



USA: Rezession statt Inflation – oder beides?

In den Vereinigten Staaten wird 2023 zu einem Test, ob die Notenbank die sehr hohe Inflation eindämmen kann, ohne einen konjunkturellen Einbruch auszulösen. Wir rechnen mit einer nur milden Rezession im ersten Halbjahr, gefolgt von einer graduellen Erholung. Aber da kann viel schiefgehen. Die Daten der kommenden Monate werden darüber entscheiden, wie weit die Fed geht.

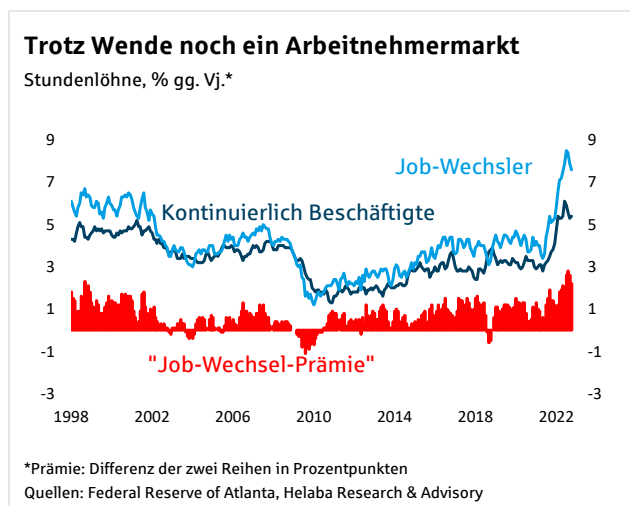
Ein konjunkturell schwaches Jahr 2023 ist Konsens. Dissens besteht eher in der Antwort auf die Frage: Wie schlimm wird es denn? Wir zählen uns hier eher zu den **Optimisten**. Das wichtigste Argument ist dabei, vielleicht kontraintuitiv, die sehr spezielle Rolle der Pandemie, die letztlich ja den Anstoß gab für viele der heute noch akuten wirtschaftlichen Probleme.

Konsum kommt unter Druck

Vor allem die privaten Haushalte haben 2022 die Gesamtnachfrage gestützt, trotz rückläufiger Realeinkommen. Die hierfür verantwortliche sinkende Sparquote wurde durch die während der Pandemie akkumulierte **Überschussersparnis** ermöglicht, kann aber nicht dauerhaft wirken. Für 2023 rechnen wir infolge der kräftigen Straffung der Geldpolitik ([siehe Kapitel Geldpolitik](#)) mit zunehmender Arbeitslosigkeit. Deren Anstieg dürfte jedoch

überschaubar ausfallen, denn die Unternehmen haben sicher aus der bitteren Erfahrung der Pandemie gelernt, als das knappe Arbeitskräfteangebot schnell einen „Bieterstreit“ um Beschäftigte auslöste. Dennoch wird der private Konsum in einem solchen Umfeld nur wenig zulegen. Der zuletzt enorme **Lohnauftrieb**, den auch die Fed als wichtigen Inflationstreiber sieht, sollte sich tendenziell abschwächen.

Vor allem **zinsensensitive Nachfragekomponenten** werden sich zudem schwertun. Insbesondere am Wohnungsmarkt ist eine merkliche Korrektur im Gange, die wohl auch mit einem absoluten Rückgang der in den vergangenen Jahren stark gestiegenen Hauspreise verbunden sein wird.



Die **Ausrüstungsinvestitionen**, sonst ein wichtiger Treiber von durch steigende Zinsen ausgelösten Rezessionen, dürften sich diesmal trotz der hohen Verschuldung des Unternehmenssektors vergleichsweise robust zeigen. So ist die Investitionsquote aktuell äußerst niedrig, Produktionsengpässe sind noch immer präsent und die Klimawende wird vor allem global aktive US-Unternehmen zu entsprechenden Ausgaben bewegen.

Restriktive Geldpolitik, wenig Impulse von der Fiskalpolitik

Die Straffung der Geldpolitik wird 2023 **nicht von der Finanzpolitik kompensiert**. Umfangreiche fiskalpolitische Impulse sind in den nächsten ein bis zwei Jahren eher nicht zu erwarten. 2021 und 2022 sahen eine erhebliche Konsolidierung, die spürbar dämpfend auf die Konjunktur wirkte. Präsident Bidens weitgehend steuerfinanziertes „Anti-Inflations“-Paket und sein Plan zur Erlassung von Studentenkrediten stützen per saldo die künftige Nachfrage, aber nur leicht.

Für neue Initiativen wird dem Präsidenten nach den Wahlen vom 8. November 2022 wohl eine Kongressmehrheit fehlen. Nach dem aktuellen Stand (15. November) der Auszählungen haben die Republikaner im Repräsentantenhaus voraussichtlich eine Mehrheit erobert. Im Senat hingegen verteidigten die Demokraten ihren leichten Vorsprung erfolgreich. Ein **Verlust der Mehrheit im Haus** würde die bislang von den Demokraten angewendete Strategie blockieren, wirtschaftspolitische Maßnahmen aller Art mit Hilfe des Haushaltsrechts „durchzupeitschen“. Die historisch hohe Verschuldung engt in Zeiten steigender Zinsen den fiskalpolitischen Handlungsspielraum aber sowieso ein.

Insgesamt erwarten wir für 2023 ein **Wirtschaftswachstum von 0,5 %**, wobei der Output im ersten Halbjahr leicht schrumpft, bevor eine Erholung einsetzt. Da diese weder fiskal- noch geldpolitisch unterstützt werden dürfte, sollte sie recht flach ausfallen.

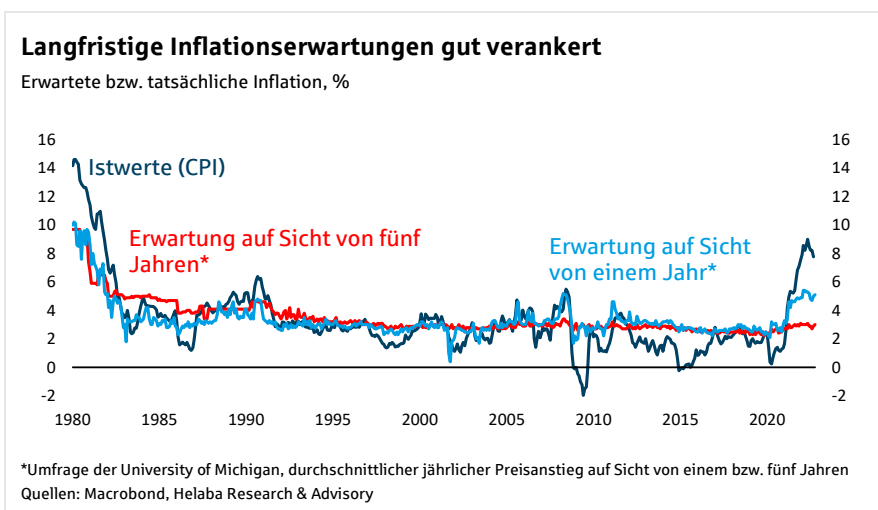
Wird eine so milde Rezession reichen, um die Inflation zu stoppen? Skeptiker bemühen gerne historische Erfahrungen, nach denen eine spürbare Reduktion der Teuerung stets ein zäher und schmerzhafter Prozess war. Ein Zuckerschlecken wird es auch diesmal nicht. Aber die Relevanz vergangener Ereignisse sollte nicht überstrapaziert werden. Noch immer unterschätzen viele die **Einzigartigkeit des Pandemieschocks**. Dies ist eine Lehre nicht nur für diejenigen Ökonomen, die uns 2020 vorrechneten, dass es bis 2025 oder gar 2030 dauern würde, bevor die US-Arbeitslosenquote wieder ihr Niveau von vor der Pandemie erreichen würde. In der Realität war es schon im Frühjahr 2022 so weit.

„The idea that [the 2021 fiscal stimulus] caused inflation is bizarre.“

Joe Biden, im Juni 2022

Inflation: Anhänglichste Folge der Pandemie?

Grob vereinfacht ist der Inflationsschub in den USA seit Anfang 2021 auf **vier Faktoren** zurückzuführen. Drei davon hängen unmittelbar mit der Pandemie und ihren Nachwirkungen zusammen: Erstens eine zumindest in den USA bis heute nicht korrigierte **Verschiebung der Nachfrage** von Dienstleistungen hin zu Waren, die bei Letzteren zu globalen Engpässen und steigenden Preisen führte. Zweitens eine lohntreibende **Verknappung des Arbeitskräfteangebots**, die nur langsam (und wohl nicht vollständig) abklingt. Drittens der **überdimensionierte Stimulus** durch die Geld- und Fiskalpolitik, der die Nachfrage boomen ließ, so dass die Rezession von 2020 das Angebot relativ mehr traf. Diese drei Faktoren verlieren an Bedeutung, wenn auch teilweise schleppender als ursprünglich erhofft. Erst 2023 werden sich die überlasteten globalen Lieferketten weitgehend normalisieren.



Viertens kam 2022 ein kräftiger Preisschub auf den Energie- und Nahrungsmittelmärkten hinzu, der durch die russische **Invasion in der Ukraine** ausgelöst wurde. Er half dabei, die Teuerungsrate 2022 im Schnitt auf über 8 % zu schieben. Auch an den Rohstoffmärkten geht es aber – zumindest außerhalb von Europa – wieder in Richtung Normalität.

		2021	2022s	2023p	2024p
BIP, real	% gg. Vj.	5,9	1,8	0,5	1,8
Inflationsrate	% gg. Vj.	4,7	8,1	4,0	2,5
Arbeitslosenquote	%	5,4	3,7	4,7	5,0
Budgetsaldo*	% des BIP	-12,3	-4,5	-5,0	-4,5

*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In Kombination mit dem Abflauen der Nachwirkungen der Pandemie reduziert dies 2023 die Inflation, ohne dass die Fed die Nachfrage deutlich bremsen muss. Allerdings fällt dieser Prozess, gerade bei der Kernteuerung, wohl graduell aus. Im Jahresschnitt rechnen wir mit einem Preisanstieg von immer noch 4 % (Kernrate: 4,8 %). Dies dürfte die Fed vor eine Geduldsprobe stellen. Jay Powell hat aber gegenüber seinem Amtsvorgänger Paul Volcker einen entscheidenden Vorteil: Die **Inflationserwartungen** der Konsumenten sind bisher im Gegensatz zu 1980 gut verankert.

Patrick Franke

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory
Rentenstrategie
Aktienstrategie
Devisenstrategie, Großbritannien
Gold
Immobilien
Pfandbriefe, Covered Bonds
Unternehmensanleihen
Bankanleihen
Deutschland, Eurozone
USA, China, Szenarien
EU, Nord- und Zentraleuropa
Emerging Markets
Japan

Autoren/-innen

Autoren/-innen	Durchwahl 069/9132-
Dr. Gertrud R. Traud	20 24
Ulf Krauss	47 28
Markus Reinwand, CFA	47 23
Christian Apelt, CFA	47 26
Claudia Windt	25 00
Dr. Stefan Mitropoulos	46 19
Christian Schmidt	23 88
Ulrich Kirschner, CFA	28 39
Dr. Susanne Knips	32 11
Dr. Stefan Mütze	38 50
Patrick Franke	47 38
Marion Dezenter	28 41
Patrick Heinisch	74 27
Ulrike Bischoff	52 56

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos
Susanne Eulenkamp
Ute Marth

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

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.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
<https://news.helaba.de/research/>

Bildquellen

Basisszenario, S. 1, 6

© Shambhala – stock.adobe.com
© Iryna – stock.adobe.com

Negativszenario, S. 36

aerogondo2/Shutterstock.com
iStock.com/OlafSpeier; iStock.com/arifziyatunc
biletskiyevgeniy.com/Shutterstock.com;
tuulijumala/Shutterstock.com
Markohanzekovic/Shutterstock.com

Positivszenario, S. 38

iStock.com/SolStock