



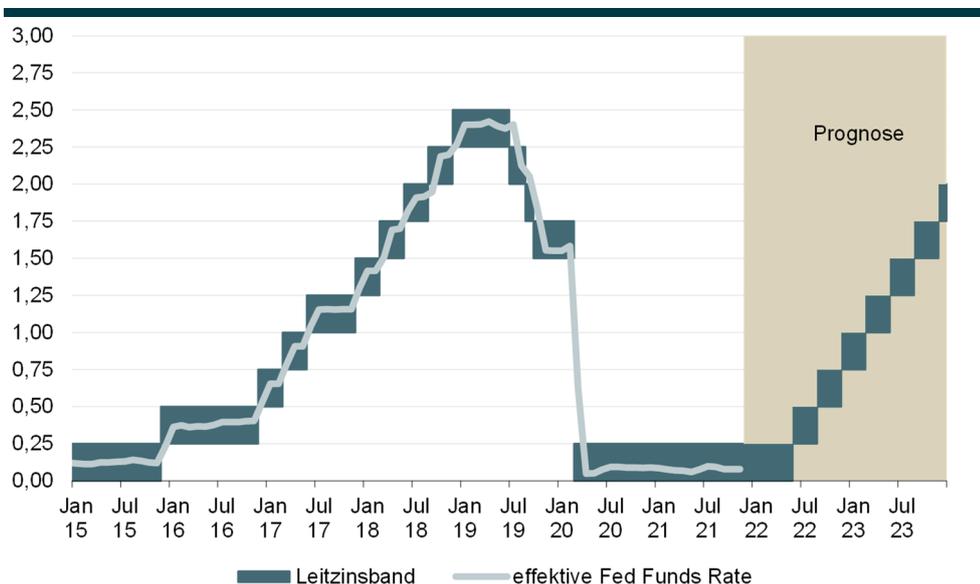
Donnerstag, 16. Dezember 2021

USA: Tapering-Pfad und Forward Guidance straffer – Vorbereitung auf Leitzinswende im kommenden Jahr

- Die Fed hat beim Zinsentscheid gestern Abend erwartungsgemäß einen strafferen „Tapering“-Pfad für Januar kommenden Jahres in Aussicht gestellt. Damit schafft sie sich die Möglichkeit, früher die Leitzinswende einzuläuten. Die wichtigste Anpassung im Statement betraf allerdings nicht das Streichen des Begriffs „transitorische Preiseffekte“, sondern die Straffung der Forward Guidance.
- Deutliche Anpassungen nahmen die FOMC-Mitglieder bei ihrem Inflations- und Leitzinsausblick vor. Für 2022 und 2023 werden nun jeweils drei Zinserhöhungen prognostiziert. 2024 kämen dann noch zwei weitere Zinsschritte hinzu.
- In der anschließenden Pressekonferenz erklärte Fed-Chef Powell, dass der straffere Tapering-Pfad vor allem im Zusammenhang mit höheren Risiken für den Inflationsausblick steht.
- Die auch aus unserer Sicht bestehenden Inflationsrisiken legen nahe, dass die Fed zu Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus zügig voranschreiten wird. Zum Instrumentarium der Fed gehört aber auch ihre Kommunikation. Diese richtig eingesetzt könnte dazu beitragen, dass insbesondere in den Jahren 2023 bzw. 2024 weniger Leitzinsschritte erforderlich sein könnten als in einem Szenario ohne kommunikative Steuerung.

1. **Die geldpolitische Straffung der Fed nimmt weiter Fahrt auf, und angesichts der bestehenden Inflationsrisiken ist dies aus unserer Sicht folgerichtig.** Die Fed hat in den Monaten November und Dezember das Volumen ihrer monatlichen Anleihekäufe um jeweils 15 Mrd. US-Dollar verringert („tapering“). Erwartungsgemäß haben die FOMC-Mitglieder nun entschieden, im Januar kommenden Jahres sogar eine Reduzierung um insgesamt 30 Mrd. US-Dollar vorzunehmen. Damit ändert sich das Kaufvolumen der Staatsanleihen von 60 Mrd. US-Dollar auf 40 Mrd. US-Dollar bzw. das Volumen der mit Hypotheken besicherten Anleihen von 30 Mrd. US-Dollar auf 20 Mrd. US-Dollar. Sehr wahrscheinlich werden ebensolche Schritte im Februar bzw. im März folgen, sodass das Programm im März 2022 endet. Dieses Ende ist wiederum Voraussetzung für eine Leitzinswende. Eine solche erwarten wir derzeit für Juni 2022. Neben dem „Tapering“-Pfad haben die FOMC-Mitglieder auch die Forward Guidance angepasst und mehr Leitzinserhöhungen für die kommenden drei Jahre in Aussicht gestellt.

Leitzinspfad (DekaBank Prognose)



Quelle: Federal Reserve Board; Prognose: DekaBank

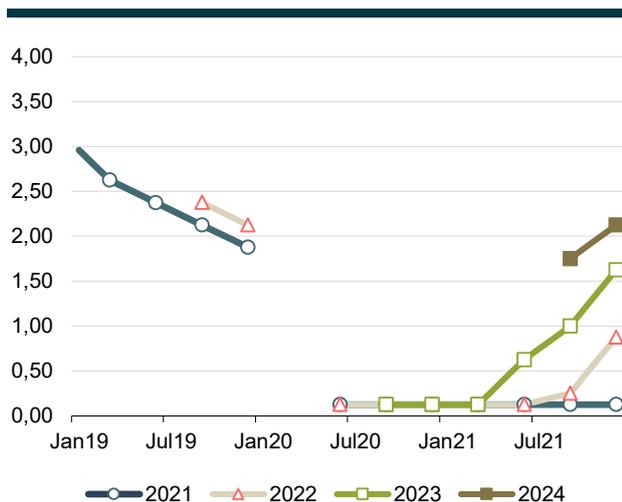


Donnerstag, 16. Dezember 2021

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 betreffen vor allem die Inflationsentwicklung. Diese wurde bislang mit „transitorisch“ beschrieben.** Erwartungsgemäß wurde diese Beschreibung gestrichen. Allerdings handelt es sich hierbei nicht um eine grundlegende inhaltliche Neueinschätzung, denn die Begründung der hohen Inflation (Mismatch von Angebot und Nachfrage) wurde beibehalten. **Aus unserer Sicht bedeutsamer ist die Änderung der Forward Guidance im vierten Abschnitt.** Diese wurde deutlich gestrafft. Der bisherige Hinweis auf eine zu niedrige Inflationsrate in der Vergangenheit wurde gestrichen. **Dies bedeutet, dass die Fed die Inflationsrate nicht mehr „von unten“ betrachtet, sondern nun „von oben“.** „Von unten“ meint, dass die Fed es im vergangenen Aufschwung stets mit einem eher zu niedrigem Inflationsumfeld zu tun hatte. In diesem Aufschwung ist es nun genau umgekehrt: Die durchschnittliche Inflationsrate ist höher als von der Fed avisiert. **Dadurch, dass die Fed seit Herbst 2020 ein „Average Inflation Targeting“ verfolgt, wird die zu hohe Inflationsrate ein ständiger Wegbegleiter dieses Aufschwungs werden.** Selbst der von uns erwartete deutliche Rückgang der Inflationsrate im kommenden Jahr schafft hierbei keinen ausreichenden Ausgleich. Die weiteren Änderungen in diesem Abschnitt betreffen vor allem die Reduzierung des monatlichen Anleihekaufprogramms.

3. **Bei den Projektionen gab es erneut erhebliche Änderungen.** Von besonderem Interesse sind hierbei der **Inflationsausblick** sowie die **Leitzinserwartungen**. Die Inflationsprognosen (Gesamtrate, Kernrate) wurden insbesondere für das kommende Jahr deutlich nach oben genommen. Die Werte beziehen sich auf den Jahresendstand, und sie deuten an, dass die FOMC-Mitglieder nun nicht mehr davon ausgehen, dass die Inflationsraten durch den Wegfall der transitorischen Preisefekte deutlich fallen werden. Die Leitzinsprojektionen beinhaltet nun jeweils drei Zinserhöhungen für 2022 sowie für 2023 und zwei weitere Leitzinserhöhungen im Jahr 2024. Diese Anpassungen (im September wurden insgesamt nur 6,5 Zinsschritte bis Ende 2024 erwartet) sind aus unserer Sicht nicht wirklich überraschend (wir hatten mit einer Anpassung für die drei Jahre auf zwei / vier / zwei Schritte gerechnet). In unserem Leitzinsausblick ist – verglichen mit den Fed-Projektionen – eine weitere Leitzinserhöhung 2023 und damit ein höheres Leitzinsniveau Ende 2024 enthalten.

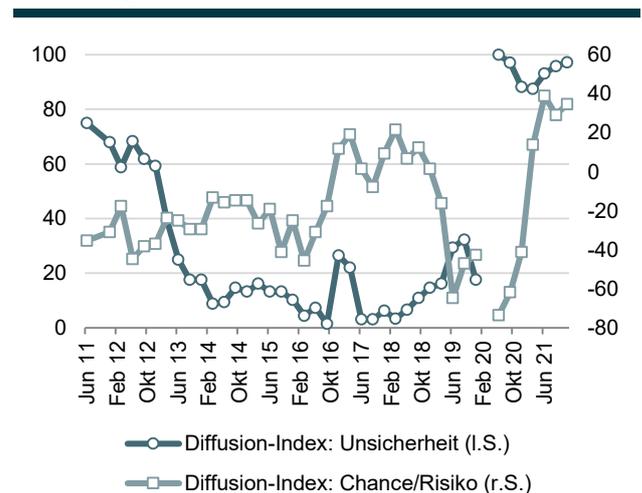
Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder (Median, in %, Jahresende)*



*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. 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

Donnerstag, 16. Dezember 2021

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 September-Meeting hat demzufolge die Prognoseunsicherheit nochmals zugenommen und befindet sich damit nahe ihres Maximalwertes.** Verantwortlich hierfür war die Einschätzung zur Arbeitslosenquote. **Leicht gestiegen ist der Diffusionsindex zur Chance/Risiko Einschätzung.** Hierfür war die Einschätzung zur Inflation-Entwicklung maßgeblich.

5. **In der anschließenden Pressekonferenz erklärte Fed-Chef Powell, dass der straffere „Tapering“-Pfad mit der Inflationsentwicklung sowie der Entwicklung am Arbeitsmarkt im Zusammenhang steht.** Hinsichtlich der Inflation bekräftigte Powell, dass diese aus Problemen auf der Angebotsseite resultiert. (Berechnungen der regionalen Fed San Francisco zum Anstieg der Kernrate des PCE-Deflators in diesem Jahr widersprechen dieser Einschätzung allerdings sehr deutlich. Ihnen zufolge ist die Nachfrage-Entwicklung hauptverantwortlich.) Problematisch sind nicht die aktuellen Inflationsraten selbst, sondern die möglichen Zweitrundeneffekte. Ähnliches gilt für den Arbeitsmarkt. Hier ist der Auslastungsgrad zwar deutlich gestiegen (bzw. die Arbeitslosenquote ist deutlich gefallen), aber dies sorgt derzeit noch nicht für eine erhöhte Lohn-dynamik (die aktuell höhere Lohndynamik hat tatsächlich andere Ursachen) bzw. für einen zusätzlichen Inflationsschub. Aber auch hier bestehen Risiken, dass der Arbeitsmarkt zu einem Treiber der Inflation werden könnte. **Laut Powell wäre das Erreichen eines maximalen Beschäftigungsniveaus nicht notwendig, um mit Leitzinserhöhungen zu beginnen.**

6. **Die Fed ist weiterhin bestrebt, bei der geldpolitischen Straffung zügiger vorzugehen.** Dies ist aus unserer Sicht auch notwendig, denn die Inflationsrisiken sind (zu) groß. Diese Risiken beziehen sich weder auf die bislang als „transitorische Preiseffekte“ benannten Entwicklungen in diesem Jahr noch auf die Inflationsentwicklung im kommenden Jahr. Der in diesem Jahr erfolgte Preisschub in mehreren Teilbereichen (Gebrauchtwagen usw.) wird unserer Einschätzung nach nicht nur abebben, sondern teilweise sogar für fallende Preise sorgen. Die Frage ist nicht, ob, sondern wann und in welchem Ausmaß. Hierdurch wird die Inflationsrate fallen, und zwar relativ unabhängig davon, wie sich die weiteren Preisindizes entwickeln werden. Aus geldpolitischer Sicht sind diese Entwicklungen, aber auch beispielsweise die zu erwartende starke Mietinflation, im kommenden Jahr nicht zu verhindern, **denn die Geldpolitik wirkt zeitverzögert** um mindestens ein und bis zu drei Jahre auf die Konjunktur (sprich Auslastungsgrad) und die Inflation. **Die Risiken sind anderer Natur: Sie betreffen mögliche Zweitrundeneffekte, die von den transitorischen Preiseffekten, von der erhöhten Mietinflation und vom Arbeitsmarkt drohen.** Hieraus kann eine Situation entstehen, in der weder die mittelfristigen noch die langfristigen Inflationserwartungen (private Haushalte, Unternehmen, Kapitalmärkte) im Zielbereich der Fed verankert bleiben. Zur Minderung dieser Risiken hat die Fed zwei Instrumente zur Verfügung: die Leitzinsen und ihre Kommunikation. **Nicht jede wahrgenommene Zunahme der Inflationsrisiken muss zwangsläufig zu einer weniger expansiven bzw. sogar restriktiven Geldpolitik führen.** Konkret bedeutet dies, dass eine erfolgreiche Kommunikation der Fed im kommenden Jahr zu einer schwächeren Inflationsentwicklung 2023 bzw. 2024 führen kann, sodass sich dann sogar ein Zeitfenster ohne Leitzinserhöhungen eröffnen mag. Bislang bemessen wir diesem Chance-Szenario eine geringere Wahrscheinlichkeit zu als unserem Hauptszenario. Dies wiederum hängt auch mit dem „Average Inflation Targeting“ der Fed zusammen.

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.



Donnerstag, 16. Dezember 2021

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 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, 16. Dezember 2021

Anhang

FOMC-Statement vom 15. Dezember 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 improved in recent months, but ~~the summer's rise in~~ continue to be affected by COVID-19 ~~eases. Job gains have been solid in recent months, and the unemployment rate has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting factors that are expected to be transitory, declined substantially.~~ Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have ~~contributed~~ continued to ~~sizable price increases in some sectors~~ contribute to elevated levels of inflation. 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 and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation. Risks to the economic outlook remain, including from new variants of the virus.

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!~~ In support of these goals, 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~~. With inflation having exceeded 2 percent for some time, the Committee 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 light of inflation developments and the substantial further progress improvement in the economy has made toward the Committee's goals since last December labor market, the Committee decided ~~to begin reducing~~ reduce the monthly pace of its net asset purchases by ~~\$40~~ \$20 billion for Treasury securities and ~~\$5~~ \$10 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning ~~later this month~~ in January, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least ~~\$70~~ \$40 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least ~~\$35~~ \$35 billion per month. Beginning in December, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least ~~\$60~~ \$60 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least ~~\$30~~ \$20 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to 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, 16. Dezember 2021

Fed-Projektionen*

	2021	2022	2023	2024	langfristig
Bruttoinlandsprodukt					
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
Dez 21	5,5	4,0	2,2	2,0	1,8
Arbeitslosenquote					
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
Dez 21	4,3	3,5	3,5	3,5	4,0
PCE-Deflator					
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
Dez 21	5,3	2,6	2,3	2,1	2,0
PCE-Deflator (Kern)					
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	
Dez 21	4,4	2,7	2,3	2,1	
Fed Funds Target Rate					
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
Dez 21	0,13	0,88	1,63	2,13	2,50

*4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte, Medianwerte in Prozent bzw. Prozentpunkten

Quellen: Federal Reserve Board, DekaBank