

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



20. September 2024

DER AMERIKANISCHE ARBEITSMARKT RÜCKT IMMER STÄRKER IN DEN FOKUS

Die amerikanische Zentralbank Fed hat am Mittwochabend den Schritt vollzogen, auf den die Marktteilnehmer seit Wochen gewartet hatten: Erstmals seit 2020 hat sie ihre Leitzinsen wieder gesenkt. Allerdings hatten viele nicht damit gerechnet, dass der Zinsschritt so hoch ausfallen würde. Gleich um einen halben Prozentpunkt hat sie die Federal Funds Rate auf einen Korridor von 4,75 bis 5,00 Prozent gesenkt. Angesichts der Tatsache, dass die Fed traditionell eine Politik der kleinen Zinsschritte verfolgt, ist dieser Zinsschritt ungewöhnlich groß ausgefallen.

Gerechtfertigt war der Schritt durch den Rückgang der Inflation. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich im August auf 2,5 Prozent verlangsamt, der Anstieg der Kerninflationsrate, die die Energie- und Lebensmittelpreise ausklammert, auf 3,2 Prozent. Das Bild erscheint nochmal entspannter, wenn man den von der Fed als Inflationsmaß bevorzugten Deflator der persönlichen Konsumausgaben anschaut: Daran gemessen lag die Teuerungsrate zuletzt bei 2,5 Prozent beziehungsweise bei 2,6 Prozent in der Kernrate. Das mittelfristige Ziel von 2 Prozent, das die Fed anstrebt, ist damit noch nicht ganz erreicht, doch die Bekämpfung der allgemeinen Teuerung bekommt einen geringeren Stellenwert.

Dazu muss man wissen, dass das Mandat der Fed breiter gefasst ist als das der Europäischen Zentralbank: Gleichwertig neben der Erhaltung eines stabilen Preisniveaus steht die Verpflichtung, einen möglichst hohen Beschäftigungsstand für die amerikanische Wirtschaft sicherzustellen. Hier haben die Risiken tendenziell zugenommen. Der Beschäftigungsaufbau hat sich verlangsamt, die Arbeitslosenquote ist von rund 3,5 Prozent zur Mitte 2023 auf 4,2 Prozent im August 2024 gestiegen.

Dementsprechend war es folgerichtig, dass die Fed den Fokus verlagert und den Restriktionsgrad der Geldpolitik zurückzunehmen beginnt. Einen ersten Schritt dazu hat die Notenbank am Mittwoch unternommen. Wie die Terminmärkte zeigen, erwarten die Marktteilnehmer, dass die Fed sehr rasch weitere Zinssenkungen vornehmen wird. In den aktuellen Markterwartungen gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass der Tagesgeldsatz bereits um die Mitte des Jahres 2025 unter die Marke von 3 Prozent sinken wird. Dort würde sich dann, passend zu den Vorstellungen der Notenbank zum langfristig neutralen Zinsniveau, ein Boden bilden. Die Fed veranschlagt den neutralen Zins, zu dem die Geldpolitik weder restriktiv noch expansiv auf die Wirtschaft wirkt, derzeit in einem Bereich zwischen 2,5 und 3 Prozent.

Rechtfertigen die Entwicklungen am Arbeitsmarkt und die konjunkturellen Perspektiven, das Ruder herumzuwerfen? Wir sind hier vorsichtig. Richtig ist, dass sich das Wachstum in den USA gegenüber dem Tempo der letzten vier Quartale – mit durchschnittlich rund 3 Prozent - in ruhigere Bahnen zu bewegen scheint und sich der Beschäftigungsaufbau verlangsamt. Im zweiten Halbjahr lag der durchschnittliche Beschäftigungsanstieg bei 213 Tausend Stellen pro Monat, im ersten Quartal bei 267 Tausend Stellen, im zweiten Quartal bei 147 Tausend, im bisherigen Verlauf des dritten Quartals bei monatlich nur noch 115 Tausend.

Parallel dazu fiel die Zahl der offenen Stellen. Der Überhang der offenen Stellen gegenüber der Zahl der Arbeitslosen hatte auf seinem Höhepunkt Mitte 2022 bei rund 6,8 Millionen gelegen. Bis Juli 2024 war die Differenz auf knapp 1,2 Millionen geschrumpft.

Trotz des rasanten Beschäftigungsanstiegs ist die Arbeitslosenquote im Laufe der vergangenen Monate merklich gestiegen, von 3,4 Prozent im Tiefpunkt im April 2023 auf 4,2 Prozent im August 2024. Der Anstieg war immerhin so deutlich, dass gemäß der unter Ökonomen recht bekannten Sahm-Regel eine Rezessionswarnung ausgelöst wurde. Wie passt dies zu dem deutlichen Beschäftigungsaufbau? Die Lösung zu dieser Frage liegt auf der Angebotsseite des Arbeitsmarktes: Die Zahl der Arbeitslosen und die Quote sind angestiegen, weil eine entsprechend hohe Zahl von Menschen in den Arbeitsmarkt hineingegangen sind.

Im Verlauf der Jahre 2023 und 2024 hat die Erwerbsbevölkerung (Civilian Labor Force) in den USA um reichlich 4,5 Millionen zugenommen. Davon entfallen übrigens fast drei Millionen auf Menschen, die nicht in den USA geboren sind. Es dürfte also einer höheren Erwerbsbeteiligung und vor allem der Immigration zu verdanken sein, dass der Beschäftigungsanstieg (laut Payroll-Statistik um knapp unter 4,5 Millionen im genannten Zeitraum von 20 Monaten) ohne allzu große Probleme über die Bühne gehen konnte. Schätzungen zufolge hat vor allem die Immigration dazu beigetragen, dass das „Breakeven-Beschäftigungswachstum“ – das Beschäftigungswachstum, das die Arbeitslosenquote stabil hält - kurzfristig auf monatlich 230 Tausend gestiegen ist. [1]

Das langfristige Breakeven-Beschäftigungswachstum hängt in erster Linie von demographischen Faktoren ab und wird unverändert auf etwa 70 Tausend bis 90 Tausend Arbeitsplätze pro Monat geschätzt. Darin spiegelt sich die Alterung der Erwerbsbevölkerung. Für den aktuellen Rand der Entwicklung gehen die Ökonomen der Federal Reserve Bank of San Francisco davon aus, dass das derzeitige kurzfristige Breakeven-Beschäftigungswachstum noch etwa 130 Tausend beträgt und bis Ende 2025 voraussichtlich auf einen langfristigen Wert von knapp 100 Tausend sinken wird.

Ein echtes konjunkturelles Warnzeichen wäre es derzeit, wenn die Zahl der Entlassungen zunähme. Aber weder die Ankündigungen von Arbeitsplatzabbau (Challenger Job Cut Announcements) noch die Angaben zu Entlassungen (JOLTS-Statistik) zeigen einen signifikanten Anstieg. Die Entlassungen und die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung haben leicht auf 230 Tausend angezogen. Dies ist allerdings noch undramatisch – im Sommer 2023 war die Zahl sogar leicht gestiegen, doch liegt dies bequem im Rahmen dessen, was in den vergangenen drei Jahren zu beobachten war. Kurzum: die Situation stellt sich etwas weniger günstig dar als im Frühjahr 2024.

Die Zeichen in der amerikanischen Wirtschaft sind somit in Richtung einer Verlangsamung der Konjunktur gerichtet. Allerdings gehen wir davon aus, dass es den USA gelingen wird, eine Rezession zu vermeiden. Wir erwarten einen Rückgang des Wirtschaftswachstums, nachdem es im zweiten Quartal 2024 noch bei 3,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr gelegen ist. In den nächsten Monaten wird es den USA schwerfallen, die Zwei vor dem Komma zu halten. Damit übertrifft das Wachstum der USA allerdings immer noch deutlich das im Euroraum und vor allem auch das in Deutschland, wo die Ökonomen schon froh sind, wenn die Null vor dem Komma gehalten werden kann. Auch zeigt sich, dass die US-Wirtschaft bei allen Schwierigkeiten, mit denen sie zu kämpfen hat, immer noch in der Lage ist, Unternehmen hervorzubringen, die ein hohes Gewinnwachstum bei moderater Verschuldung erreichen und somit attraktive Eigenkapitalrenditen zeigen.

Mit dieser Zinssenkung reagiert die Fed frühzeitig darauf, dass die US-Wirtschaft auf einen langsameren Wachstumspfad einschwenkt. Damit dreht sie den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik zurück und steuert den Leitzins in Richtung auf das neutrale Niveau. Wir glauben, dass die Geschwindigkeit der Zinssenkungen behutsamer sein wird als das Tempo, das die Märkte aktuell einpreisen.

Jan Viebig

[1] Nicolas Petrovsky-Nadeau und Stephanie A. Stewart: Breakeven Employment Growth. In: FRBS Economic Letters, 8. Juli 2024.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2024, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.