

Konjunktur und Strategie

1. August 2024

US-Notenbank: Auf der Zielgeraden

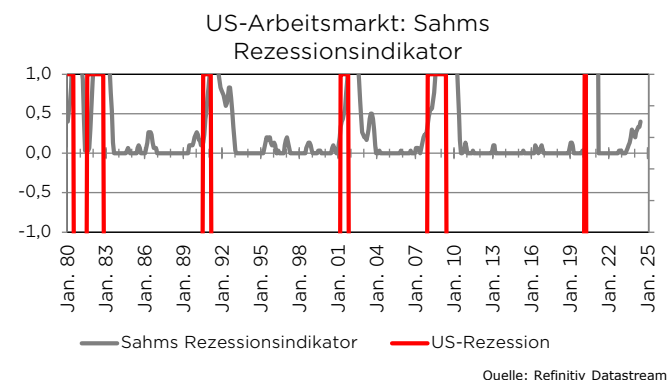
Es ist soweit: Die US-Notenbank hat die Zinsen zwar unverändert gelassen, aber die Tür für eine Zinssenkung bei der nächsten Sitzung am 18. September weit geöffnet. Fed-Chef Powell ließ sich auf der Pressekonferenz im Anschluss an die FOMC-Sitzung naturgemäß nicht in die Karten schauen und betonte erneut, dass die Notenbank auf Basis der dann vorliegenden Daten entscheiden werde. Allerdings sprach er auch davon, dass der Zeitpunkt für eine Leitzinssenkung näher gerückt sei. „Eine Leitzinssenkung schon bei der nächsten Sitzung im September liegt auf dem Tisch.“ Eine Zinssenkung im Juli sei zwar diskutiert worden, letztlich habe es aber einen Konsens aller Beteiligten gegeben, noch etwas zu warten, da man bei der Inflation noch nicht ganz am Ziel sei.

Aus unserer Sicht ist es längst an der Zeit, die Zinsen zu senken. Angesichts der deutlich gesunkenen Inflationsrate ist der reale Leitzins, der am besten widerspiegelt, wie expansiv oder restriktiv die Geldpolitik ist, auf einem so hohen Niveau, das in der Vergangenheit fast immer zu einer Rezession geführt hat. Zudem zeigt ein Blick auf die im Juni veröffentlichten Konjunkturprojektionen der Fed, dass die Arbeitslosenquote derzeit etwas höher und die Inflationsrate etwas niedriger ist, als damals für das Jahresende erwartet. Wir gehen davon aus, dass die Inflation in den kommenden Monaten noch etwas zurückgehen und die Arbeitslosenquote leicht ansteigen wird.

Arbeitsmarkt stärker im Fokus

Dass sich die Fed einer Lockerung der Geldpolitik nähert, lässt sich auch aus dem Statement der Notenbank

zur gestrigen Entscheidung ablesen. Hier wurden im Vergleich zum letzten Mal zwei wichtige Änderungen vorgenommen: Zum einen wurde die Inflation nur noch als „leicht erhöht“ bezeichnet, eine deutlich moderatere Einschätzung als zuvor. Zum anderen wurde die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt weniger positiv eingeschätzt als zuvor. Da die Fed über ein duales Mandat verfügt, verschiebt sich damit der Fokus: Die Inflationsrisiken, die für eine restriktivere Geldpolitik sprechen, spielen nun eine geringere Rolle, während die Risiken einer unerwünschten Abschwächung am Arbeitsmarkt, die eine expansivere Geldpolitik erfordern, stärker ins Gewicht fallen. Aus Kapitalmarktsicht gewinnen damit die nächsten Arbeitsmarktdaten an Bedeutung, schließlich hat Powell deutlich gemacht, dass die Notenbank keine weitere Abkühlung am Arbeitsmarkt wünscht.



Die Arbeitslosigkeit ist in den letzten Monaten leicht angestiegen, von einem Tiefstand von 5,7 Millionen auf zuletzt 6,8 Millionen Arbeitslose. Mit 4,1 Prozent liegt die Arbeitslosenquote in den USA immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau, der Durchschnitt seit den 1970er Jahren liegt bei etwas über sechs Prozent. Dennoch schauen viele auf einen von der US-Ökonomin Claudia Sahm entwickelten Rezessionsindikator, die so genannte

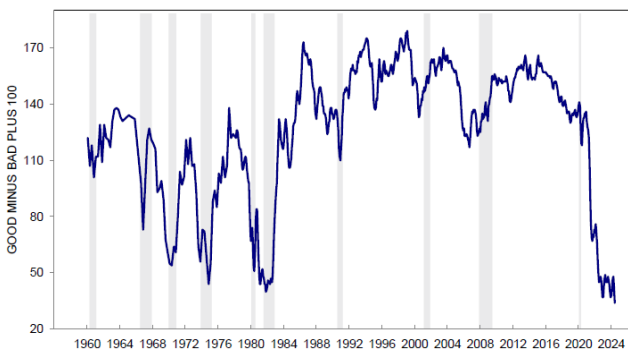
Konjunktur und Strategie

Sahm-Regel. Diese Faustformel identifiziert Signale für den Beginn einer Rezession, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der nationalen Arbeitslosenquote um einen halben Prozentpunkt oder mehr gegenüber dem Tiefststand der vorangegangenen zwölf Monate ansteigt. Nach unseren Berechnungen lag dieser Wert in der Vergangenheit bei mindestens 0,53 Prozentpunkten vor Beginn einer Rezession. Auch wenn diese Regel kein Naturgesetz ist, so hat sie doch eine starke empirische Evidenz: Jede US-Rezession konnte mit ihrer Hilfe erkannt werden. Aktuell liegt der Dreimonatsdurchschnitt der Arbeitslosenquote 0,43 Prozentpunkte über dem Tiefststand der letzten 12 Monate. Sollte die Arbeitslosenquote im Juli, die am Freitag veröffentlicht wird, von 4,1 auf 4,3 Prozent steigen, wäre die Schwelle von 0,5 Prozent erreicht. Erwartet wird jedoch eine unveränderte Arbeitslosenquote.

Ärger mit der Politik vorprogrammiert, aber nicht entscheidungsrelevant

Sollte die US-Notenbank im September die Zinsen senken, wird sie damit unweigerlich in den US-Präsidentenwahlkampf hineingezogen. Wie auch immer sie sich entscheidet, Kritik aus dem einen oder anderen politischen Lager ist ihr sicher. Bei einer Zinssenkung wird sich Donald Trump über die vermeintliche Wahlkampfhilfe der Notenbank für die Demokraten ärgern, bleibt die Geldpolitik wie sie ist, werden sich die Demokraten beschweren, weil hohe Zinsen auf die Wählerstimmung drücken, da der Kauf teurer Güter wie Autos oder Immobilien noch teurer wird.

CHART 41: BUYING CONDITIONS FOR HOUSES



Quelle: Uni Michigan Consumer Sentiment, June Data Booklet

Allerdings wirken sich geldpolitische Veränderungen immer erst mit einer gewissen Verzögerung auf die Wirtschaft aus. Von einer Zinssenkung profitiert also in jedem Fall der Wahlsieger, sei es Kamals Harris oder Donald Trump. Insofern macht es für die Notenbank keinen Sinn, eine Zinsentscheidung auf einen Zeitpunkt nach der

Wahl zu verschieben. Genau das hat Fed-Chef Powell gestern betont. Die Notenbank orientiere sich bei ihren Entscheidungen ausschließlich an den wirtschaftlichen Gegebenheiten und Notwendigkeiten. Eine zu frühe Zinssenkung könnte die Inflation wieder anheizen, eine zu späte die US-Wirtschaft in eine Rezession stürzen. Genau diese beiden Aspekte muss die Notenbank gegeneinander abwägen.

Unter der Voraussetzung, dass es die ökonomische Datenlage erlaubt, würde eine Zinssenkung im September die Glaubwürdigkeit der Notenbank auch nicht untergraben. Dies wäre im Gegenteil eher dann der Fall, wenn sie noch einen Rückzieher machen würde und die Zinsen nicht senkt. Sollte Donald Trump die Präsidentschaftswahl gewinnen, könnte die Fed beispielsweise mit einer schnellen weiteren Zinssenkung auf der übernächsten FOMC-Sitzung am 7. November, die genau einen Tag nach der Wahl stattfindet, zeigen, wie ernst es ihr mit der Reduzierung der Zinssätze ist. Genau diese Entwicklung erwartet auch die Mehrheit der Marktteilnehmer, wie ein Blick auf die Fed-Funds-Futures zeigt.

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
18.09.2024					0,0%	0,0%	0,0%	13,5%	86,5%
07.11.2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,7%	65,8%	24,5%
18.12.2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	11,2%	64,7%	23,9%	0,0%
29.01.2025	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	8,9%	53,8%	32,2%	4,8%	0,0%
19.03.2025	0,0%	0,0%	0,2%	8,2%	50,2%	33,9%	7,1%	0,4%	0,0%
30.04.2025	0,0%	0,1%	5,4%	35,6%	39,6%	16,4%	2,7%	0,1%	0,0%
18.06.2025	0,1%	3,9%	27,1%	38,5%	22,9%	6,6%	0,9%	0,0%	0,0%
30.07.2025	1,9%	14,6%	32,3%	31,3%	15,4%	3,9%	0,5%	0,0%	0,0%

Quelle: CME FedWatch, 1. August 2024, 12.30 Uhr

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass die Fed ihre Geldpolitik in der Vergangenheit häufig im Vorfeld von Präsidentschaftswahlen angepasst hat. Im Jahr 2020 entschied sich die Fed aufgrund der Corona-Pandemie für eine Lockerung der Geldpolitik, indem sie ein umfangreiches Anleihekaufprogramm auflegte, um die Wirtschaft anzukurbeln. Auch 2012 wurde die Geldpolitik im September kurz vor den Wahlen durch ein Anleihekaufprogramm gelockert. Im Jahr 2008 senkte die Fed den Leitzins aufgrund der Wirtschafts- und Finanzkrise das ganze Jahr über. Im Jahr 2004 wurden die Zinsen erhöht, weil sich die Wirtschaft nach der langen Schwächephase der Jahre 2000 und 2003 nachhaltig erholt hatte. Auch im Jahr 2000 wurde die Geldpolitik im Jahresverlauf bis zum Sommer immer restriktiver. Es wurde also immer das getan, was getan werden musste: Genau das zeichnet eine unabhängige Zentralbank aus.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	01.08.2024 15:20	25.07.2024 -1 Woche	28.06.2024 -1 Monat	30.04.2024 -3 Monate	31.07.2023 -12 Monate	29.12.2023 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	40843	2,3%	4,4%	8,0%	14,9%	8,4%
S&P 500	5581	3,4%	2,2%	10,8%	21,6%	17,0%
Nasdaq	17599	2,4%	-0,8%	12,4%	22,7%	17,2%
Russell 2000	2254	1,4%	10,1%	14,2%	12,5%	11,2%
DAX	18300	0,0%	0,4%	2,1%	11,3%	9,2%
MDAX	25267	1,3%	0,4%	-3,8%	-12,4%	-6,9%
TecDAX	3343	1,3%	0,5%	2,1%	0,4%	0,2%
EuroStoxx 50	4831	0,4%	-1,3%	-1,8%	8,1%	6,8%
Stoxx 50	4471	1,3%	-0,5%	1,7%	10,3%	9,2%
Nikkei 225	38126	0,7%	-3,7%	-0,7%	14,9%	13,9%
MSCI Welt	3572	2,3%	1,7%	8,1%	16,6%	12,7%
MSCI Welt SRI	3397	3,2%	2,4%	-2,2%	13,4%	9,1%
MSCI Emerging Markets	1085	1,0%	-0,1%	3,7%	3,6%	6,0%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	133,73	109	211	365	73	-349
Bobl-Future	117,67	68	123	124	178	-161
Schatz-Future	106,12	19	41	101	107	-43
3 Monats Euribor	3,65	-2	-1	-24	-7	-24
3M Euribor Future, Dez 2024	3,11	-6	-19	-21	-10	81
3 Monats \$ Libor	5,50	-2	-8	-9	-12	-9
Fed Funds Future, Dez 2024	4,75	-5	-24	-35	48	91
10-jährige US Treasuries	4,02	-23	-35	-66	8	16
10-jährige Bunds	2,28	-8	-18	-29	-19	28
10-jährige Staatsanl. Japan	1,03	-1	0	19	45	41
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,45	-8	-9	-30	-54	-25
IBOXX AA, €	3,18	-10	-28	-32	-45	12
IBOXX BBB, €	3,70	-10	-32	-38	-76	-5
ML US High Yield	7,79	-1	-23	-53	-62	0
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	81,30	-0,5%	-5,9%	-7,5%	-5,0%	4,6%
Gold	2452,22	3,6%	5,4%	6,8%	24,6%	18,7%
Silber	28,82	3,2%	-1,6%	9,1%	16,2%	18,8%
Kupfer	9102,28	1,1%	-3,7%	-8,0%	3,4%	7,5%
Eisenerz	100,10	-6,6%	-6,0%	-9,7%	-11,0%	-26,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1708	-6,9%	-16,7%	1,4%	51,6%	-18,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0787	-0,6%	0,8%	0,6%	-2,1%	-2,4%
EUR/ GBP	0,8434	0,0%	-0,5%	-1,2%	-1,6%	-2,7%
EUR/ JPY	162,39	-2,0%	-5,6%	-3,5%	3,6%	3,9%
EUR/ CHF	0,9454	-0,8%	-1,9%	-3,4%	-1,7%	2,1%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.