



Prognose Update USA: Holprige Landung statt Absturz

Während sich 2023 seinem Ende zuneigt, bleibt weiter offen, ob die US-Konjunktur der erheblichen Straffung der Geldpolitik zum Trotz um eine Rezession herumkommt. Der Dollar schöpfte neue Kraft und legte kräftig zu, mittelfristig dürfte die Puste aber wieder ausgehen.



Patrick Franke
Internationale
Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

Die US-Wirtschaft hat sich im laufenden Jahr als **ungewöhnlich widerstandsfähig** erwiesen. Wohl wenige Beobachter hätten vor dem Hintergrund von Leitzinserhöhungen um insgesamt über fünf Prozentpunkte seit dem Frühjahr 2022 mit so soliden Wachstumsraten gerechnet wie sie bisher tatsächlich verzeichnet wurden.

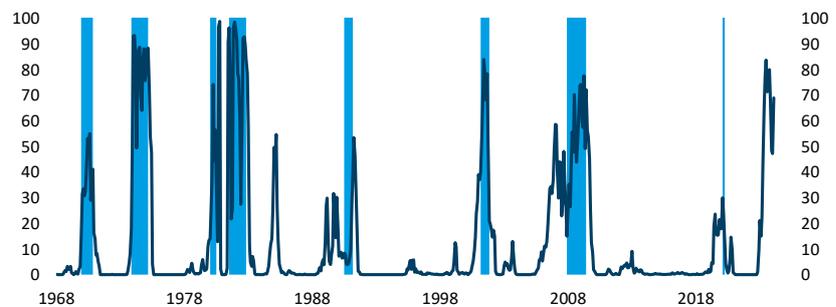
Die revidierten Zahlen zeigen im laufenden Jahr bis zum zweiten Quartal **eine Dynamik von gut 2 %** (Jahresrate), was leicht über dem Trendwachstum liegt. Der Sommer könnte sogar noch etwas besser ausfallen. Wir haben bereits vor einigen Wochen unser Szenario einer milden Rezession angepasst und rechnen nun nur noch mit einer konjunkturellen Abkühlung, die sich auf das Winterhalbjahr 2023/2024 konzentrieren sollte.

Die aktuelle Datenlage ist im Hinblick auf die Frage „Rezession: ja oder nein?“ weiterhin nicht eindeutig. Unser Rezessionsmodell zeigt ein nicht zu vernachlässigendes **Rezessionsrisiko** an, vor allem für den Herbst 2023. Obwohl die Werte für den Jahreswechsel dann wieder besser aussehen (unter 50 %), springt die Wahrscheinlichkeit im Februar, d.h. auf Basis der Zahlen vom August 2023, wieder auf fast 70 %. Für den Zeitraum seit den späten 1960er Jahren hat das Modell

für keine Phase eine ähnlich hohe Wahrscheinlichkeit angezeigt, ohne dass es tatsächlich zu einer Rezession kam. Das wird also voraussichtlich **eine sehr knappe Sache**.

Großes Rezessionsrisiko

Wahrscheinlichkeit einer Rezession (Probit-Modell), %*



*Vorlauf sechs Monate. Hellblaue Flächen: Rezession laut NBER.
Quellen: NBER, Helaba Research & Advisory

Winterhalbjahr: Abkühlung voraus?

Die Wachstumszahlen zum dritten Quartal 2023 stehen noch aus, aber die Schätzungen liegen derzeit eher bei 3 % als bei 2 % (annualisierte Vorquartalsrate). Dies liegt vor allem an einer **spürbaren Belebung des privaten Konsums im Sommer**. Dieser wurde wohl hauptsächlich von den Realeinkommen getragen. Obwohl sich der Stellenaufbau im Trend abschwächt und auch die Löhne weniger stark steigen, ist die Inflation von Januar bis zum Sommer um fast 6 ½ Prozentpunkte auf rund 3 % gefallen. Die Wende bei den realen Einkommen hat – zumindest bis jetzt – die **negativen Effekte des Zinsanstiegs** kompensiert. Diese sind dabei nicht zu vernachlässigen, schließlich haben sich die Ausgaben der Haushalte für Zinsen (ohne Hypotheken) seit Beginn der Zinserhöhungen

auf rund 500 Mrd. US-Dollar pro Jahr etwa verdoppelt – dieser Anstieg entspricht immerhin 2,5 % der jährlichen verfügbaren Einkommen.

Mit dem Ende des Moratoriums für die **Bedienung von staatlichen Studentenkrediten** im Oktober wird diese Summe weiter steigen. Auch sonst laufen Transfers der öffentlichen Hand aus, was die Haushalte belasten sollte. Zwar zeigen die revidierten Daten am aktuellen Rand eine etwas höhere Überschussersparnis als vorher. Dennoch dürfte dieser in der Pandemie angehäuften Puffer in den kommenden Monaten erschöpft sein, so dass die Haushalte wieder stärker auf die laufenden Einkommen angewiesen sind.

Der **Arbeitsmarkt** stellt sich aktuell unverändert erstaunlich robust dar. Zwar ist der mittelfristige Trend beim Beschäftigungsaufbau klar abwärtsgerichtet und die Arbeitslosenquote hat sich von ihrem 50-Jahrestief von 3,5 % auf derzeit 3,8 % etwas erhöht. Aber im August stieg die Zahl der Stellen außerhalb der Landwirtschaft wieder um 336.000, was weit oberhalb des „break-even“-Punktes von rund 100.000 pro Monat liegt, der die Arbeitslosenquote auf mittlere Sicht stabil hält. Dies dürfte allerdings ein Ausreißer im grundsätzlich intakten Trend sein (vgl. Chart). Die von der Fed angestrebte fühlbare Abkühlung des Arbeitsmarktes läuft – aber sie ist äußerst graduell und stellt die Geduld der Notenbank auf die Probe.

Die zuletzt deutlich gestiegenen **Benzinpreise** und ein kurzfristiges Anziehen der Teuerungsrate (siehe S. 3) verhindern jedoch momentan eine weitergehende Stärkung der Realeinkommen. Hoffnungen auf Impulse seitens der Fiskalpolitik müssten sich angesichts der politischen Blockade im Kongress auf 2025 und danach fokussieren.

Die **Unternehmensstimmung** bleibt durchwachsen. Während der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungsgewerbe im September rund einen Punkt auf 53,6 nachgab, erholte sich der Index für die Industrie zuletzt. Er bleibt aber mit 49 unter der sektoralen Kontraktionslinie und dieser Wert spricht laut ISM tendenziell für eine stagnierende Gesamtwirtschaft. Aufgrund der gestiegenen Zinsen und wegen der restriktiveren Vergabekriterien der Banken bleibt das Volumen der Unternehmenskredite im Rückwärtsgang. Wir rechnen daher unter dem Strich weiterhin mit einem **schwachen Winterhalbjahr**, in dem die US-Wirtschaft per saldo kaum wachsen dürfte. Im Jahresschnitt dürfte für 2023 dennoch ein respektables Wachstum von rund 2 % zu Buche stehen.

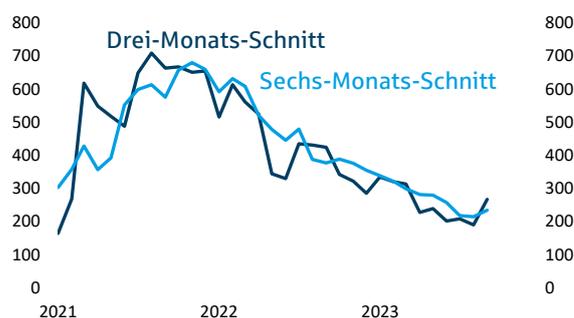
Ausblick 2024: Graduelle Erholung

Mit dem deutlichen Rückgang der Teuerung von in der Spitze über 9 % hat die Inflation ihre Rolle als Hauptbremse für die Konjunktur bereits seit einiger Zeit eingebüßt. Stattdessen ist nun die **restriktive Geldpolitik** der zentrale Faktor. Wann diese ihre maximale Wirkung entfaltet, wird kontrovers diskutiert. Weitgehender Konsens besteht darin, dass sowohl das Niveau der Zinsen als auch ihre Veränderung (vor allem, wenn sie überraschend kommt) eine Rolle spielen.

Es spricht viel dafür, dass der Hochpunkt der realwirtschaftlichen Wirkung entweder schon hinter uns liegt oder spätestens Ende des laufenden Jahres erreicht wird. Unabhängig von der Frage nach Zinssenkungen (siehe S. 4) flaut der monetäre Gegenwind 2024 wieder ab. Am **besonders zinsensensitiven Wohnungsmarkt** könnte das Schlimmste schon vorbei sein, denn es gibt zaghafte Anzeichen einer Stabilisierung.

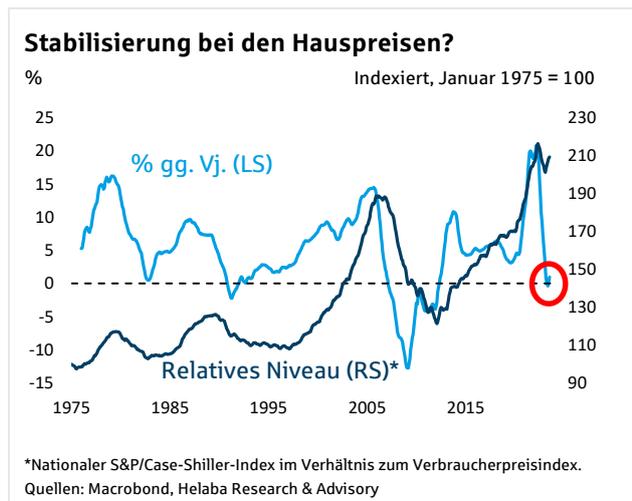
Starker September, aber intakter Abwärtstrend

Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft, gg.Vm in Tsd.



Quellen: Macrobond, NBER, Helaba Research & Advisory

Die **Fiskalpolitik** bleibt nach Schätzungen des IWF 2024 **expansiv**, auch wenn der Impuls für das Wachstum etwas geringer ausfällt als 2023. Hintergrund sind vor allem die längerfristigen Infrastruktur- und Investitionsprogramme der Bundesregierung. Ihr Preis ist allerdings ein kontinuierlicher Schuldenaufbau – angesichts der deutlich gestiegenen Zinsen eine zunehmend teure Sache.



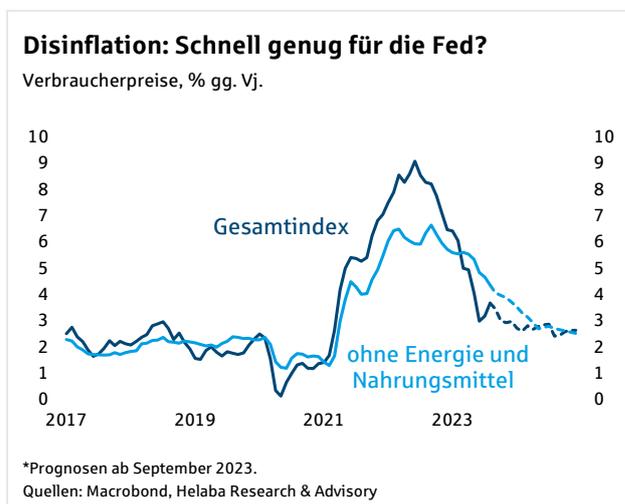
Dies dürfte ausreichen, um die US-Wirtschaft, nachdem sie an einer Rezession vorbeigeschrammt ist, wieder auf einen **flachen Wachstumspfad** zu bringen. Der bremsende Effekt der Geldpolitik lässt 2024 vermutlich nach, aber verschwinden wird er nicht. Wegen des schwachen Starts **bleibt der Jahresdurchschnitt daher mit 1,3 % unter dem Wert für 2023**. Im Verlauf des Jahres 2024 dürften die USA aber wieder zu laufenden Raten von 2 % und darüber zurückkehren können.

Inflation: Wechselbad der Gefühle

Nach einer ganzen Serie von negativen Überraschungen im Frühjahr (d.h. die Inflation fiel höher als erwartet aus) folgten im Juni und Juli zwei Monate mit überraschend geringem Preisauftrieb. Die **Euphorie**, die sich **an den Finanzmärkten** deswegen breitmachte, währte allerdings nicht lange. Unter anderem der Verbraucherpreisindex für August, der einen Anstieg gegenüber Vormonat von 0,6 % aufwies, holte alle auf den Boden der Tatsachen zurück: **Der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht gewonnen.**

Zwar war der Sprung im August zu einem guten Teil den **volatilen Energiepreisen** geschuldet. Aber auch der Kernindex legte um 0,3 % und damit rund doppelt so stark wie in den beiden Vormonaten (+0,16 %) zu. Zudem war die Bewegung bei den Energiepreisen keine Eintagsfliege. Im September lag der Preis für Rohöl (Brent) um 8 % über dem Augustwert. Schon im August hatte die Gesamtteuerung von 3,2 % auf 3,7 % angezogen.

Unter dem Strich liegen die Risiken für unsere Schätzung einer **Teuerungsrate von 4 %** im laufenden Jahr daher aktuell eher auf der oberen Seite. Dies gilt leicht abgemildert auch für unsere **Prognose von 2,7 % für 2024**. Die Kernrate dürfte sich von zuletzt 4,3 % weiter abschwächen. Aber aus heutiger Sicht wird sie auch Ende 2024 mit 2,5 % noch nicht wieder ganz die Region erreicht haben, die die Fed als Preisniveaustabilität definiert.¹



¹ Das Ziel der Fed von 2 % bezieht sich auf den Preisindex für Konsumausgaben (PCE), nicht den Verbraucherpreisindex (CPI). Historisch war der Anstieg des letzteren im Schnitt etwa 0,3 Prozentpunkte höher als ersterer.

Fed: Wie breit ist der Zinsgipfel?

Die Fed hat die Zinsen zuletzt Anfang Juli erhöht. Im September legte sie eine Pause ein. Der Leitzinskorridor liegt derzeit bei **5,25 % bis 5,50 %**. Eine Mehrheit der FOMC-Mitglieder rechnete auf der letzten Sitzung damit, dass die Federal Funds Rate in diesem Jahr noch einmal um 25 Basispunkte angehoben wird. Fed-Chef Powell verband damit auf der Pressekonferenz aber keine klare Botschaft. Stattdessen betonte er die **Datenabhängigkeit** des weiteren Vorgehens und die **Unsicherheit** aller Prognosen.

Obwohl es eine **knappe Entscheidung** werden könnte, gehen wir davon aus, dass der Leitzins seinen Gipfel erreicht hat und die Fed von einem weiteren Schritt Abstand nehmen wird. Voraussetzung dafür sind aber die erwartete Abkühlung der Realwirtschaft in den kommenden Monaten und/oder mehr gute Nachrichten von der Inflationsseite.

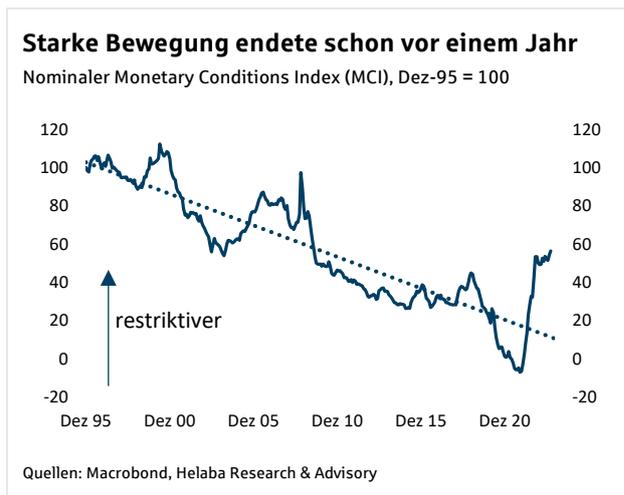
Letztlich wird aber nicht entscheidend sein, ob der Zinsgipfel 25 Basispunkte höher liegt oder nicht. Der Fokus der Finanzmärkte richtet sich bereits seit einiger Zeit auf das kommende Jahr und die Frage, wie lange es dauert, bis die Fed auf einen **Lockerungskurs** umschwenkt.

Trotz der kräftigen Bewegung an den Finanzmärkten in den letzten Wochen haben sich die **monetären Bedingungen** nicht im selben Maße verschärft wie dies in der Phase 2021 bis Ende 2022 der Fall war, als unser Monetary Conditions Index (MCI) von einem extrem expansiven Niveau im Rekordtempo in den restriktiven Bereich umschwenkte. Aber nach einer Phase weitgehender Seitwärtsbewegung ist der Index nun wieder gestiegen, was eine zusätzliche Bremswirkung für die Realwirtschaft signalisiert.²

Angesichts der „langen und variablen“ Wirkungsverzögerung der Geldpolitik ist es sehr gut nachvollziehbar, dass sich die Fed nun eher **vorsichtig vorantastet**. Der „Heilige Gral“ eines „soft landing“ der Konjunktur scheint weiter erreichbar – trotz des Umfangs des Inflationsschocks und der folgenden Reaktion der Notenbank.

Die Marktteilnehmer haben in den vergangenen Wochen ihre **Erwartungen für Zinssenkungen** nach hinten geschoben. Aktuell preisen die Futures bis Ende 2024 rund 50 Basispunkte an Lockerungen ein. Dies scheint uns ein plausibles Szenario zu sein. Wenn sich der Arbeitsmarkt wie prognostiziert in den kommenden Monaten weiter abkühlt und die Teuerungsrate nachgibt, ergibt sich für eine vorausschauende Notenbank Spielraum für die partielle Rücknahme des Restriktionsgrades. Unter anderem werden abflauende Inflationserwartungen bei einem stabilen Nominalzins zu steigenden Realzinsen führen – die Geldpolitik würde, so gemessen, tatsächlich noch restriktiver werden.

Wir gehen davon aus, dass im Jahresverlauf 2024 der Punkt erreicht wird, wo dies für die Fed nicht mehr wünschenswert ist und sie deshalb auf einen graduellen Lockerungskurs einschwenkt. Derzeit rechnen wir mit diesem Punkt im **dritten Quartal**. Zum Jahresende dürfte der Leitzinskorridor dann bei 4,75 % bis 5,00 % liegen und damit nach wie vor restriktiv sein.



² Der Septemberwert ist zudem ein Monatsdurchschnitt, der noch nicht in vollem Umfang die innerhalb des Monats erfolgten Kursbewegungen widerspiegelt.

US-Dollar: Rückenwind währt nicht dauerhaft



Christian Apelt, CFA
Devisenstrategie
Tel. 069/91 32-47 26

Noch Mitte Juli drohte der US-Dollar nach einem schon verhaltenen ersten Halbjahr nach unten abzurutschen. Umgekehrt kletterte damals der Euro-Dollar-Kurs über 1,12. Dann legte der Greenback jedoch eine **bemerkenswerte Kehrtwende** hin. Quasi gegenüber allen Währungen wertete der Dollar auf. Der Euro-Dollar-Kurs rutschte im Tief unter 1,05. Gegenüber so unterschiedlichen Devisen wie dem Japanischen Yen oder dem Australischen Dollar verbuchte der Greenback sogar noch größere Gewinne.

Das bis dato erstaunlich robuste US-Wachstum ist ein wesentlicher Treiber der Dollar-Stärke, zumal sich in anderen Teilen der Welt, allen voran die Eurozone, die Konjunkturindikatoren eher verschlechterten. Mit dem **stärkeren Wachstum stiegen auch die Kapital-**

marktrenditen, was die US-Währung attraktiver machte. Zum einen erhöhte die Fed ihren Leitzins deutlicher als ursprünglich erwartet, zum anderen verschoben sich mögliche Zinssenkungen ferner in die Zukunft. Darüber hinaus kletterten die Renditen für längere Laufzeiten besonders kräftig, wozu wohl auch eine verstärkte Emissionstätigkeit aufgrund einer steigenden Staatsverschuldung beitrug. Letzteres ist nicht dauerhaft positiv für eine Währung zu werten.

Da auch in der Eurozone die Zinsen merklich anzogen, hat sich der US-Renditevorteil zwar erhöht, bleibt aber bei zweijährigen Laufzeiten klar unterhalb der Niveaus vom Vorjahr. Bei zehnjährigen Anleihen sieht das Bild etwas anders aus, allerdings ist dort der Zusammenhang mit dem Wechselkurs weniger ausgeprägt.

US-Zinsvorteil wieder gestiegen, aber nur leicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Dollar profitierte auch von höherer Nervosität



* errechnet aus VIX, High-Yield Spreads, Gold-Kupfer-Verhältnis
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Solange sich der **Anstieg der Treasury-Renditen** fortsetzt, bleibt der **Dollar wohl in der Oberhand**. Schließlich nimmt in dem Zusammenhang auch die Risikoaversion an den Finanzmärkten zu, weshalb die US-Währung als sicherer Anlagehafen gefragt ist. Spekulative Investoren haben ihre Positionen zu Gunsten des Dollars gedreht, wenngleich noch nicht in einem Ausmaß, dass man es als klaren Kontraindikator interpretieren könnte. Die **Marktechnik** mahnt zumindest kurzfristig zur Vorsicht. Der Dollar ist überkauft, was die jüngste leichte Gegenbewegung erklärt. Wir gehen davon aus, dass die US-Währung zunächst noch weiter zur Stärke neigt – auch zeitweilige neue Jahrestiefs sind nicht ausschließen. **Ende 2023** dürfte der Euro-Dollar-Kurs um **1,05** notieren.

In den nächsten Monaten werden aber voraussichtlich allmählich einige Schwächezeichen der US-Wirtschaft zu erkennen sein. Spätestens dann hat sich das Thema Zinsanhebungen der Fed erledigt. Und nach „rauf“ kommt bei Zinsen irgendwann „runter“. Dies sollte die US-Währung belasten, selbst wenn die konkreten Zinssenkungen noch etwas auf sich warten lassen. Für die EZB ist der Zinserhöhungszyklus mutmaßlich auch beendet. Allerdings könnten hier freundlichere Konjunkturdaten – im Gegensatz zu den USA – die Stimmung aufhellen. Der **Euro-Dollar-**

	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
US-Dollar / Euro	1,06	1,05	1,10	1,10	1,15

* 06.10.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Kurs dürfte daher im ersten Halbjahr 2024 wieder **auf rund 1,10 steigen**. Je nach Zinsentwicklung sind im weiteren Verlauf sogar höhere Kurse nicht unmöglich.

Helaba Konjunkturprognosen USA

		2021	2022	2023	2024	2023		2024			
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privater Verbrauch*	% gg. Vj. bzw.	8,4	2,5	1,9	0,8	3,2	-1,6	0,8	1,0	1,4	1,4
	% gg. Vq. saar										
Staatsnachfrage*	% gg. Vj. bzw.	-0,3	-0,9	3,4	1,2	2,2	0,5	0,6	1,1	1,5	1,9
	% gg. Vq. saar										
Unternehmensinvestitionen*	% gg. Vj. bzw.	5,9	5,2	4,4	5,6	1,0	2,8	5,9	7,6	8,4	9,2
	% gg. Vq. saar										
Wohnungsbau*	% gg. Vj. bzw.	10,7	-9,0	-12,2	-0,7	-4,3	-3,2	-1,2	1,2	3,2	4,1
	% gg. Vq. saar										
Exporte*	% gg. Vj. bzw.	6,3	7,0	2,8	1,8	8,2	2,0	1,2	1,6	2,4	2,8
	% gg. Vq. saar										
Importe*	% gg. Vj. bzw.	14,5	8,6	-1,8	2,4	5,1	-1,4	2,9	4,5	5,0	5,4
	% gg. Vq. saar										
Außenbeitrag*	in %punkten	-0,8	0,2	1,0	-0,4	0,1	0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj. bzw.	5,8	1,9	2,0	1,3	2,6	-0,7	1,0	1,7	2,3	2,3
	% gg. Vq. saar										
Arbeitslosenquote	%	5,4	3,6	3,7	4,1	3,7	3,9	4,1	4,2	4,2	4,1
Sparquote	%	11,4	3,3	5,0	5,4	4,7	5,5	5,7	5,4	5,2	5,2
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	4,7	8,0	4,0	2,7	3,5	3,0	2,7	2,8	2,6	2,6
ohne Energie & Nahrungsmittel	% gg. Vj.	3,6	6,1	4,7	2,8	4,4	3,8	3,3	2,8	2,7	2,6
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-3,5	-3,8	-3,0	-3,0	-	-	-	-	-	-
Haushaltssaldo**	% am BIP	-11,7	-4,3	-6,5	-6,0	-	-	-	-	-	-

* in chained Dollars von 2017, ** Bundesebene einschl. Sozialversicherungen (NIPA-Abgrenzung), saar = "seasonally adjusted annual rate"

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory, grau hinterlegte Fläche: Prognose



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin /

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 069/91 32-20 24

Internet: www.helaba.com

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.