mrd. US-Dollar bei **jedem Folgemeeting** kommen würde. Dies entsprach dem „Tapering“-Tempo im vergangenen Aufschwung. Hierfür wäre aber ein Zeitraum von zwölf Monaten nötig. Ein Zeitraum bis Mitte nächsten Jahres lässt den Schluss zu, dass die Fed nun sogar eine **monatliche Reduzierung** um besagte 15 Mrd. US-Dollar plant. **Da erst nach dieser Phase eine Leitzinswende möglich ist, eröffnet dieser gestraffte „Tapering“-Pfad theoretisch bereits für das kommende Jahr eine Anhebung der Leitzinsen.**

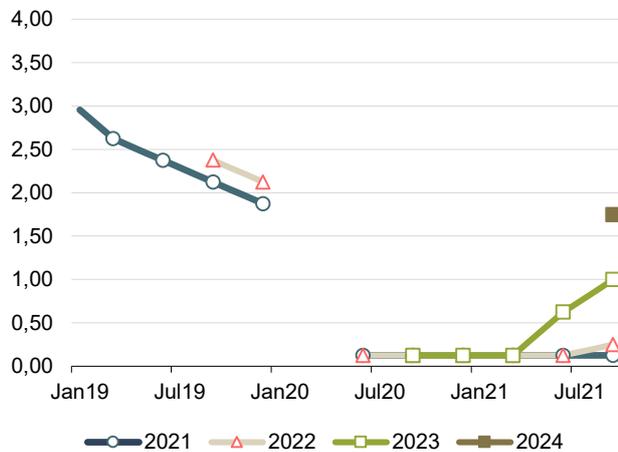
2. Im Zuge der Corona-Krise hat die Fed ihrem Statement einen Anfangssatz vorangestellt. Anschließend folgt die übliche Lageeinschätzung (weitere Details: siehe Anhang). **Die Änderungen im Abschnitt zur Lageeinschätzung sind gering.** Nach Einschätzung der FOMC-Mitglieder hätte die wirtschaftliche Entwicklung aufgrund des jüngsten Infektionsgeschehens an Dynamik verloren. Diese Aussage ist unserer Einschätzung nach falsch, denn das Abflachen der Dynamik begann spätestens im Mai. Die inoffiziellen Berechnungen zum monatlichen Bruttoinlandsprodukt zeigen dies überdeutlich. Hinsichtlich der weiterhin hohen Inflationsrate weisen die FOMC-Mitglieder erneut auf die bestehenden transitorischen Effekte hin. In diesem Punkt stimmen wir mit den FOMC-Mitgliedern überein. Die dritte und letzte Änderung im Statement betrifft die bereits oben konkretisierte Forward Guidance zum Anleiheankaufprogramm.

3. **Bei den Projektionen gab es Änderungen, die in „normalen“ Zeiten unvorstellbar wären.** Die BIP-Prognose wurde für dieses Jahr sehr deutlich nach unten revidiert. Seit Dezember vergangenen Jahres waren die Projektionen der FOMC-Mitglieder wesentlich höher als die Prognosen der meisten Analysten – die wirtschaftliche Erholung bleibt in der Gesamtschau beeindruckend, aber die Erwartungen der FOMC-Mitglieder waren einfach zu hoch gegriffen. Für die Jahre 2022 und 2023 wurden zwar die Erwartungen nach oben genommen. Insgesamt wird das BIP-Niveau Ende 2023 um knapp 0,5 Prozentpunkte niedriger eingeschätzt. Auch dies zeigt, dass die Abwärtskorrekturen nicht vollständig mit dem aktuellen Infektionsgeschehen erklärt werden kann. **Sehr deutlich wurden die Projektionen für die Inflationsraten nach oben revidiert.** Besonders hoch war der Anpassungsbedarf für das laufende Jahr, was mit den transitorischen Effekten erklärt werden kann. Allerdings wurden auch die Projektion für das kommende Jahr nach oben genommen und im Falle der Kernrate auch das Jahr 2023, sodass die erwarteten Zielverfehlungen noch etwas höher als bislang ausfallen. **Aus unserer Sicht zeigen sich an diesen Korrekturen die gestiegenen Sorgen der FOMC-Mitglieder über den mittelfristigen Inflationsausblick.** Dieser Eindruck wird noch verstärkt durch die erstmals abgegebene Projektion für das Jahr 2024. Auch hier liegen die Projektionen leicht oberhalb des Zielwertes von 2 %. Zurzeit besteht das FOMC aus 18 Personen. Daher ist es möglich, dass bei den Leitzinsprojektionen (die Medianwerte darstellen) halbe Leitzinsschritte auftreten können. So erwarten für das kommende Jahr neun Mitglieder keine Leitzinserhöhung und neun erwarten mindestens einen Zinsschritt. **Diese gespaltene Einschätzung setzt sich in den Folgejahren fort.** Für Ende 2023 werden nun drei weitere Leitzinsschritte (also in Summe 3,5 Schritte) erwartet und damit 1,5 Schritte mehr als bislang. Drei weitere Zinserhöhungen könnten dann bis Ende 2024 folgen. In unserer Zinsprognose sind bislang vier Schritte bis Ende 2024 enthalten. Wir hatten vor dem Zinsentscheid damit gerechnet, dass die FOMC-Mitglieder etwa fünf Schritte in Aussicht stellen würden und hatten sechs Schritte nicht ausgeschlossen. **Auch aus Sicht der Finanzmärkte sind diese neuen Leitzinsprojektionen von Interesse, denn sie liegen deutlich höher, als bislang eingepreist wurde.**



Donnerstag, 23. September 2021

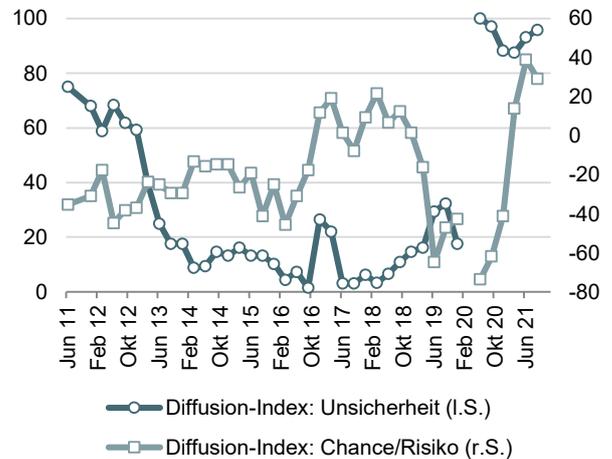
Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder (Median, in %, Jahresende)*



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

Quelle: 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.

Quelle: Federal Reserve Board, DekaBank

4. Seit dem Zinsentscheid im Dezember 2020 werden zusammen mit den aktualisierten Projektionen auch 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 veröffentlicht. 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 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 Juni-Meeting hat demzufolge die Prognoseunsicherheit wieder zugenommen und befindet sich damit nahe seines Maximalwertes.** Verantwortlich hierfür war die Einschätzung zur BIP-Entwicklung. **Leicht gesunken ist der Diffusionsindex zur Chance/Risiko Einschätzung.** Auch hierfür war die Einschätzung zur BIP-Entwicklung maßgeblich.

5. **Die wichtigste Information der anschließenden Pressekonferenz von Fed-Chef Powell betraf den oben genannten Hinweis zum „Tapering“-Tempo.** Direkt daran anschließend versuchte Powell deutlich zu machen, dass die Entscheidung zum „Tapering“-Pfad keine unmittelbare Aussage über den weiteren Leitzinspfad liefert. Richtig ist, dass ein rasches Ende des Anleiheankaufprogramm keinen Automatismus für die Leitzinswende darstellt. Allerdings eröffnet solch ein Vorgehen die Möglichkeit, die Leitzinsen früher und rascher anzuheben. Darüber hinaus deutete Powell an, dass über den „Tapering“-Pfad eine relativ große Einigkeit unter den FOMC-Mitgliedern bestand.

6. **Auch aus unserer Sicht sind die aktuellen mittelfristigen Prognoserisiken sowohl hinsichtlich der Konjunktur aber vor allem hinsichtlich der Inflation extrem groß.** Dies hat mit dem unterschiedlichen Erholungstempo in vielen Teilbereichen der Volkswirtschaft zu tun. In mehreren Bereichen (z.B. Konsumausgaben für Neuwagen, Immobilienpreise, Gebrauchtwagenpreise) fand die Erholung nach dem Corona-Schock nicht nur rascher, sondern auch viel zu ausgeprägt statt. In diesen (leider sehr zahlreichen) Fällen erscheinen aus heutiger Sicht Normalisierungen relativ wahrscheinlich zu sein. Konkret bedeutet dies, dass Preisindizes bzw. Ausgaben sinken werden. Demgegenüber gibt es allerdings ebenfalls viele Bereiche, in denen die Erholung noch großen Nachholbedarf andeuten (Beschäftigung, Gewerbebauinvestitionen, Ausgaben für Dienstleistungen). **Das Problem ist, dass sich diese unterschiedlichen Verzerrungen sehr wahrscheinlich nicht gleichzeitig auflösen werden, sodass in den Aggregaten Bruttoinlandsprodukt und Inflation sehr hohe Volatilitäten denkbar**



Donnerstag, 23. September 2021

sind. Aufgrund von Wirkungsverzögerungen ist diese hohe Volatilität nicht nur ein Thema der nächsten zwei oder drei Quartale, sondern kann insbesondere im Bereich der Inflation noch den Zeitraum bis 2023/2024 betreffen. **Daher ist der geldpolitische Ausblick mit sehr hohen Prognoserisiken behaftet.** Vor Corona war der mittelfristige Inflationsausblick für die USA relativ einfach, denn die Inflation lag über mehrere Aufschwungsjahre stets sehr nahe im Bereich von 2 %. In den kommenden Jahren droht ein Szenario, in dem die Inflationsrate zwischenzeitlich deutlich über oder deutlich unterhalb von 2 % liegen kann.

7. **Der Wille zur geldpolitischen Straffung der FOMC-Mitglieder ist in der Gesamtschau des gestrigen Zinsentscheids ausgeprägter als von uns erwartet.** Es stellt sich nun ernsthaft die Frage, ob die Fed im kommenden Jahr die Leitzinswende vollzieht und auch in den Jahren danach rascher zur geldpolitischen Normalität zurückkehren könnte. Wir schließen daher nicht aus, dass auch wir unsere Leitzinsprognose nach oben anpassen werden.

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, 23. September 2021

Anhang

FOMC-Statement vom 22. September 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 ~~shown improvement~~improved in recent months, but ~~have not fully recovered~~the rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation ~~has risen~~is elevated, largely reflecting transitory factors. 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 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 December, the Committee indicated that it would 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 its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals, ~~and~~ if progress continues broadly as expected, the Committee ~~will continue to assess progress~~ judges that a moderation in coming meetings ~~the pace of asset purchases may soon be warranted~~. 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, 23. September 2021

Fed-Projektionen*

	2021	2022	2023	2024	langfristig
Bruttoinlandsprodukt					
Dez 20	4,2	3,2	2,4		1,8
Mrz 21	6,5	3,3	2,2		1,8
Jun 21	7,0	3,3	2,4		1,8
Sep 21	5,9	3,8	2,5	2,0	1,8
Arbeitslosenquote					
Dez 20	5,0	4,2	3,7		4,1
Mrz 21	4,5	3,9	3,5		4,0
Jun 21	4,5	3,8	3,5		4,0
Sep 21	4,8	3,8	3,5	3,5	4,0
PCE-Deflator					
Dez 20	1,8	1,9	2,0		2,0
Mrz 21	2,4	2,0	2,1		2,0
Jun 21	3,4	2,1	2,2		2,0
Sep 21	4,2	2,2	2,2	2,1	2,0
PCE-Deflator (Kern)					
Dez 20	1,8	1,9	2,0		
Mrz 21	2,2	2,0	2,1		
Jun 21	3,0	2,1	2,1		
Sep 21	3,7	2,3	2,2	2,1	
Fed Funds Target Rate					
Dez 20	0,13	0,13	0,13		2,50
Mrz 21	0,13	0,13	0,13		2,50
Jun 21	0,13	0,13	0,63		2,50
Sep 21	0,13	0,25	1,00	1,75	2,50

*4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte, Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten
 Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank