

Volkswirtschaft Aktuell

BLICK AUF VOLKSWIRTSCHAFTLICHE EREIGNISSE

WWW.OPPENHEIM.DE



JUNI 2016

Fed: Vorsichtige Zurückhaltung

Wie erwartet hat der Offenmarktausschuss (FOMC) der US-amerikanischen Notenbank (Fed) die Leitzinsen unverändert bei 0,25 % bis 0,5 % belassen.

Ihre Prognosen für die weitere wirtschaftliche Entwicklung hat die Fed faktisch unverändert gelassen. Trotzdem hat sie ihre Prognosen für die von ihr als angemessen betrachteten Leitzinsen auf längere Sicht deutlich nach unten korrigiert. Die Normalisierung der Zinslandschaft wird sich nach Ansicht der Fed also noch viele Jahre hinziehen.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für dieses Jahr nur noch *eine* Zinserhöhung. Das (volatile) Bild der Fed könnte sich aber rasch ändern, wenn sich der US-Arbeitsmarkt weiter einengt.

Der Offenmarktausschuss (FOMC) der US-amerikanischen Notenbank (Fed) hat auf seiner gestrigen Sitzung die Leitzinsen wie erwartet unverändert gelassen. Der Fed waren die Unsicherheiten zu groß, die sich aus der aktuellen Lage am Arbeitsmarkt und dem Kopf-an-Kopf-Rennen um das EU-Referendum ergeben. Die FOMC-Mitglieder wollten vor diesem Hintergrund kein weiteres Öl ins Feuer der ohnehin sehr volatilen Kapitalmärkte gießen. Dies hatte allerdings im Vorfeld auch kaum jemand erwartet. Viel interessanter ist, wie sich die Ansichten der FOMC-Mitglieder über die weitere wirtschaftliche Entwicklung und den dazugehörigen Zinspfad geändert haben.

LANGFRISTIG SEHR VERHALTENE AUSSICHTEN FÜR ZINSEN

Quasi unverändert erwartet die Fed für die Jahre 2016 bis 2018 ein Wachstum von jeweils 2 %. Die einzig wesentliche Änderung gegenüber der Einschätzung von März ist, dass damals noch ein Wachstum von 2,2 % für das laufende Jahr erwartet wurde. Diese Änderung vollzieht aber im Wesentlichen das schlechte erste Quartal nach und weicht daher nicht vom eigentlich relevanten Verlaufsbild ab. Ebenfalls unverändert blieben die Prognosen für die Inflationsrate und die Arbeitslosigkeit. Alles in allem bleibt die Fed bei ihrer Einschätzung, dass sich die moderate Erholung der US-Wirtschaft fortsetzt und die Erholung auf dem Arbeitsmarkt wieder an Fahrt gewinnen wird. Das Konjunkturbild ist also weiterhin intakt.

Die Erwartungen hinsichtlich des weiteren Zinspfades hingegen haben sich deutlich verändert: Langfristig prognostiziert die Fed nur noch einen gleichgewichtigen Leitzins von 3 %. Vor einem Jahr lag dieser Zins noch bei 3,75 %. Auch der Pfad dorthin verläuft nach Einschätzung der FOMC-Mitglieder deutlich flacher: Unterstellt man jeweils Zinsschritte von 25 Basispunkten, dann erwartet sie nur noch jeweils drei Schritte in den Jahren 2017 und 2018. Und selbst dann wäre der Zins mit 2,4 % immer noch deutlich unter dem – ohnehin schon reduzierten – langfristigen Leitzins von 3 %. So besehen hat sich die Reaktionsfunktion der Fed geändert: Nach der aktuellen Einschätzung der Fed verträgt die US-Wirtschaft auch auf lange Sicht nicht mehr so hohe Zinsen wie noch vor einem Jahr gedacht. Aber noch viel wichtiger: Voraussichtlich erst Ende 2019 (also in dreieinhalb Jahren) wird der aktuelle Zinserhöhungszyklus abgeschlossen sein – wenn nichts dazwischenkommt...

KURZFRISTIGER AUSBLICK: IRGENDETWAS IST IMMER

Auch für das laufende Jahr hat sich das Bild deutlich gewandelt: Zwar ist im Median die Erwartung immer noch, dass es zwei Zinsschritte in diesem Jahr geben wird. Eine Analyse der einzelnen Prognosen hingegen zeigt, dass immerhin neun der 17 stimmberechtigten FOMC-Mitglieder ihre Meinung hinsichtlich des angemessenen Zinssatzes für Ende 2016 nach unten revidiert haben. Irgendetwas ist immer, was sie davon abhält, den nächsten Schritt zu tun. Sei es der Brexit, seien es schlechte Daten aus China, wie zu Beginn des Jahres, oder – wie zuletzt – der US-Arbeitsmarkt. Dieser hatte gemischte Signale ausgesendet: Sehr schwacher Stellenaufbau, trotzdem sinkende Arbeitslosigkeit und eher moderates Lohnwachstum. Janet Yellen hat deutlich gemacht, dass sie erst weitere Arbeitsmarktberichte abwarten will, bevor sie sicher ist, dass es sich bei dem Monat Mai um einen Ausrutscher gehandelt hat. Damit ist eine Zinserhöhung im Juli weitgehend vom Tisch. Wir rechnen nicht mit mehr als einem Zinsschritt in diesem Jahr. Auch wenn die Fed selbst derzeit noch zwei Zinsschritte in diesem Jahr einpreist, so hat sie in der Vergangenheit doch immer wieder bewiesen, dass das Aufkommen irgendwelcher Unsicherheitsfaktoren sie vom nächsten Schritt abhält. Daher ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass es nicht zu den zwei Schritten in diesem Jahr kommt: Irgendetwas ist schließlich immer.

Sollte es allerdings zu einem Brexit mit entsprechenden Turbulenzen an den Kapitalmärkten kommen oder die nächsten Arbeitsmarktberichte schlecht ausfallen, wären dies gute Gründe, auch diesen einen Zinsschritt abzusagen.

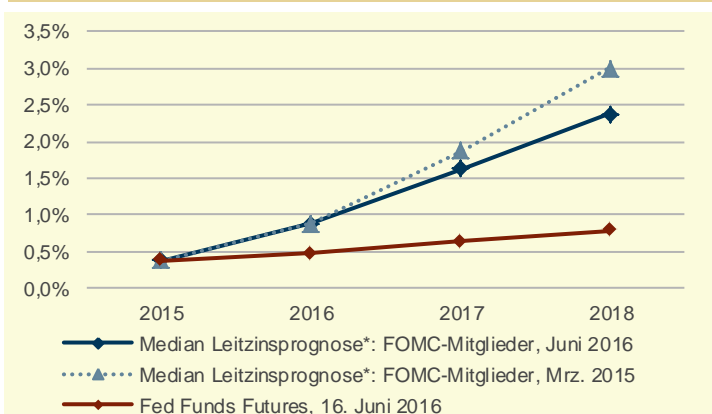
VERHALTENERE AUSSICHTEN

Angaben in %	2016		2017		2018	
BIP- Wachstum	2,0	-0,2	2,0	-0,1	2,0	0,0
Arbeitslosenquote	4,7	0,0	4,6	0,0	4,6	0,1
Inflationsrate	1,4	0,2	1,9	0,0	2,0	0,0
Kernrate	1,7	0,1	1,9	0,1	2,0	0,0
Veränderung des 4. Quartals zum 4. Quartal des Vorjahres Arbeitslosenquote: Stand zum 4. Quartal des Jahres Kursiv: Änderung ggü. Prognosen von März 2016						

Quelle: U.S. Federal Reserve Bank

Stand: 15.06.2016

FED-AUSBLICK NÄHERT SICH DEM MARKT NOCHMAL AN



Quelle: U.S. Federal Reserve Bank, Thomson Reuters Datastream Stand: 16.06.2016

DIE FED HAT KEINEN (ZEIT-)PLAN

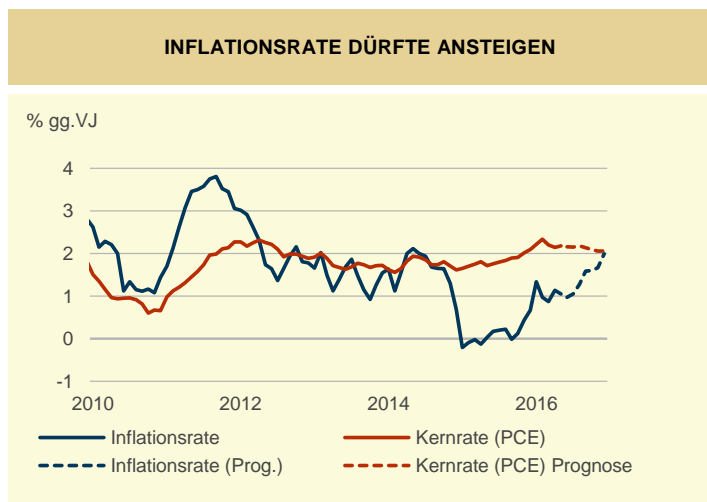
Die Fed betont schon immer, dass sie sich nicht im Voraus festlegen lässt: Auf jeder Sitzung wird „live“ über den aktuellen Leitzins entschieden. Das ist selbstverständlich so und gilt für alle Zentralbanken dieser Welt. Trotzdem drängt sich zunehmend der Verdacht auf, dass die Fed tatsächlich keinen Plan hat. Gab es früher noch klar erkennbare – und in gewissem Sinne prognostizierbare – Zinserhöhungszyklen, so ist die Fed jetzt in ihrer Argumentation viel volatil geworden oder „datenabhängiger“, wie sie es selbst formuliert.

Zudem bemüht Janet Yellen zuletzt häufiger eine zirkuläre Argumentation: Da die Leitzinsen faktisch bei null sind, hätte die Fed einer Abschwächung am Arbeitsmarkt oder des Wachstums wenig entgegenzusetzen. Daher muss sie die Zinsen niedrig lassen, um eine solche Entwicklung nicht auszulösen. Anders ausgedrückt: Da die Zinsen so niedrig sind, wie sie sind, kann die Fed sie nicht erhöhen.

Mit dieser stark datenabhängigen Einschätzung der aktuellen Lage und dem Koppeln des Zinsausblickes an diese volatile Einschätzung ist die Fed ihrerseits zu einer Quelle der Unsicherheit geworden, die sie gerade reduzieren will. Verlass war allerdings bisher vor allem auf das Zurückschrecken vor dem nächsten Schritt.

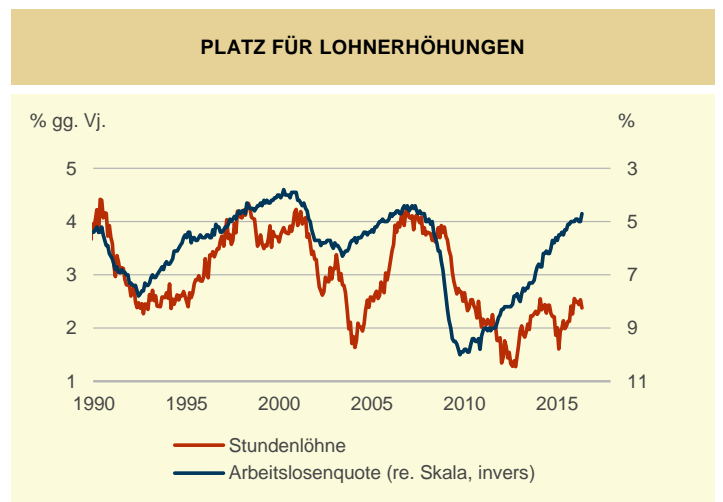
DER ARBEITSMARKT KÖNNTE DIE FED AUF DEM FALSCHEN FUSS ERWISCHEN

Auch wenn die Fed derzeit schätzt, dass die Zinsen sehr lange sehr niedrig bleiben, so könnte sich just diese Einschätzung auch bald wieder ändern. Demografische Gründe sprechen dafür, dass der Arbeitsmarkt zunehmend enger wird. Immer mehr Ältere scheiden aus dem Berufsleben aus und (relativ) weniger Junge kommen nach. Daher dürften die Zeiten, in denen monatlich 200.000 und mehr neue Jobs entstehen, langsam dem Ende entgegen gehen. Dies dürfte auf der einen Seite zwar dem Wachstum etwas den Schwung nehmen, sollte aber auf der anderen Seite dazu führen, dass die Löhne wieder stärker steigen. Mit einer Arbeitslosenquote von 4,7 % herrscht faktisch Vollbeschäftigung und es ist eine Frage der Zeit, wann sich diese in höheren Löhnen und in Folge dessen einer anziehenden Inflationsrate niederschlagen wird. Schließlich ist die Inflationsrate schon jetzt höher als in den meisten anderen Industrieländern. Dies könnte die Fed dazu zwingen, ihre Meinung hinsichtlich der Zukunft zu ändern und die Zinsen schneller zu erhöhen als derzeit von ihr prognostiziert – schließlich ist ja jede FOMC-Sitzung „live“.



Quelle: Haver Analytics Inc, Sal Oppenheim KGaA

Stand: 16.03.2016



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Stand: 16.06.2016

Autor

Dr. Martin Moryson
 martin.moryson@oppenheim.de
 Telefon: (0221) 145-2099

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“). Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmten Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die **Informationen** wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen; ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands, sowie an US-Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.