



## Prognose Update USA: Fed auf Lockerungskurs, oder?

Die US-Konjunktur läuft gut, die Disinflation dauert an. Vor diesem Hintergrund eröffnen sich für die Fed Zinssenkungsspielräume. Diese sind aber kleiner als der Markt aktuell denkt. Der Dollar konnte zwar vorherige Verluste wettmachen, mittelfristig dürfte er aber etwas nachgeben.



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

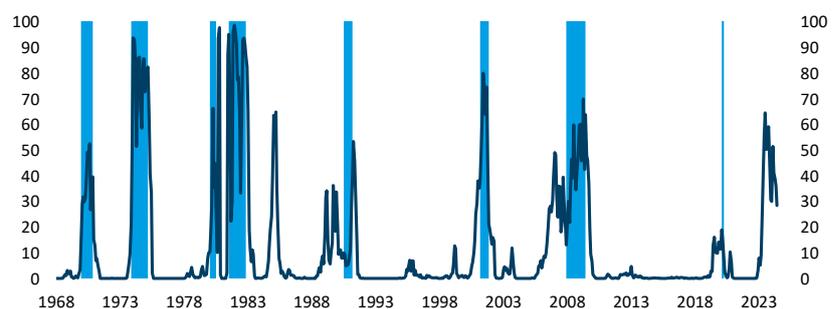
Das Jahr 2023 hat die erwartete **Disinflation** gebracht – der Anstieg des Verbraucherpreisindex halbierte sich von 8 % 2022 auf 4,1 % im vergangenen Jahr. Dies ist aber trotzdem letztlich eine Überraschung, denn die **konjunkturelle Abkühlung**, die einen wichtigen Beitrag zu dieser Abschwächung der Teuerung leisten sollte, **fiel quasi aus**. Statt eines anämischen Wachstums verzeichnete die US-Wirtschaft im vergangenen Jahr ein Plus von 2,5 %, deutlich oberhalb des Potenzials.

Diese Dynamik hielt bis zum **Jahresende** an. Im vierten Quartal legte das reale Bruttoinlandsprodukt um **3,3 %** (annualisierte Vorquartalsrate) zu. Getragen wurde dies erneut vom privaten Konsum. Tatsächlich half hier wohl die Überschussersparnis aus der Pandemie den Haushalten bis zuletzt, ihre Ausgaben auszuweiten, auch über die Zuwächse im Einkommen hinaus. Im Dezember lag die Sparquote bei niedrigen 3,7 % (vor der Pandemie: über 7 %). Stützend wirkten außerdem wieder die Staatsausgaben, die 2023 real um 4 % zugelegt haben. Selbst der Außenbeitrag, in den USA eigentlich traditionell negativ, fiel im vierten Quartal erneut positiv aus und setzte damit eine Serie fort, die schon im Q2 2022 begann.

Damit wird die Frage immer akuter: Ist die Diskussion über ein „**soft oder hard landing**“ in den USA vielleicht verfehlt? Kommt vielleicht „**no landing**“? Unser aktualisiertes Modell zeigt jedenfalls eine deutlich gesunkene Wahrscheinlichkeit für eine Rezession – derzeit geht der Horizont bis Juni 2024. Mit durchschnittlich 38 % im ersten Halbjahr ist eine Rezession im Jahresverlauf nicht mehr wahrscheinlich. Sie ist daher Teil unseres alternativen Negativszenarios.

### Rezession fällt 2024 wohl aus

Wahrscheinlichkeit einer Rezession (Probit-Modell), %\*



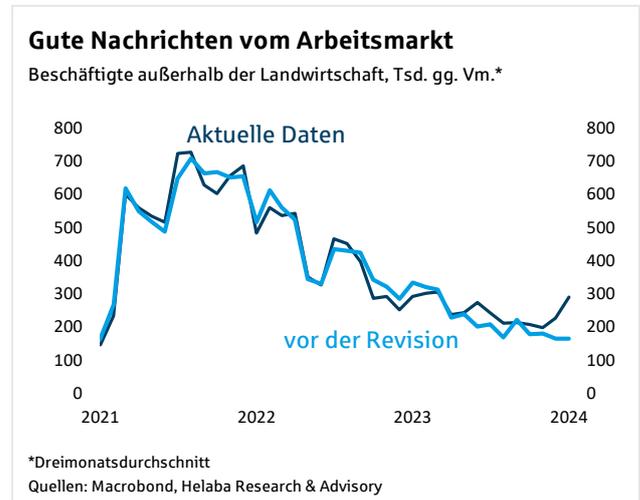
\*Stützzeitraum jetzt bis Ende 2023. Vorlauf sechs Monate. Hellblaue Flächen: Rezession laut NBER.  
Quellen: NBER, Helaba Research & Advisory

Bis vor kurzem erschien ein **Szenario des Durchstartens** schon deshalb wenig plausibel, weil es die Fed wohl zu weiteren **Zinserhöhungen** animiert hätte. Die Signale aus der US-Notenbank (S. 4) deuten aber darauf hin, dass man auch dort Hoffnung geschöpft hat, die Preisniveaustabilität mit minimalen Kollateralschäden an der Konjunktur wiederherstellen zu können. Ob dies gelingen kann, hängt von den konjunkturellen Entwicklungen der kommenden Monate und dem weiteren Pfad der Teuerung ab.

## Aktuelle Lage: Bislang wenig Anzeichen für eine Verlangsamung

Jenseits der sehr robusten Wachstumsdaten für das Q4 stellt sich die US-Wirtschaft Anfang 2024 auch anderswo überraschend solide dar. Das **ISM-Stimmungsbarometer** für den Dienstleistungssektor stieg im Januar auf 53,4, ein Wert, der laut ISM zu einem Wachstum von rund 1,5 % passt. Das Pendant in der Industrie legte auf 49,1 zu, zwar noch immer unter der Kontraktionsschwelle von 50, aber der höchste Stand seit Oktober 2022.

Noch unerwarteter war die Stärke des **Arbeitsmarktberichts** zum Januar. Die Quote blieb bei 3,7 % auf niedrigem Niveau stabil. Aber die Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft legte um 353.000 zu, viel mehr als prognostiziert. Dies spricht dagegen, dass der schneereiche und vielerorts eiskalte Januar die landesweite Aktivität merklich gedämpft hat. Allerdings könnte das Wetter dennoch der Grund für die kürzere Wochenarbeitszeit in diesem Monat sein, die dazu führte, dass die Stundenlöhne um 0,6 % gg. Vm. zulegten. Hier rechnen wir für Februar mit einer Gegenbewegung, aber der Stellenaufbau stellt sich nun – auch wegen der revidierten Vormonate – besser dar als vorher. Mit fast 300.000 liegt der Dreimonatsschnitt weit entfernt von der Größenordnung, die mit einer mittelfristig stabilen Arbeitslosenquote vereinbar ist (etwa 100.000 pro Monat).



Positive Nachrichten gab es zuletzt auch in dem Sektor, der von den deutlich höheren Zinsen am meisten in Mitleidenschaft gezogen worden sein müsste: dem **Immobilienmarkt**. Die Preise von Einfamilienhäusern steigen nach einer kurzen Phase der Stagnation<sup>1</sup> wieder – mit zunehmender Tendenz (Januar: +5,4 % gg. Vj.). Realwirtschaftliche Indikatoren zum Bau zeigen ebenfalls Anzeichen einer Belebung.

Alles in allem steht die US-Wirtschaft Anfang 2024 also **überraschend gut** da. Die Frage ist, ob das so bleiben kann oder ob die Notenbank bald gefordert sein könnte, ihren geldpolitischen Kurs zu ändern.

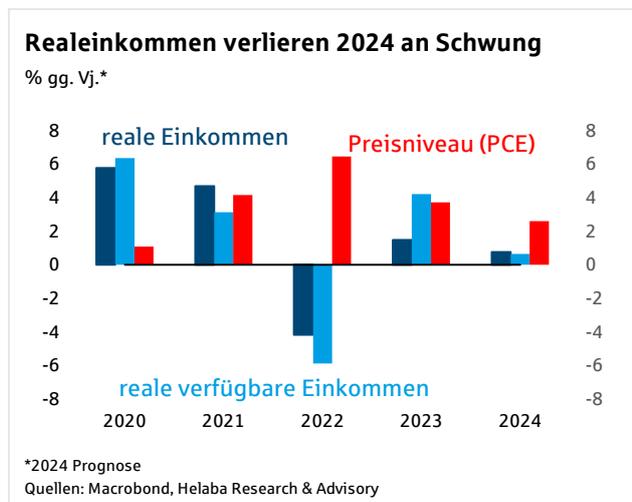
## Ausblick 2024: Wie wirkt die Disinflation?

Die Fiskalpolitik war 2023 sehr expansiv – die großen Ausgabenpakete von Präsident Bidens aus den Vorjahren weiteten die Nachfrage des Bundes aus, während die Einzelstaaten, nach Beihilfen 2020/2021 im Geld schwimmend, Steuern senkten und ihre Ausgaben erhöhten. Im laufenden Jahr wird die **Fiskalpolitik voraussichtlich bremsen. Muss auch die Geldpolitik 2024 korrigiert werden?** Die Konjunktur läuft ja einerseits bestens. Andererseits ist die Inflation vom Hoch deutlich zurückgekommen. Unterstellen wir, die Inflation folgt in den kommenden Monaten dem von uns erwarteten Pfad (S. 3). Wird das – für sich genommen – positiv oder negativ auf die Konjunktur wirken?

Eine gängige Begründung für Zinssenkungen ist, dass die Fed Anfang 2024 einen **Restriktionsgrad** erreicht hat, der bald **nicht mehr angemessen** sein wird. Gerne wird hier mit dem **Realzins** argumentiert. Gemäß dieser – theoretisch einwandfreien, aber empirisch umstrittenen – Logik zählt für wirtschaftliche Entscheidungen nicht der nominale, sondern der um Inflationserwartungen bereinigte Zins. Bei fallenden Inflationserwartungen infolge rückläufiger Teuerung bedeutet ein stabiler Nominalzins also eine restriktivere Geldpolitik. Ein Problem mit dieser Argumentation ist, dass Inflationserwartungen nur schwer zu messen sind und der Effekt daher schwierig zu quantifizieren ist. Dennoch besteht weitgehender Konsens darin, dass die Fed bei weiter fallender Inflation lockern sollte – nicht nur, weil ihr Inflationsziel wieder näherkommt.

<sup>1</sup> Zwischendurch gingen die landesweiten Hauspreise gemäß dem S&P-Case/Shiller-Index mal kurz zurück. Die Vorjahresrate fiel aber nie unter -0,4 %.

Allerdings stärkt eine fallende Teuerungsrate gleichzeitig die **Realeinkommen** der privaten Haushalte. Diese sind normalerweise die wichtigste Determinante des privaten Konsums, dieser ist wiederum die mit Abstand größte Komponente des BIP. Schon 2023 hat die Disinflation so über den oben genannten Abbau der Überschussersparnis hinaus die Verbraucherausgaben unterstützt. Sollte also eine weiter rückläufige Inflation die Konjunktur nicht spürbar anschieben?



Ja und nein! Der Hauptimpuls für die **verfügbaren Einkommen** kam 2023 von der Steuer- und Transferseite. Während die realen verfügbaren Einkommen um 4,2 % stiegen, legten die Einkommen insgesamt nur um 1,5 % zu. Mangels Änderungen bei den Steuern dürfte dieser Unterschied 2024 vernachlässigbar sein. **Geringere Lohnsteigerungen** und **weniger Stellenaufbau** verglichen mit den sehr hohen Werten 2022/2023 werden die Nominaleinkommen bremsen, so dass wir für die Einkommen (insgesamt und verfügbar) 2024 einen realen Anstieg von nur rund 1 % prognostizieren, deutlich weniger als im Vorjahr.

Ein Argument für eine positive Wirkung könnte daher bestenfalls die bis zuletzt ungewöhnlich schlechte **Verbraucherstimmung** bieten. Studien zeigen, dass hierfür wohl insbesondere der „Preisschock“ verantwortlich ist: Obwohl die Teuerung schon spürbar nachgelassen hat, sind viele Produkte des täglichen Lebens weiter erheblich teurer als vor dem Inflationsschub – das Preisniveau insgesamt war laut Preisindex für Konsumausgaben Ende letzten Jahres 16 % höher als noch Anfang 2020. Dies ist nach Jahren der Preisniveaustabilität offenbar psychologisch schwer zu verdauen und belastet die Stimmung. Daraus eine konjunkturelle Chance abzuleiten, ist allerdings schwierig, denn die **Sparquote** befindet sich ja bereits auf einem sehr niedrigen Stand. Eine bessere Stimmung würde sich zunächst durch eine höhere Konsumquote bemerkbar machen. Dafür ist aktuell jedoch wenig Raum.

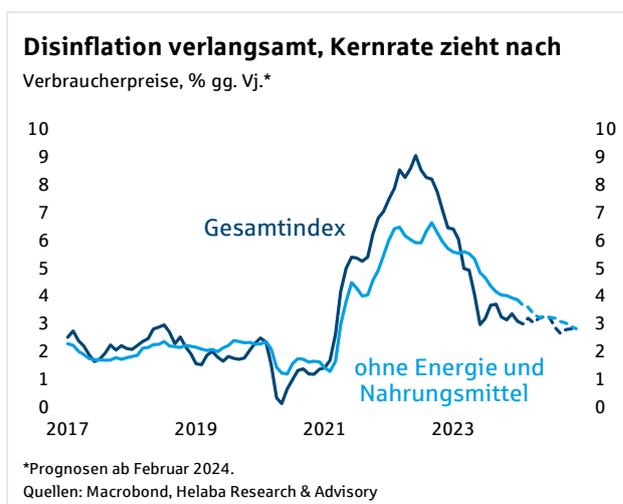
**Fazit:** Die bald aufgezehrte Überschussersparnis, geringere Realeinkommenszuwächse, eine knauserigere Fiskalpolitik und steigende Realzinsen legen per saldo durchaus eine weniger restriktive Geldpolitik nahe. Weitere Verunsicherung könnte hinsichtlich des **Wahlausgangs im November** aufkommen und durch das Risiko eines abrupten Kurswechsels im Falle eines möglichen Wahlsiegs von **Donald Trump**. Unter dem Strich rechnen wir für 2024 mit einem noch immer **respektablen Plus beim realen BIP von 2,1 %**, nur etwas weniger als die 2023 verzeichneten 2,5 %. Dabei dürfte sich die US-Konjunktur nach einem schwächeren ersten Halbjahr zunehmend stabilisieren.

### Inflation: 2024 „Disinflation Lite“

Im Jahr 2023 stiegen die **Verbraucherpreise** in den USA um durchschnittlich **4,1 %**. Damit fiel die Disinflation praktisch genauso hoch aus wie wir im Jahresausblick Ende 2022 erwartet hatten – trotz der erheblich besser laufenden Konjunktur. Bis zur **Preisniveaustabilität<sup>2</sup>** ist es aber noch **ein weiter Weg**.

Der Verbraucherpreisindex für **Januar** überraschte negativ. Gesamt- (+0,3 %) und Kernindex (+0,4 %) legten gegenüber dem Vormonat jeweils um einen Zehntelprozentpunkt mehr zu als erwartet. Dabei erwiesen sich

legten gegenüber dem Vormonat jeweils um einen Zehntelprozentpunkt mehr zu als erwartet. Dabei erwiesen sich



<sup>2</sup> 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.

vor allem die Zuwachsraten bei den diversen **Dienstleistungskategorien** (Wohnen, Gesundheit, Verkehr) als unangenehm robust.

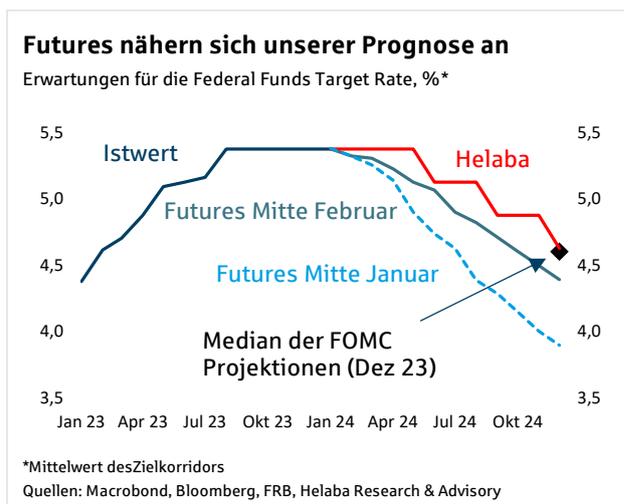
Von der **Energieseite** erwarten wir in den kommenden Quartalen keine Unterstützung für eine andauernde Disinflation. Die letzten Meter auf dem Weg zur Preisniveaustabilität werden bei der Kernrate zunehmend **zäh** werden. Dennoch sollten die Vorjahresraten – vor allem bei den Kernpreisen – auf einem flachen Abwärtstrend bleiben. Für den Jahresschnitt 2024 rechnen wir mit einem Preisauftrieb von **3 %** (3,3 % für die Kernrate). Zum Jahresende dürften die Teuerungsraten noch immer bei rund **2 ¾ %** liegen. Die Inflationsentwicklung wird für die Notenbank also keine klar „grüne Ampel“ für Zinssenkungen sein. Eine – wenn auch vielleicht weniger als jetzt – **restriktive** Geldpolitik bleibt 2024 absolut **angemessen**.

### Fed: Zinssenkung im Juni

Angesichts der bislang geschilderten Situation könnte man die Frage stellen: **Muss die Fed in diesem Jahr überhaupt die Zinsen senken?** Wegen der **Wirkungsverzögerungen** der Geldpolitik kann es sich die Notenbank aber nicht erlauben, einfach abzuwarten, bis die Teuerung auf 2 % gefallen ist oder die Wirtschaft scharf abbremst. Von fast 5,5 % ist der Weg selbst zu einem „neutralen“ Zinsniveau lang.

Wenn sich die Inflation so wie von uns erwartet entwickelt, kann die Fed aber argumentieren, dass sie „on track“ ist, die Inflation nach dem Schock der Vorjahre wieder unter Kontrolle zu bringen. Obwohl ihre im August 2020 eingeführte neue **geldpolitische Strategie** von der Logik her nun eigentlich mehrere Jahre mit einer Teuerung unter dem Zielwert erfordern würde, hat die Fed dieser eigentlich durchaus nachvollziehbaren Interpretation **eine Absage erteilt**.

Nach den Äußerungen von Fed-Chef Powell auf der Pressekonferenz Ende Januar scheinen nun die **Inflationsdaten** im Mittelpunkt des Interesses zu stehen, nachdem die Notenbanker 2023 feststellen mussten, dass sie – wie wir und viele andere auch – von der **Konjunktur stark positiv überrascht** wurden, die Inflation sich aber trotzdem verlangsamte. Insofern sind **realwirtschaftliche Daten** nicht irrelevant, aber für das exakte Timing und den Umfang der bevorstehenden Lockerung – zumindest im laufenden Jahr – wohl letztlich nicht ausschlaggebend.



Wir rechnen weiter mit einer **ersten Zinssenkung auf der FOMC-Sitzung im Juni**. Da aus unserer Sicht die Lage aber nicht eindeutig sein wird – die Rezessionsrisiken sollten überschaubar bleiben – dürfte das Tempo nicht annähernd an vergleichbare Episoden der letzten zwanzig Jahre heranreichen. Die Anleger am Futuremarkt haben ihre Erwartungen in den vergangenen Wochen angesichts der Datenlage zwar zurückgestutzt, bleiben aber aus unserer Sicht tendenziell zu aggressiv. Stattdessen rechnen wir mit einem vorsichtigen Herantasten und zum **Jahresende** mit einem **Leitzinskorridor von 4,50 % bis 4,75 %**, also 75 Basispunkte niedriger als heute. Damit wäre die Geldpolitik noch immer restriktiv, aber weniger als aktuell. Neutral wird die Geldpolitik wohl erst auf Sicht von rund zwei Jahren sein, wenn der Leitzins bis auf 3 % bis 3,5 % gefallen ist.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Dies berücksichtigt nur die dauerhaften (Niveau-)Effekte, nicht die temporäre Wirkung von Zinsänderungen, die vorübergehend die Wirkung einer Anpassung der Geldpolitik verstärkt.

## US-Dollar: Ohne nachhaltigen Rückenwind



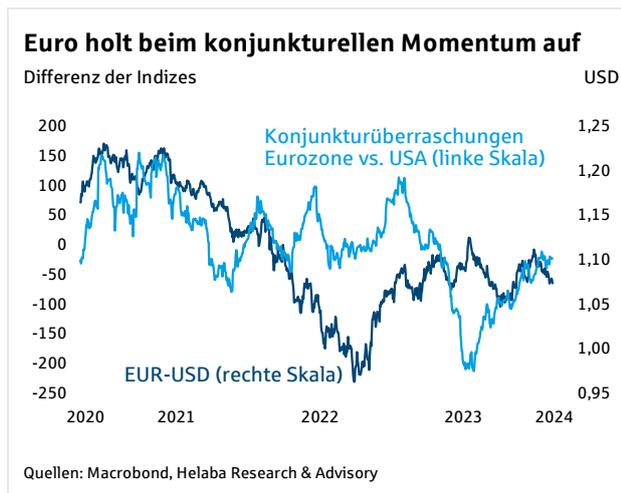
Christian Apelt, CFA  
Devisenstrategie  
Tel. 069/91 32-47 26

Nachdem der **US-Dollar** gegen Ende 2023 eine Schwächephase erlitten hatte, konnte er sich in den letzten Wochen wieder erholen. Der Euro-Dollar-Kurs, der kurz vor dem Jahreswechsel noch über 1,11 kletterte, rutschte wieder bis auf 1,07. Der Dollar-Index konnte seit Jahresbeginn **mehr als die Hälfte der Verluste wettmachen**, die der Greenback im November/Dezember verzeichnete. Das Auf und Ab – genauer das Ab und Auf – entspricht durchaus saisonalen Mustern. Letzteres stützt den US-Dollar ab März jedoch weniger.

Allerdings erhielt die US-Währung zuletzt auch fundamentalen Rückenwind. Das US-Wachstum zeigte sich im Schlussquartal einmal mehr erstaunlich robust. Jüngste positive Arbeitsmarktdaten sowie Einkaufsmanagerindizes lassen bislang keine Trendwende erkennen. Vor

diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die Zinssenkungsspekulationen einen Dämpfer bekamen. Zudem blieb die Inflation erhöht. **Weniger geldpolitische Lockerungen bedeuten höhere US-Renditen**, was den Dollar erst einmal attraktiver macht. Außerdem sind trotz der deutlichen Gegenbewegung die Zinssenkungshoffnungen an den Terminmärkten nach wie vor etwas ambitioniert, zumal die Fed noch keine Signale für eine baldige Zinswende gegeben hat. Aus dieser Sicht könnte der US-Dollar kurzfristig durchaus etwas weiter aufwerten.

Zwar ist die US-Währung weiter der große Ankerpunkt am Devisenmarkt, aber letztlich spiegeln Wechselkurse relative Entwicklungen wider. Rein konjunkturell sind die USA der Eurozone derzeit klar überlegen. Dennoch scheint das keinen großen Einfluss auf die Geldpolitik zu haben. Für die EZB werden 2024 nur etwas mehr Zinssenkungen als für die Fed eingepreist. Entsprechend hat der **US-Renditevorteil nur geringfügig zugenommen**. Solange diese Zinserwartungen bestehen bzw. parallel ausgepreist werden, fehlt dem US-Dollar der Rückenwind, um gegenüber dem Euro deutlicher aufzuwerten.



Stärke neigen, mittelfristig dürfte sich der **Euro-Dollar-Kurs** aber wieder **um 1,10 einpendeln**.

Der US-Wachstumsvorteil muss aber nicht andauern. Denn völlig frei von Problemen sind auch die USA nicht, so dass die Dynamik zumindest zeitweise nachlassen sollte. In der Eurozone jenseits von Deutschland ist die Lage nicht so schlecht, die Konjunktur dürfte im Jahresverlauf sogar an Schwung gewinnen. Damit **relativieren sich die Konjunkturunterschiede**, zumal die Überraschungsindizes für die Eurozone bereits merklich gestiegen sind. Der US-Renditevorteil könnte sich daher leicht verringern.

Die Positionierungen am Markt sind aktuell eher unauffällig, was gegen große Kursbewegungen spricht. Ein wenig könnte die US-Währung zwar noch zur

	aktuell*	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
US-Dollar / Euro	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10

\* 13.02.2024 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

## Helaba Konjunkturprognosen USA

		2022	2023	2024	2025	2023		2024			
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privater Verbrauch*	% gg. Vj. bzw.	2,5	2,2	2,0	1,4	3,1	2,8	2,4	1,0	1,4	1,4
	% gg. Vq. saar										
Staatsnachfrage*	% gg. Vj. bzw.	-0,9	4,0	2,1	1,0	5,8	3,3	1,2	1,0	0,1	0,6
	% gg. Vq. saar										
Unternehmensinvestitionen*	% gg. Vj. bzw.	5,2	4,4	3,5	7,5	1,4	1,9	0,9	4,6	7,2	8,1
	% gg. Vq. saar										
Wohnungsbau*	% gg. Vj. bzw.	-9,0	-10,7	1,9	3,8	6,7	1,1	0,0	2,0	3,2	4,1
	% gg. Vq. saar										
Exporte*	% gg. Vj. bzw.	7,0	2,7	3,6	6,5	5,4	6,3	4,1	2,4	4,9	5,7
	% gg. Vq. saar										
Importe*	% gg. Vj. bzw.	8,6	-1,7	2,9	6,0	4,2	1,9	2,5	3,4	6,7	6,6
	% gg. Vq. saar										
Außenbeitrag*	in %punkten	0,2	1,0	-0,2	-0,1	0,0	0,4	0,1	-0,2	-0,5	-0,4
<b>Bruttoinlandsprodukt*</b>	% gg. Vj. bzw.	1,9	2,5	2,1	2,2	4,9	3,3	1,0	1,2	1,7	2,1
	% gg. Vq. saar										
Arbeitslosenquote	%	3,6	3,7	3,9	4,0	3,7	3,8	3,7	3,9	4,1	4,2
Sparquote	%	3,3	4,5	3,3	3,7	4,2	4,0	3,5	3,1	3,2	3,6
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	8,0	4,1	3,0	2,2	3,6	3,2	3,1	3,2	2,9	2,8
ohne Energie & Nahrungsmittel	% gg. Vj.	6,2	4,8	3,3	2,3	4,4	4,0	3,7	3,3	3,2	2,9
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-3,8	-3,0	-2,8	-2,7	-	-	-	-	-	-
Haushaltssaldo**	% am BIP	-4,3	-6,5	-6,0	-6,5	-	-	-	-	-	-

\* 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](http://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.