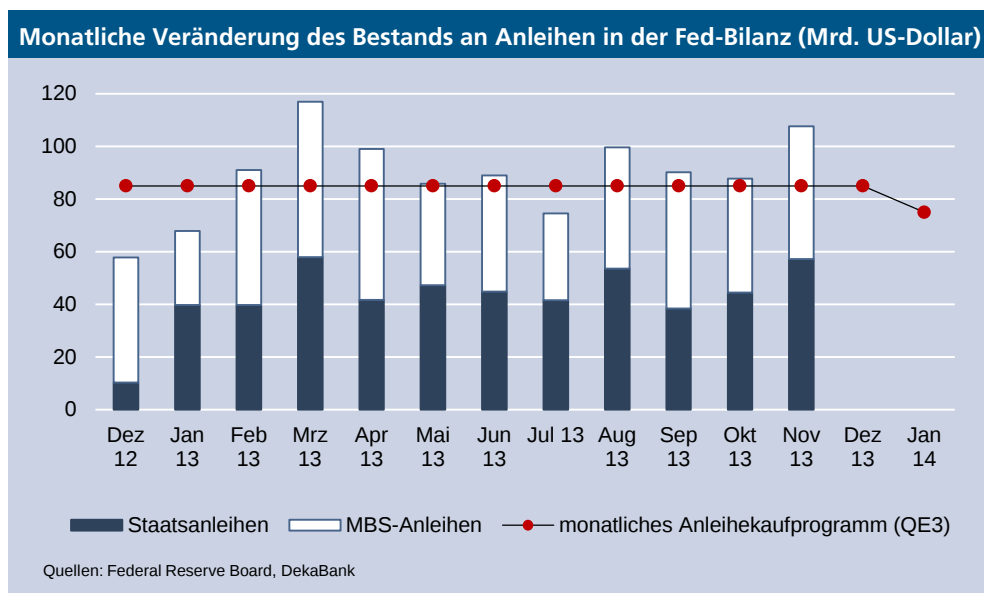


USA: Der erste Tapering-Schritt ist getan – endlich!

■ Entgegen den allgemeinen Erwartungen hat das FOMC bei seinem gestrigen Zinsentscheid beschlossen, sein monatliches Anleihekaufprogramm ab Januar 2014 um insgesamt 10 Mrd. US-Dollar zu verringern („Tapering“). Die Spekulationen über eine Änderung der „Forward Guidance“ wurden ebenfalls enttäuscht. Weiterhin gilt die Zielmarke der Arbeitslosenquote in Höhe von 6,5 %. Erst bei einem Unterschreiten dieser Zielmarke wird die Fed die Leitzinsen anheben. Allerdings verweist die Fed im Statement mehrfach auf die zurzeit unerwünscht niedrige Inflationsrate.

■ Die aktualisierten Projektionen der einzelnen FOMC-Mitglieder deuten für Ende 2015 ein Leitzinsniveau von 0,75 % an. Dies ist weniger als bislang, sodass sich auch der erwartete Beginn von Leitzinserhöhungen auf den Herbst 2015 verschiebt. Die Änderungen der Projektionen für Bruttoinlandsprodukt, Arbeitslosenquote und Inflation sind gering.

1. Die FOMC-Mitglieder haben es ein weiteres Mal geschafft, die Mehrzahl der Analysten zu überraschen: Entgegen den allgemeinen Erwartungen haben sich die FOMC-Mitglieder bei ihrem gestrigen Zinsentscheid entschlossen, das **Anleihekaufprogramm (QE3) ab Januar 2014 zu verringern („Tapering“)**. Das bisherige Kaufvolumen von monatlich 85 Mrd. US-Dollar wurde auf 75 Mrd. US-Dollar reduziert. In Zukunft sollen damit nur noch für 40 Mrd. US-Staatsanleihen (Bloomberg-Umfrage: 45 Mrd. US-Dollar; DekaBank: 40 Mrd. US-Dollar) und für 35 Mrd. US-Dollar mit Hypotheken besicherte Anleihen (Mortgage Backed Securities) (Bloomberg-Umfrage: 40 Mrd. US-Dollar; DekaBank: 35 Mrd. US-Dollar) erworben werden.



2. Im Vorfeld des Zinsentscheids wurde darüber spekuliert, dass im Falle einer erstmaligen Verringerung von QE3 auch ein **Zeitpfad** für den Rückzug aus dem Anleihekaufprogramm mitveröffentlicht werden könnte. Dieser wurde zwar nicht bekannt gegeben, aber Bernanke machte in der anschließenden Pressekonferenz deutlich, dass er eine weitere Verringerung um jeweils 10 Mrd. US-Dollar bei jedem weiteren Zinsentscheid grundsätzlich befürworten würde. Die Spekulationen über eine mögliche Änderung der **Forward Guidance** wurden ebenfalls enttäuscht. Unverändert gilt die Zielmarke der Arbeitslosenquote in Höhe von 6,5 %. Erst bei einem Unterschrei-

ten dieser Zielmarke wird die Fed die Leitzinsen anheben.

3. Die Änderungen bei den Projektionen der FOMC-Mitglieder sind insgesamt marginal und betragen in den Jahren 2014 bis 2016 in keinem Fall mehr als 0,1 Prozentpunkte. **Die einzige – allerdings bedeutsame – Ausnahme bildet die erwartete Höhe des Leitzinsniveaus Ende 2015.** Mit 0,75 % liegt dieses nun einen Zinsschritt tiefer als bislang und suggeriert eine **erste Leitzinserhöhung erst im September 2015 statt bislang im Juni 2015.**

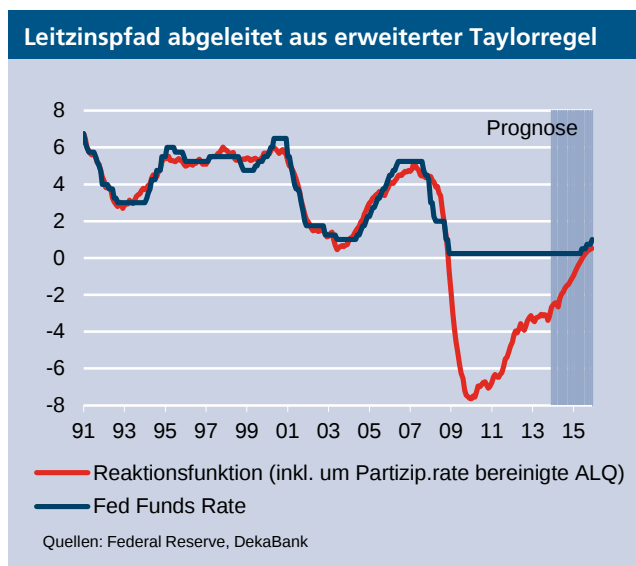
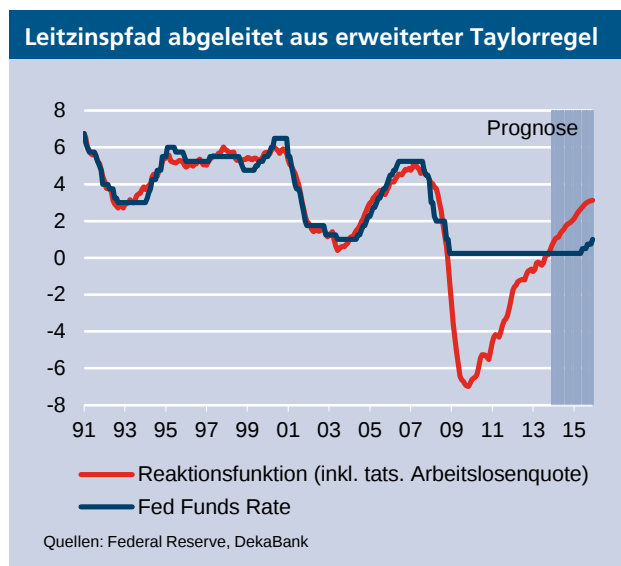
**Fed-Projektionen* im Vergleich zu Markterwartungen und DekaBank-Prognosen
(4. Quartal zu 4. Quartal bzw. Jahresendwerte)**

	2013	2014	2015	2016	langfristig
Bruttoinlandsprodukt					
Fed (September 2013)	2,3 (2,2)	3,0 (3,0)	3,2 (3,3)	2,9 (2,9)	2,3 (2,4)
DekaBank	2,1	2,8	2,8		
Markteinschätzungen***	2,2	2,8			
Arbeitslosenquote					
Fed (September 2013)	7,1 (7,2)	6,5 (6,6)	6,0 (6,1)	5,6 (5,7)	5,5 (5,5)
DekaBank	7,1	6,5	5,9		
Markteinschätzungen***	7,1	6,5			
PCE-Deflator					
Fed (September 2013)	1,0 (1,2)	1,5 (1,6)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
DekaBank	1,0	1,7	1,7		
Markteinschätzungen***	1,0	1,7			
PCE-Deflator (Kern)					
Fed (September 2013)	1,2 (1,3)	1,5 (1,6)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	
DekaBank	1,2	1,7	1,8		
Markteinschätzungen***	1,2	1,7			
Fed Funds Target Rate					
Fed (September 2013)**	0,25 (0,25)	0,25 (0,25)	0,75 (1,00)	2,00 (2,00)	3,88 (3,93)
DekaBank	0,25	0,25	1,00	2,00	
Markteinschätzungen***	0,25	0,25			

*Mittelwerte der "Central tendency" in % bzw. %-Pkten
 **Fed Funds Target Rate: Mehrheitsmeinung der FOMC-Mitglieder
 ***Markteinschätzungen: Umfrageergebnisse v. Consensus Economics u. Bloomberg
 Quellen: Federal Reserve Board, Consensus Economics, Bloomberg, DekaBank

4. Die Änderungen im Statement sind hingegen verhältnismäßig umfangreich, wenn auch nicht im **ersten Abschnitt**, der sich wie üblich mit der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklung befasst und **ein nahezu unverändertes Makrobild zeichnet**. Auffallend ist einzig, dass die FOMC-Mitglieder auf eine gesunkene Arbeitslosenquote hinweisen. Deren Rückgang auf 7,0 % im November dürfte ausschlaggebend dafür gewesen sein, nun mit dem Tapering zu beginnen. Interessanter wird es am Ende des **zweiten Abschnitts**. Bislang hatten die FOMC-Mitglieder am Ende dieses Abschnitts die zu niedrige **Inflationsentwicklung** (gemeint ist stets die PCE-Kernrate) nur zur Kenntnis genommen. Nun scheinen die FOMC-Mitglieder dieser Entwicklung **mehr Beachtung zu schenken**. Die Änderungen im **dritten Abschnitt** betreffen die **Verringerung von QE3**. Im **vierten Abschnitt** machen die geänderten Formulierungen deutlich, dass die FOMC-Mitglieder auch bei den kommenden Zinsentscheidungen im **nächsten Jahr planen, QE3 zu verringern**. Aus dem Statement geht aber klar her-

vor, dass hierfür sowohl eine **weitergehende Verbesserung am Arbeitsmarkt als auch ein Anstieg der Inflationsrate notwendig sind**. Die höhere Bedeutung der Inflationsentwicklung unterstreicht auch der **fünfte Abschnitt**. Gänzlich neu ist nämlich der Hinweis, **dass die Leitzinsen auch dann nicht angehoben werden würden**, wenn die Arbeitslosenquote die Zielmarke von 6,5 % unterschreitet und gleichzeitig **die Inflationsrate nicht in der Nähe des Inflationsziels der Fed von 2 % liegt**. Die Aussagen über die niedrige Inflationsentwicklung dürften bis auf weiteres den Spekulationen über einen früheren Beginn von Leitzinserhöhungen begegnen. Angesichts einer Arbeitslosenquote von 7 % sowie der Erwartung einer steigenden Inflationsrate steht die Ausgestaltung der Forward Guidance bei den nächsten Zinsmeetings im Vordergrund.



5. Die Fed hielt sich bis 2008 mit ihrer Zinspolitik relativ genau an die übliche Taylor-Regel. Wir haben diesen Ansatz um weitere Auslastungsgrade ergänzt und können mit der errechneten Reaktionsfunktion der Fed den Zinspfad der Vergangenheit nahezu exakt nachbilden. Die Schwere der großen Rezession hätte nach diesen Berechnungen ein negatives Leitzinsniveau erfordert, was wiederum die ergriffenen quantitativen Maßnahmen der Fed rechtfertigt. In der Berechnung unserer Reaktionsfunktion der Fed fließt auch die Arbeitslosenquote ein. Nimmt man deren aktuellen Stand von 7,0 %, **dann hätte die Fed bei diesem Zinsentscheid die Leitzinsen auf ca. 0,75 % anheben müssen**. Die Fed weist allerdings darauf hin, dass die Verringerung der Partizipationsrate die Höhe der Arbeitslosenquote nach unten verzerrt. Rechnet man diese Verzerrung aus der Arbeitslosenquote vollständig heraus, **dann ergibt sich hierdurch erst für Ende 2015 ein erster Leitzinsschritt nach oben auf dann 0,50 %**. Aus heutiger Sicht kann allerdings niemand mit Gewissheit sagen, ob man den Rückgang der Partizipationsrate berücksichtigen muss oder nicht. Der nun von den FOMC-Mitgliedern angedeutete spätere Beginn von Leitzinserhöhungen ist vor diesem Hintergrund nicht ohne Risiken, zumal sich Fehlentwicklungen erst mit zwei bis drei Jahren Verspätung zeigen werden. **Sollte die Fed zu diesem Zeitpunkt dann das Versäumte nachholen, könnte dies über einen sehr starken Zinsanstieg die Konjunktur spürbar bremsen.**

Autor:

Rudolf Besch
Tel.: 069/7147-5468, E-Mail: rudolf.besch@deka.de

Rechtliche Hinweise: 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.

Anhang (Änderungen hervorgehoben)

FOMC-Statement vom 18. Dezember 2013

Information received since the Federal Open Market Committee met in October indicates that economic activity is expanding at a moderate pace. Labor market conditions have shown further improvement; the unemployment rate has declined but remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, while the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months. Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint may be diminishing. Inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic growth will pick up from its recent pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as having become more nearly balanced. The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.

Taking into account the extent of federal fiscal retrenchment since the inception of its current asset purchase program, the Committee sees the improvement in economic activity and labor market conditions over that period as consistent with growing underlying strength in the broader economy. In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions, the Committee decided to modestly reduce the pace of its asset purchases. Beginning in January, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of \$35 billion per month rather than \$40 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of \$40 billion per month rather than \$45 billion per month. 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's sizable and still-increasing holdings of

FOMC-Statement vom 30. Oktober 2013

Information received since the Federal Open Market Committee met in September generally suggests that economic activity has continued to expand at a moderate pace. Indicators of labor market conditions have shown some further improvement, but the unemployment rate remains elevated. Available data suggest that household spending and business fixed investment advanced, while the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months. Fiscal policy is restraining economic growth. Apart from fluctuations due to changes in energy prices, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic growth will pick up from its recent pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished, on net, since last fall. The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, but it anticipates that inflation will move back toward its objective over the medium term.

Taking into account the extent of federal fiscal retrenchment over the past year, the Committee sees the improvement in economic activity and labor market conditions since it began its asset purchase program as consistent with growing underlying strength in the broader economy. However, the Committee decided to await more evidence that progress will be sustained before adjusting the pace of its purchases. Accordingly, the Committee decided to continue purchasing additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$40 billion per month and longer-term Treasury securities at a pace of \$45 billion per month. 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. Taken together, these actions should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative, which in turn should promote a stronger

longer-term securities should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative, which in turn should promote a stronger economic recovery and help to ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with the Committee's dual mandate.

The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months and will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings. However, asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's outlook for the labor market and inflation as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. The Committee also reaffirmed its expectation that the current exceptionally low target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored. In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. The Committee now anticipates, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal.

economic recovery and help to ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with the Committee's dual mandate.

The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months and will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. In judging when to moderate the pace of asset purchases, the Committee will, at its coming meetings, assess whether incoming information continues to support the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective. Asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's economic outlook as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. In particular, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored. In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Charles L. Evans; Esther L. George; Jerome H. Powell; Jeremy C. Stein; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen. Voting against the action was Eric S. Rosengren, who believes that, with the unemployment rate still elevated and the inflation rate well below the federal funds rate target, changes in the purchase program are premature until incoming data more clearly indicate that economic growth is likely to be sustained above its potential rate.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Charles L. Evans; Jerome H. Powell; Eric S. Rosengren; Jeremy C. Stein; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen. Voting against the action was Esther L. George, who was concerned that the continued high level of monetary accommodation increased the risks of future economic and financial imbalances and, over time, could cause an increase in long-term inflation expectations.