

Warsh und die Fed: Glaubwürdigkeit, die PCE-Korrektur und eine steilere Zinskurve

Eine zurückhaltendere Fed, eine niedrigere veröffentlichte Inflationsrate und warum die USA nach wie vor eine steilere Zinskurve benötigen.

I. Jackson Hole: Governance statt Guidance

IN KÜRZE

Kevin Warsh nutzte seine Rede in Jackson Hole am Freitag, um eher eine Philosophie der Governance als einen geldpolitischen Kurs vorzustellen. Er legte sich weder auf eine Forward Guidance noch auf eine Reaktionsfunktion fest und machte deutlich, dass die besser als erwarteten Inflationszahlen des Sommers ihn nicht davon überzeugt haben, dass sich der zugrunde liegende Trend verbessert hat.

Eine offizielle Abkehr vom 2-Prozent-Ziel steht nicht zur Debatte: Warsh weiß, dass eine formelle Verschiebung der Zielvorgaben das Risiko birgt, die langfristigen Inflationserwartungen zu entkoppeln. Die akkommodierende Geldpolitik findet an anderer Stelle statt. Am 30. September 2026 wird das BEA die Art und Weise revidieren, wie Technologiepreise in den PCE-Deflator einfließen, und der Kern-PCE, der derzeit bei 3,3 % liegt, könnte rein rechnerisch nahe oder unter 3 % ausfallen, ohne dass sich die zugrunde liegende Inflation verbessert. Die eigenen Arbeitsgruppen der Fed weisen in dieselbe Richtung, und die von Warsh bevorzugte Reihe der Dallas Fed liegt bereits bei 2,3 %, einen ganzen Prozentpunkt unter dem Kern-PCE.

So sieht die Tolerierung einer Inflation über dem Zielwert in der Praxis aus: Die 2-Prozent-Verpflichtung wird formal verteidigt, während die Messung die akkommodierende Rolle übernimmt.

Am langen Ende deuten Bessents ausgeweitete Rückkäufe und Warshs Rückzug von der Forward Guidance in dieselbe Richtung: Beide wirken sich eher auf den Preis der Anleihen aus als auf das dahinterstehende Problem. Wir halten uns an die „Bond Vigilantes“. Der Druck ist struktureller Natur, und nur eine deutlich steilere Kurve wird die Kapitalströme wieder in die Duration lenken.

Am Freitag, dem 28. August, in Jackson Hole lehnte er es ab, sich entweder auf eine Forward Guidance oder auf eine Reaktionsfunktion für die Geldpolitik festzulegen, und nutzte die Plattform stattdessen für eine allgemeine Erklärung darüber, wie er die Geldpolitik zu steuern gedenkt. Beides steht nicht im Widerspruch zueinander. Warsh trennt den Anker vom Kurs: Das Ziel bleibt aus Gründen der Glaubwürdigkeit der Institution fest bei 2 % gesetzt, während der Weg dorthin bewusst offen gelassen wird. Er nutzte die Plattform auch, um nach der im Juli entstandenen Verwirrung die Kernziele der Fed erneut zu bekräftigen.

IN JACKSON HOLE

Der Vorsitzende in seinen eigenen Worten

- **Zur Fed und den Märkten:** „Wir sollten kein System zulassen, in dem Marktteilnehmer bei ihren nächsten Handelsentscheidungen in erster Linie auf die Fed schauen.“
- **Zu den Sommerdaten:** „Zwar fielen die [Inflations-]Werte dieses Sommers besser aus als erwartet, doch lassen sie für mich nicht den Schluss zu, dass sich die zugrunde liegenden Trends wesentlich verbessert haben.“
- **Zum Rahmen:** Die Rede war eine Erklärung zur Governance, kein Signal für den September.

In Jackson Hole interpretierten die Märkte die Äußerungen zur Inflation als hawkisch, und die Zinskurve flachte sich ab. Wir betrachten dies eher als eine Frage der Darstellung denn als inhaltlich bedeutsam: Angesichts negativer Beschäftigungszahlen und einer angebotsgetriebenen Inflation hat die Fed keinen nachfrageseitigen Grund für eine Straffung. Die Weigerung, eine Regel festzulegen, ist genau das, was die Option auf eine spätere Lockerung offen hält. Die kurzfristige Kursentwicklung spricht gegen unsere Position im kurzen Bereich, doch die strukturellen Argumente für eine steilere Kurve – getrieben von Defiziten in Höhe von 6,5 % des BIP und einer Emission von US-Dollar-Anleihen durch Hyperscaler in Höhe von fast 445 Mrd. US-Dollar im Jahr 2026 bei einer Nettoemission von US-Staatsanleihen von 1,5 bis 2 Billionen US-Dollar – bleiben unberührt.

Seine Skepsis ist begründet. Die USA haben einen dreifachen Inflationsschock durch höhere Ölpreise, Zölle und steigende KI-bezogene Inputkosten verkräftet, und keiner dieser drei Faktoren lässt von selbst nach. **Ein Sommer mit schwächeren Zahlen vor diesem Hintergrund sagt wenig über den Trend aus.**

Die Logik dahinter ist, dass durch Vorabverpflichtungen tatsächlich Glaubwürdigkeit verloren geht. Eine Zentralbank, die einen Kurs veröffentlicht hat, steht vor zwei schlechten Optionen, wenn sich die Datenlage ändert: entweder ein Versprechen einzuhalten, von dem sie bereits weiß, dass es falsch ist, oder es zu brechen. Ersteres führt zu einem politischen Fehler, Letzteres untergräbt den Anker selbst. Durch die Aufhebung des Versprechens wird das Dilemma beseitigt. **Warsh sichert sich Glaubwürdigkeit für das Ziel, indem er sie für den Kurs einsetzt.**

DAS WARSH-PROGRAMM

Drei bewusste Schritte weg von der Forward Guidance

- Weniger Forward Guidance bereitstellen.
- Kürzere, weniger detaillierte geldpolitische Erklärungen veröffentlichen.
- Sich weniger auf präzise Wirtschaftsprognosen stützen, einschließlich des traditionellen Dot-Plots.

Durch den Verzicht auf Forward Guidance überträgt er die Preisbildung des Inflationsrisikos bewusst wieder auf den Markt. Die Fed der Greenspan-Ära überließ diese Aufgabe den Anlegern mit seinem berühmten Zitat: „Wenn ich Ihnen übermäßig klar erscheine, müssen Sie mich missverstanden haben.“ Der nach 2008 eingeführte Apparat aus Dot Plots und zeitlichen Verpflichtungen übernahm diese Aufgabe und drückte dabei die Laufzeitprämie. Eine Abkehr davon dürfte die Prämie wieder nach oben treiben. Kritiker warnen vor kontraproduktiver Volatilität; Befürworter argumentieren, dass eben diese Volatilität das Signal wiederherstellt. Warsh scheint bereit zu sein, ein unruhigeres kurzfristiges Ende der Zinskurve als Preis für Flexibilität in Kauf zu nehmen, und **eine Fed, die Unsicherheit nicht mehr abbaut, ist eine Fed, die die Kurve steiler werden lässt.**

Das reale Einkommenswachstum bleibt schwach, insbesondere am unteren Ende der K-förmigen Wirtschaft. Eine Zinserhöhung würde Haushalte mit geringerem Einkommen weiter unter Druck setzen und gleichzeitig die Vermögenspreise und die Verschuldung an der Spitze gefährden.

All dies ändert jedoch nichts an unserer Einschätzung für die Zukunft. Es gibt viele Gründe, auf mehr Klarheit auf der Nachfrageseite zu warten, insbesondere da die Realeinkommen durch die nominale Inflation unter Druck geraten und der Arbeitsmarkt bislang stagniert. **Nichts gibt uns Anlass zur Zuversicht, dass sich eine dieser Variablen von hier aus erholen wird.** Der Markt reagierte im Vorfeld der Sitzung mit einer zurückhaltenden Haltung und ging Short-Positionen im Dollar ein. **Unserer Ansicht nach handelt es sich hierbei eher um einen kurzfristigen Druck als um eine Trendwende.** Der Markt preist derzeit Zinserhöhungen von rund 60 Basispunkten über ein Jahr und 35 Basispunkten bis Dezember 2026 ein. **Bei diesen Niveaus bleibt das Risiko-Ertrags-Verhältnis für Long-Positionen am kurzen Ende der Kurve attraktiv.**

II. Die PCE-Revision: niedrigere Inflation, ohne die Zielvorgaben zu verschieben

Gleichzeitig könnte eine Änderung der Inflationsmessung die offiziellen Zahlen senken, ohne dass die Fed ihr Ziel anpasst.

Das 2-Prozent-Ziel bezieht sich auf die Kern-PCE-Inflationsrate (Personal Consumption Expenditures), nicht auf den Verbraucherpreisindex (CPI). Diese Unterscheidung ist hier von Bedeutung. Der CPI wird vom Bureau of Labor Statistics (BLS) ermittelt; die PCE-Inflationsrate vom Bureau of Economic Analysis (BEA). Es ist das BEA, nicht die Fed, das im Begriff ist, die Berechnungsmethode zu ändern.

Das BEA überarbeitet derzeit, wie bestimmte Technologiekosten im Deflator erfasst werden. **Der Effekt ist rein rechnerischer Natur: Die gemeldete Inflationsrate sinkt, was Warsh und dem Ausschuss mehr Spielraum gibt, die Zinsen unverändert zu lassen und gleichzeitig an der 2-Prozent-Verpflichtung festzuhalten.**

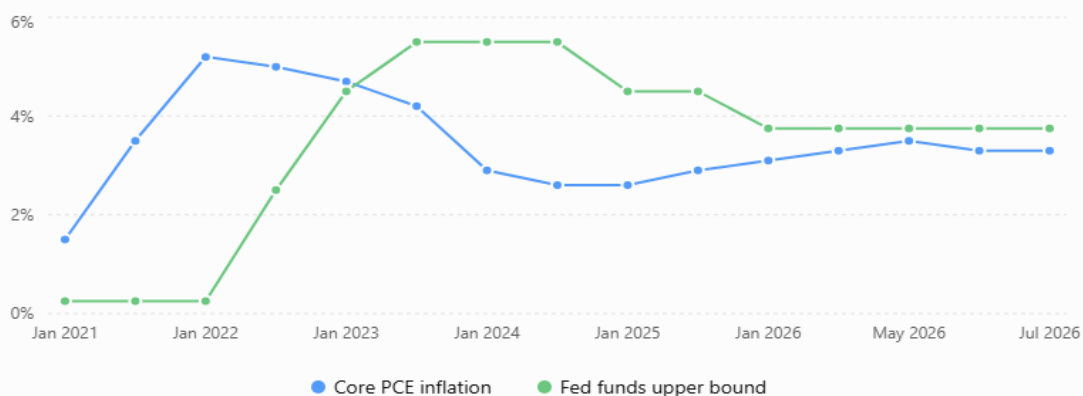
Der Kern-PCE liegt derzeit bei 3,3 % und damit immer noch deutlich über dem Zielwert, während der Leitzins bei 3,50 % bis 3,75 % liegt. Die Anpassung könnte den gemeldeten Wert auf nahe 3 % oder darunter bringen, ohne dass die zugrunde liegende Inflation entsprechend sinkt. **Die Fed muss die Zielvorgaben nicht verschieben. Die Messmethode passt sich von selbst an.**

WAS DIE BEA-REVISION BEDEUTET

- **Bekämpfung der „Tech-Inflation“.** Das BEA passt seine Methodik an, um das zu korrigieren, was Analysten inzwischen als „Tech-Inflation“ bezeichnen. Nach aktuellem Kenntnisstand werden die offiziellen Kern-PCE-Werte durch die Art und Weise, wie Technologie- und technologiebezogene Preise gemessen werden, künstlich überhöht.
- **Der mechanische Effekt.** Ab dem 30. September 2026 wird diese überhöhte Technologieinflation durch die überarbeitete Methodik aus dem Index herausgerechnet.
- **Das Nettoergebnis.** Durch die Anpassung werden die offiziellen Zahlen deutlich nach unten korrigiert. Analysten schätzen, dass der Kern-PCE auf nahe 3 % oder darunter fallen könnte, unabhängig davon, wie sich die Gesamtwirtschaft entwickelt.

US core PCE inflation vs Fed funds rate

Core PCE, year-on-year, and upper bound of the Fed funds target range, 2021 to July 2026.



Quelle: Bloomberg, H2O AM, August 2026

HINWEIS FÜR KUNDEN

Das Problem besteht nicht mehr darin, dass die Geldpolitik im Verhältnis zur Inflation extrem restriktiv ist. Der Kern-PCE liegt bei 3,3 %, und die Obergrenze des geldpolitischen Zielkorridors beträgt lediglich 3,75 %.

Die Korrektur ermöglicht es der Fed, derzeit eine zurückhaltende Haltung beizubehalten, mit der Option auf spätere Zinssenkungen. Eine über dem Ziel liegende Inflation zu tolerieren, muss nicht ausdrücklich ausgesprochen werden – und dies steht im Einklang mit unserer Einschätzung, dass sich die Zinsstrukturkurve weiter versteilt.

III. Das lange Ende: zwei Seiten derselben Medaille

Scott Bessents faktische Form der Yield Control Curve am langen Ende und Kevin Warshs undurchsichtiger Guidance am kurzen Ende lassen sich als zwei Seiten derselben Medaille interpretieren.

Im August 2026 verdoppelte das US-Finanzministerium seine Rückkäufe am langen Ende auf mindestens 32 Mrd. US-Dollar pro Quartal. Der Markt interpretiert dies zunehmend als aktivistisches Schuldenmanagement, eine Form der Quasi-YCC, die darauf abzielt, die Laufzeitprämie einzudämmen und sowohl die Kosten als auch die Wahrnehmung der US-Schulden zu steuern. Der Versuch, die Marktpreise zu steuern, löst jedoch nicht das zugrunde liegende fundamentale Problem. Ein Teil der Laufzeitprämie ist künstlich erzeugt, und Warshs Rückzug von den Leitlinien trägt dazu bei. Der größere Teil ist struktureller Natur, und keine noch so große Rückkaufkapazität kann ihn beseitigen, da der Umfang im Vergleich zu einem vollständigen QE-Zyklus marginal bleiben wird.

Die Zusammensetzung des US-Wachstums ist der Grund dafür, dass der Druck struktureller Natur ist. In den Jahren 2022–23 wurde die Lücke durch fiskalische Unterstützung geschlossen, nachdem die angesammelten Ersparnisse aufgebraucht waren. Seitdem wurde der Staffelstab an KI-getriebene Investitionsausgaben weitergereicht, und die beiden Wachstumsmotoren

werden sehr unterschiedlich finanziert. Der Konsum finanziert sich größtenteils aus dem Einkommen; Investitionsausgaben in dieser Größenordnung finanzieren sich am Anleihemarkt. **Die USA haben damit einen weitgehend selbstfinanzierten Wachstumsmotor gegen einen eingetauscht, der am Kapitalmarkt mit dem Treasury um Mittel konkurriert.**

DIE SICHT VON H₂O AM

Wir stimmen mit den „Bond Vigilantes“ überein. Der Druck am langen Ende der Zinskurve ist struktureller, nicht zyklischer Natur.

Das Haushaltsdefizit liegt bei rund 6,5 % des BIP, während das Finanzministerium mit dem Ausbau der KI-Infrastruktur um Kapital konkurriert.

Dies verändert den traditionellen *Beauty contest* an den Anleihemärkten. Historisch gesehen fand der Wettbewerb größtenteils zwischen Ländern statt, und die USA profitierten von ihrer dominanten Position. **Heute gibt es auch einen wachsenden Wettbewerb innerhalb des US-Marktes selbst: US-Staatsanleihen stehen gegen Investment-Grade-Anleihen.** Ein ausländischer Investor, der ein Engagement in den USA sucht, kann KI-Investitionen zunehmend über hoch bewertete Unternehmensanleihen finanzieren, anstatt einfach nur US-Staatsanleihen zu kaufen. Und auch der Wettbewerb zwischen den Ländern hat sich gewandelt: Die seit 2022–23 stattfindende Umschichtung von globalem Kapital von West nach Ost wird nun nicht nur durch die Rückführung inländischer Ersparnisse angetrieben, sondern auch dadurch, dass ausländische Investoren die Verbesserung der asiatischen Fundamentaldaten erkennen.

Auch ist diese Finanzierung nicht bedingungslos. Seit letztem September, als Hyperscaler zur Finanzierung ihrer Investitionsausgaben auf die Anleihemärkte zurückgriffen, haben Investoren die Wirtschaftlichkeit des KI-Zyklus genauer unter die Lupe genommen als noch während der Dotcom-Ära. **Der Markt für „“ scheint bereit zu sein, den Wandel zu finanzieren, aber nicht, Geschäftsmodelle zu unterstützen, die enorme Vorabinvestitionen für Renditen erfordern, die ungewiss und in weiter Ferne liegen.**

DIE OPTIONEN FÜR DIE USA

Schließen sich nicht gegenseitig aus

- Förderung weiterer inländischer Käufer durch eine Kombination aus Anreizen und weniger strenger Regulierung.
- Den Dollar schwächen, um die relative Attraktivität von US-Vermögenswerten zu verbessern.
- Eine steilere Zinsstrukturkurve zulassen, um Banken wieder für langfristige Anlagen zu gewinnen.
- Oder alle DREI Maßnahmen gleichzeitig verfolgen.

Die Anzeichen dafür sind bereits in den Daten zu erkennen. Nach drei aufeinanderfolgenden Monaten soliden Wachstums blieben die realen Konsumausgaben im Juli 2026 im Wesentlichen unverändert, und die Einzelhandelsumsätze verzeichneten ihren stärksten monatlichen Rückgang seit Mai 2025. Höhere Zinsen, ein aufgebrauchtes Sparpolster und anhaltende Inflation wirken sich gleichzeitig auf die Kaufkraft aus. **Da der Konsum etwa zwei Drittel des BIP ausmacht, ist dies kein Detail: Er ist das tragende Element des Aufschwungs.**

Staatsanleihe-Rückkäufe unter Bessent können die langfristigen Renditen nicht dauerhaft begrenzen, und eine undurchsichtigere Kommunikation unter Warsh kann einen nachlassenden Konsum nicht ewig verbergen.

Die USA müssen letztendlich echte Nachfrage aus dem privaten Sektor für das lange Ende der Staatsanleihekurve gewinnen. Dazu ist eine deutlich steilere Zinskurve erforderlich, um Banken anzulocken.

Eine ausreichend steile Kurve schafft den wirtschaftlichen Anreiz für Banken und andere inländische Investoren, ihre Duration zu verlängern. Erst wenn diese Nachfrage zurückkehrt, können die langfristigen Renditen nachhaltig zu sinken beginnen.

Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt keine Beratung, kein Angebot und keine Aufforderung seitens oder im Namen von H2O AM dar, Wertpapiere, damit verbundene Finanzinstrumente oder andere Produkte zu kaufen oder zu verkaufen oder in einer Rechtsordnung eine Handelsstrategie zu verfolgen. Dieses Dokument richtet sich an professionelle Kunden im Sinne der MiFID-Richtlinie. Es darf nicht für andere als die vorgesehenen Zwecke verwendet werden und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von H2O AM weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden.

Diese Präsentation wurde von H2O AM auf der Grundlage von Quellen erstellt, die das Unternehmen als zuverlässig erachtet. H2O AM übernimmt keine Verantwortung für Entscheidungen, die auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getroffen oder unterlassen werden, noch für die Verwendung, die Dritte davon machen. Die in diesem Dokument enthaltenen Analysen und Meinungen geben die Ansichten der genannten Autoren zum angegebenen Datum wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es gibt keine Garantie dafür, dass die zukünftige Entwicklung den in diesem Dokument erwarteten Entwicklungen entsprechen wird. Vor einer Anlage in ein Produkt sollte ein Anleger die Risiken, einschließlich etwaiger mit dem Emittenten verbundener Marktrisiken, sowie die finanziellen Vorzüge und die Eignung solcher Produkte vollständig verstehen und sich vor einer Anlageentscheidung mit seinen eigenen Rechts-, Steuer-, Finanz- und Buchhaltungsberatern beraten. Ein Anleger sollte die Merkmale der Transaktion vollständig verstehen und, sofern nichts Gegenteiliges bestimmt ist, finanziell in der Lage sein, den Verlust seiner Anlage zu tragen, sowie bereit sein, dieses Risiko zu akzeptieren. Der Anleger sollte sich bewusst sein, dass der Wert einer Anlage und die daraus erzielten Erträge sowohl steigen als auch fallen können und dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung ist. Jede Anlage in ein beschriebenes Produkt setzt voraus, dass die Produktunterlagen zuvor gelesen und verstanden wurden, insbesondere diejenigen, die die Rechte und Pflichten der Anleger sowie die mit einer Anlage in dieses Produkt verbundenen Risiken detailliert beschreiben.

Wir verpflichten uns zur Wahrung der Vertraulichkeit personenbezogener Daten – die Datenschutzrichtlinie von H2O AM ist auf der Website h2o-am.com verfügbar.

Die rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Unterlagen der von H2O AM verwalteten Fonds sind kostenlos auf der Website h2o-am.com verfügbar.

Die H2O AM-Gruppe umfasst die folgenden Unternehmen:

H2O AM Europe ist eine Vermögensverwaltungsgesellschaft, die von der Autorité des Marchés Financiers unter der Nummer GP-19000011 zugelassen und reguliert wird. Das AMF-Register kann unter <https://www.amf-france.org> eingesehen werden. Firmenname und Sitz: H2O AM Europe, 39 avenue Pierre 1er de Serbie, 75008 Paris, Frankreich. Handelsregisternummer: RCS Paris Nr. 843 082 538.

H2O Monaco SAM, zugelassen und reguliert durch die Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF SAF 2017-04). Firmenname und Sitz: H2O Monaco SAM, 24 bd Princesse Charlotte 98000 Monaco. Handelsregisternummer: (RCI) 17507498.

H2O AM LLP ist kein reguliertes Unternehmen. Firmenname und Geschäftsstelle: H2O AM LLP, Michelin House, 81 Fulham Road, SW3 6RD (2. Stock, Büro 209) London, Vereinigtes Königreich. Firmennummer OC356207

H2O AM Switzerland SA ist kein reguliertes Unternehmen. Firmenname und Geschäftssitz: H2O AM Switzerland SA, 11 rue Cornavin, 1201 Genf, Schweiz, Handelsregisternummer RC Genf Nr. CHE-167.132.256

H2O AM ASIA PTE.LTD ist kein reguliertes Unternehmen. Firmenname und Geschäftsadresse: H2O AM Asia Pte. Ltd., 12 Marina Boulevard, #17-01, Marina Bay Financial Centre Tower 3, Singapur 018982. UEN: 201827907K