



## Prognose Update: Querschuss von der Fed

**AUTOR**

Patrick Franke  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Dr. Stefan Mitropoulos

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Unser konjunkturelles Szenario aus dem Jahresausblick 2019 ist intakt: Die praktisch voll ausgelastete US-Wirtschaft verliert zwar etwas an Schwung, folgt aber einem Pfad oberhalb des potenziellen oder „normalen“ Wachstums. Impulse von der Fiskalpolitik flauen ab.
- Der Preisdruck bleibt hoch und nimmt – gemessen an der Kernrate – eher noch zu.
- Dennoch hat die Fed eine Zinspause angekündigt – wir tragen dem in unseren Prognosen Rechnung und erwarten nur noch eine Zinserhöhung in diesem Jahr.

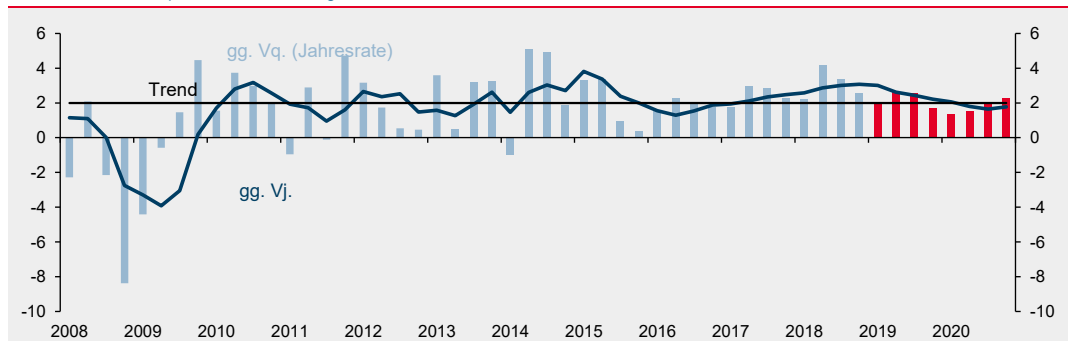
**Kasten: Fed-Bilanzsumme – Notlandung statt Autopilot? (S. 4)**

Chaos in Washington markierte den Jahresauftakt 2019. Der „government shutdown“ legte zunächst große Teile der Bundesregierung lahm, einschließlich einiger wichtiger Statistikbehörden. Obwohl so genannte „essenzielle“ Staatsangestellte unbezahlt arbeiten mussten, nahm der Schaden für Wirtschaft und Reputation der USA von Woche zu Woche zu. Trotzdem dauerte es bis Ende Januar, bis sich Präsident und Kongress auf Budgets für jene Departments einigten, die bislang noch keine Ausgabenermächtigung erhalten hatten. Kaum war diese Konfusion am östlichen Ende der National Mall beendet, verschob sich der Fokus ein Stück nach Westen, zum Gebäude der Federal Reserve. In einer Kommunikationskatastrophe, die ihresgleichen sucht, stellte die Fed ihre bisherige geldpolitische Strategie komplett auf den Kopf. Die seit Jahren angekündigte graduelle Anhebung des Leitzinses in den neutralen Bereich wurde abrupt in Frage gestellt. Und die angeblich „auf Autopilot“ laufende Bilanznormalisierung soll nun plötzlich viel früher enden – Konsternation und Kopfkratzen bei den Fed-Beobachtern.

Wie jedes Jahr aktualisieren wir rund drei Monate nach unserem Jahresausblick und kurz nach der Veröffentlichung der Wachstumszahlen zum vierten Quartal unsere Prognose für die USA. Diesmal haben wir auf die Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) etwas länger warten müssen, denn die erste Schätzung Ende Januar fiel dem „government shutdown“ zum Opfer. Um es vorwegzunehmen: Konjunkturell sind wir „on track“, bei den Preisen haben uns die Ölpreise auf der unteren Seite überrascht – und dann müssen wir noch über die Fed reden...

### Schwungverlust 2019 und 2020 – aber ausgehend von einem sehr hohen Niveau

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung in %



Prognose ab Q1 2019  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

## Trotz Rezessionsgefesels: 2,6 % Wachstum im vierten Quartal

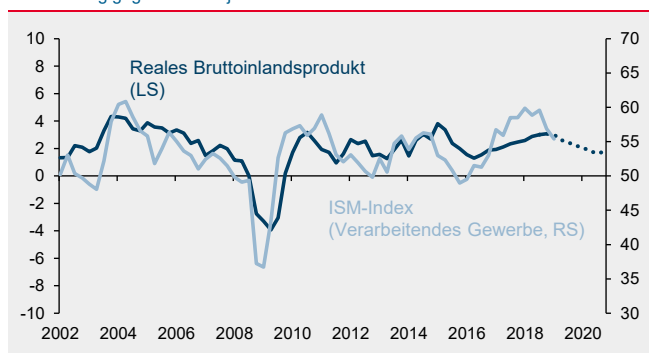
Die von den Ökonomen mit Sehnsucht erwarteten Wachstumswahlen zum Jahresendquartal 2018 zeigen einen gewissen Schwungverlust nach der sehr hohen Dynamik im Sommerhalbjahr. Mit 2,6 % annualisierter Vorquartalsrate lag der Zuwachs des realen BIP aber noch immer spürbar oberhalb des Trendwachstums von rund 2 %. Damit stehen die „harten“ Daten ebenso wie die Stimmungsindikatoren im krassen Widerspruch zu den Rezessionsängsten, die über den Jahreswechsel von mancher Seite propagiert wurden. Diese wurden fast ausschließlich von den Finanzmärkten genährt: Korrektur bei den Aktienkursen, flache Zinsstruktur und Ausweitung der Credit Spreads von ihren sehr niedrigen „Goldilocks“-Niveaus.

Die Ausrüstungsinvestitionen legten im Q4 sogar wieder stärker zu als in den Vorquartalen, getrieben von einem deutlichen Plus bei den Transportgütern. Die Vorjahresrate für die Ausrüstungen insgesamt verzeichnete aber erneut einen Rückgang. Von den starken Impulsen für die Investitionsnachfrage, die Donald Trump und die Befürworter seiner Unternehmenssteuerreform versprochen hatten, ist wenig zu sehen. Wie von uns erwartet, verwenden die Unternehmen die gesparten Steuern offenbar mehr für Aktienrückkäufe und höhere Dividenden als für Kapitalgüterkäufe.

### ISM konvergiert auf die Wachstumsrate

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

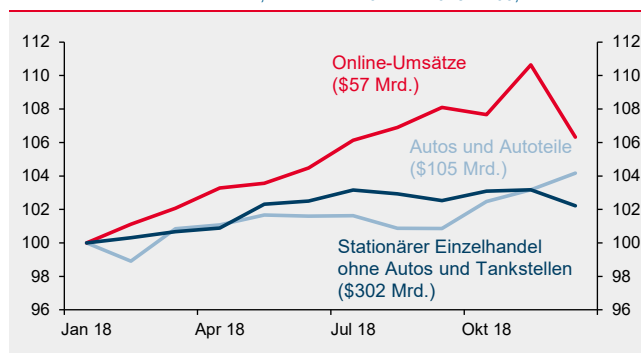
Index



\* ISM für Q1 2019: Durchschnitt Januar/Februar. BIP: ab Q1 2019 Prognose  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Einzelhandel: Wie schwach war der Dezember?

Nominale Einzelhandelsumsätze, indiziert auf Januar 2018 = 100, sb



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der private Konsum überraschte im Q4 mit +2,8 % positiv, auch wenn dies über einen insgesamt schwachen Dezember hinwegtäuscht. Diesen hatten schon die (stark verspäteten) Daten zu den Einzelhandelsumsätzen avisiert. Medienberichte über „den stärksten Einbruch der Einzelhandelsumsätze seit 2008“ müssen aber mit einer gehörigen Prise Salz genossen werden. Erstens hat die revisionsanfällige Vorausschätzung einen sehr hohen „sampling error“ von +/- 0,5 Prozentpunkten. In anderen Worten: Mit einer Wahrscheinlichkeit von 90 % können wir nur sagen, dass der „wahre Wert“ für Dezember irgendwo zwischen -1,7 % und -0,7 % liegt. Zweitens scheinen sich derzeit die saisonalen Muster des traditionellen „Weihnachtsgeschäfts“ zu verschieben. So verzeichneten die saisonbereinigten Online-Umsätze (knapp 60 Mrd. Dollar pro Monat) ein kräftiges Plus im November, um dann im Dezember deutlich zurückzufallen. Offenbar gewinnen „Black Friday“ und „Cyber Monday“ immer mehr an Bedeutung. Die Umsätze des stationären Einzelhandels ohne die volatilen Autos und die von Preisschwankungen dominierten Tankstellenumsätze gingen im Dezember leicht zurück, von einem Einbruch kann aber keine Rede sein. Schließlich legten die Autokäufe im Dezember zu und verzeichneten den höchsten Stand des Jahres 2018. Verunsicherte Haushalte kaufen jedoch kaum neue Pkws und SUVs.

### Delle zu Jahresbeginn wegen „government shutdown“?

Effekt umstritten

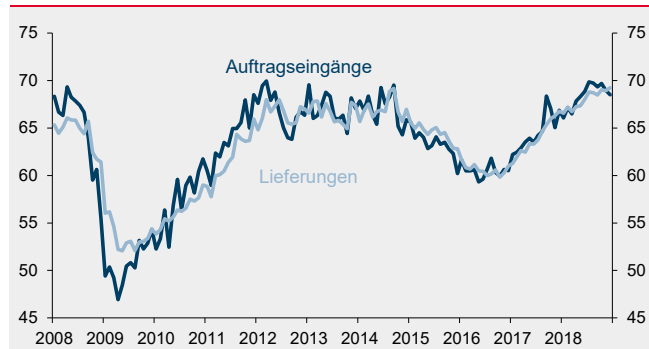
Für das erste Quartal ist der Ausblick für den privaten Konsum dennoch etwas eingetrübt – und dies hängt mit dem „government shutdown“ zusammen. Obwohl der Arbeitsmarkt äußerst robust ist – die Beschäftigung steigt im Dreimonatsschnitt trotz des schwachen Februarwerts um 186.000 je Monat, der Lohnauftrieb zieht an – könnten Verzögerungen beim Internal Revenue Service (IRS) dazu führen, dass die im ersten Quartal üblichen Einkommensteuerrückzahlungen diesmal gerin-

ger ausfallen als normal. Das würde das verfügbare Einkommen der Haushalte dämpfen. In die gleiche Richtung wirken mögliche Konsumeinschränkungen seitens der im Januar vorübergehend „einkommenslosen“ Staatsangestellten. Auch der statistische Unterhang durch den schwachen Dezember spricht gegen einen kräftigen Impuls vom privaten Konsum im Q1. Wir rechnen mit einem Anstieg um 1,5 % bis 2 %. In der gleichen Größenordnung dürfte sich auch die Vorquartalsrate des BIP bewegen. Dessen Vorjahresrate wäre dann – wie im Q4 – bei rund 3 %.

Unklar bleibt, inwieweit der „government shutdown“ im Januar die Aktivität über negative Effekte auf die verfügbaren Einkommen hinaus gedämpft hat, z.B. in der Form von ausgefallenen öffentlichen Aufträgen, und wie viel von dem verlorenen Output im Februar und März wieder aufgeholt werden kann. Die meisten Schätzungen gehen davon aus, dass dieser Effekt relativ klein sein dürfte. Die jüngsten Zahlen zu den ISM-Einkaufsmanagerindizes stellen für unsere Wachstumsprognose hingegen sogar ein Aufwärtsrisiko dar. Der Index für das Verarbeitende Gewerbe (54,2 Punkte) spricht für ein Wachstum oberhalb von 3 %, der Index für den Rest der Wirtschaft (59,7) sogar für fast 4 %.

### Auftragseingänge: „Technischer Widerstand“ bei 70?

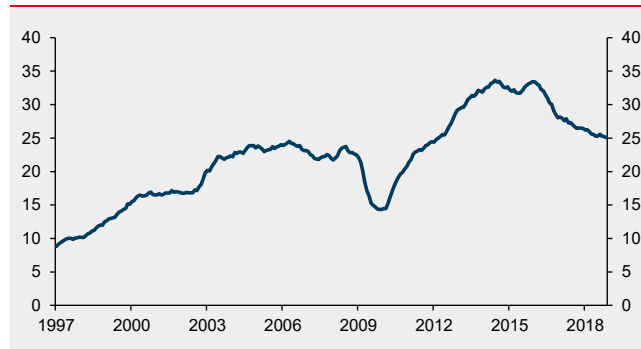
Zivile Kapitalgüter ohne Flugzeuge, Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Autoimporte: Klarer Handlungsbedarf? Nur für Trump!

US-Autoimporte („motor vehicles“) aus Deutschland, 12-Monatssumme, Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Handelsstreit trübt noch immer den Ausblick

Handelsstreit  
bald „ad acta“?

Der Ausblick für den weiteren Jahresverlauf ist getrübt von der Unsicherheit über den Handelsstreit. Schon seit etwa einem Jahr beschweren sich Unternehmen nicht nur über die höheren Preise für Inputgüter in Folge der Zölle oder Engpässe durch Hamsterkäufe, sondern insbesondere über den hohen Grad an Unsicherheit: Kommen noch mehr Zölle und wenn ja, wann und in welchem Umfang? Dies macht sich möglicherweise bereits bei den Investitionen bemerkbar. Seit etwa Mitte 2018 ist bei den Bestellungen von Kapitalgütern der vorher zu beobachtende Aufwärtstrend ausgelaufen. Seitdem ist bestenfalls eine Seitwärtsbewegung oder gar eine Wende nach unten zu konstatieren. Dass diese Gipfelbildung ausgerechnet wieder bei rund 70 Mrd. Dollar pro Monat stattfindet, wo die Orders schon 2007/2008 und ab 2012 „gedeckt“ gewesen zu sein schienen, ist wohl eher Zufall. Bei einem solchen makroökonomischen Aggregat kann es schließlich keine „technischen Widerstände“ geben.

Im zentralen Konflikt mit China zeigen sich zarte Anzeichen für eine Entspannung. Trotz großer Skepsis über einen dauerhaften „Deal“ haben sich Amerikaner und Chinesen hier offenbar ausreichend angenähert, damit der Abschluss eines umfassenden Handelsvertrags bis Ende April ein realistisches Szenario ist. Die Anhebung der bestehenden US-Zölle von 10 % auf 25 % sowie die Ausweitung der Strafzölle auf den Rest der chinesischen Exporte wären dann vom Tisch. Ob Trump die bestehenden Zölle wieder abschafft, oder als Faustpfand für chinesisches Wohlverhalten zunächst beibehält, ist offen. In jedem Fall bleiben erhebliche Zweifel hinsichtlich der Kompatibilität der amerikanischen und chinesischen Ziele auf mittlere Sicht.

Zumindest scheinen beide Seiten derzeit an einer Entschärfung des Handelsstreits interessiert zu sein. Dies dürfte einen eskalierenden Handelskrieg als Risiko für Unternehmen und Finanzmärkte

zunehmend in den Hintergrund drängen. Auch im Streit mit der EU kann eine Eskalation noch vermieden werden. Die Studie des Handelsbeauftragten zur Frage, ob die Autoimporte aus der EU die nationale Sicherheit der USA gefährden, liegt dem Präsidenten seit einiger Zeit vor. Er hat nun mehrere Monate Zeit, darauf zu reagieren. Zwar können wir nicht ausschließen, dass Trump erst einmal den Deal mit China „eintüten“ will, bevor er dann die EU aufs Korn nimmt. In unserem Basis-Szenario haben wir aber die Einführung von US-Strafzöllen auf Pkw-Importe, die insbesondere Deutschland treffen würden, ebenso wenig berücksichtigt wie eine zu erwartende Reaktion der EU. Inhaltlich ist die Idee einer Bedrohung der USA durch importierte Autos zweifelsohne lächerlich – nicht nur, weil vor allem die sektoralen Einfuhren aus Deutschland von ihrem Hochpunkt vor einigen Jahren inzwischen wieder spürbar gefallen sind.

Für 2019 bleiben wir alles in allem bei unserer Prognose eines US-Wachstums von 2,6 %, nach 2,9 % im Vorjahr. Die Abschwächung dürfte sich allerdings fortsetzen, so dass wir für das kommende Jahr nur mit einem Plus beim realen BIP von 1,8 % rechnen.

### Fed-Bilanzsumme – Notlandung statt Autopilot?

Die Aussagen zur Zinspolitik im FOMC-Kommuniqué und auf der Pressekonferenz Ende Januar (siehe S. 6) lassen sich von der Richtung her noch nachvollziehen, nur das Ausmaß der Bewegung fiel aus unserer Sicht und der vieler anderer Beobachter völlig überzogen aus. Die überraschende Mitteilung der Fed, dass man den Bilanzabbau in absehbarer Zeit und auf einem deutlich höheren Niveau als bisher allgemein erwartet stoppen will, ist aber eine kommunikative und strategische Bruchlandung.

Zur Erinnerung: Die Fed hatte ihre Bilanzsumme und damit die Überschussliquidität im Bankensystem während und nach der Finanzkrise in mehreren Wellen ausgeweitet und für hunderte von Milliarden Dollar Anleihen (vor allem Treasuries und Mortgage-backed Securities) erworben. Die Überschussreserven der Geschäftsbanken stiegen dadurch von praktisch null vor der Krise bis auf Spitzenwerte von rund 2.700 Mrd. Dollar. Von vorneherein wurde dies als temporäre Maßnahme kommuniziert. Es konnte daher niemanden überraschen, als die Fed im Oktober 2017 begann, die Überschussliquidität in einem sehr graduellen Prozess wieder abzuschmelzen. Die Notenbanker betonten – wohlgemerkt bis in den Dezember 2018 hinein – dass der Plan für den Bilanzabbau so lange umgesetzt wird, wie sich nicht eine dramatisch veränderte Lage ergibt. Dies wurde an den Märkten so interpretiert, dass die Bilanzsumme jeden Monat in der angekündigten Größenordnung reduziert wird, so lange a) keine Rezession droht, die Zinssenkungen erforderlich machen würde oder b) die Konjunktur durch die Decke geht und die Überschussliquidität noch schneller abgeschöpft werden muss. Die Normalisierung der Bilanzsumme sollte nicht als geldpolitisches Instrument dienen, sondern quasi „auf Autopilot“ laufen.

Die Darstellung Jerome Powells, der nun getroffene Entscheid sei Folge einer längeren Diskussion innerhalb der Fed, mag zutreffen. Aber die Implikation, dass er rein zufällig nach derselben Sitzung verkündet wird, auf der man auch den Zinsausblick komplett umkrempelt, beleidigt die Intelligenz der Marktteilnehmer. Dieser Schritt war ganz klar als Beruhigungsspiel für jene Anleger gedacht, die sich über angeblich negative Effekte des Bilanzabbaus sorgen. Grotesk ist dies vor dem Hintergrund einer Stelle im Sitzungsprotokoll vom 29./30. Januar, in der der Vertreter des Open Market Desk, der in New York die Politik der Fed praktisch umsetzt, über Meinungen der Counterparties berichtet: Allgemein sei man dort der Meinung, dass der graduelle Bilanzabbau zu „leichtem Aufwärtsdruck“ auf die Renditen der betroffenen Anleihearten führt, aber kaum Auswirkungen auf die Risikoneigung der Anleger insgesamt hat (also für die Schwäche bei Aktienkursen und die ausgeweiteten Credit Spreads verantwortlich ist). Der Hinweis auf „some other investors“, die das offenbar lautstark anders gesehen haben, legt schon fast den Verdacht nahe, dass es Wall-Street-Adressen gibt, auf die man bei der Fed besonders hört...

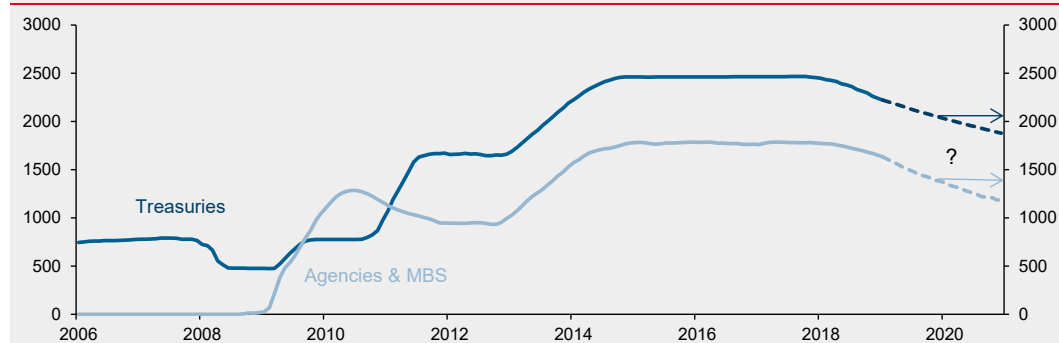
Ein anderes Indiz dafür, dass dies ein Schnellschuss mit primär marktpsychologischer Zielsetzung war, ist das Fehlen von Details für die weitere Vorgehensweise. Entsprechend war in vielen Medien

die Rede davon, die Fed würde „ihren monatlichen Bilanzabbau reduzieren“. Die Notenbank hat aber weder eine konkrete Angabe zum Endziel für die Bilanz, noch zum Weg dorthin (gleiches Tempo bis zum Endpunkt oder abnehmende monatliche Schritte) gemacht. Allerdings soll der Bilanzabbau noch 2019 auslaufen.

Nach einer schlüssigen Erklärung für diesen Schritt sucht man in der Fed-Kommunikation der vergangenen Wochen vergebens. Auch hier warf das Protokoll der Januarsitzung mehr Fragen auf als es beantwortete: Wieso soll eine dauerhaft aufgeblähte Bilanzsumme sinnvoll sein? Warum ist man gerade jetzt zu dieser Erkenntnis gekommen? Das einzige konkrete „Pro“-Argument war schon fast absurd: In einem Regime mit nachhaltig hoher Überschussliquidität werden weniger Offenmarktgeschäfte erforderlich sein, um den Leitzins zu steuern. 1.000 Mrd. Dollar Überschussreserven zur Entlastung der Mitarbeiter des Open Market Desk bei der New York Fed? Im Ernst?

### Genug ist nicht genug?

Wertpapierbestände des Federal Reserve System, Mrd. Dollar (Prognosen: mittleres Szenario der New York Fed)



Quellen: Macrobond, New York Fed, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zudem birgt eine dauerhaft deutlich größere Bilanzsumme politische Risiken, die die Fed scheinbar nicht ganz durchdacht hat. So ist zum einen davon auszugehen, dass sich in Kongress und Öffentlichkeit früher oder später Kritik entzündet. Die Fed wird nämlich auf unbestimmte Zeit den (zu einem guten Teil ausländischen) Geschäftsbanken Zinsen auf ein massives Volumen risikoloser Überschussreserven zahlen. Selbst bei einem niedrigen Zinsniveau von nur 2,5 % und Überschussreserven von vielleicht rund 1.000 Mrd. Dollar wären dies im Jahr 25 Mrd. Dollar. Wenn der Zins irgendwann mal für eine gewisse Zeit deutlich restriktiv werden muss, kann sich diese Summe auch leicht verdoppeln. Zum anderen führt diese Entscheidung letztlich die ungewöhnlich scharfen Worte ad absurdum, mit denen Jerome Powell im Februar auf Ideen der Demokraten für eine von der Fed finanzierte expansive Fiskalpolitik reagiert hat: Eine solche permanente Ausweitung des von der Fed gehaltenen Bestands an Treasuries ist nämlich eindeutig Staatsfinanzierung in größerem Ausmaß – der Finanzminister hat einen festen „Kunden“, der ihm in erheblichem Umfang und zu jedem Preis Anleihen abkaufen muss. Verweise darauf, dass dies ja am Sekundär- und nicht am Primärmarkt erfolgt, sind letztlich reine Sophisterei.

### Ölpreis drückt Gesamtteuerung, Kernrate im Aufwind

Entgegen der offenbar durch Zweckoptimismus begründeten jüngsten Aussagen der FOMC-Mitglieder zu diesem Thema ist von nachlassendem Preisdruck aktuell wenig bis nichts zu erkennen – wenn man einmal den Ölpreis ausklammert. Dessen Rückgang im November und Dezember hatten wir so nicht erwartet. Entsprechend drückt die Anpassung unserer Ölpreisprognose auch den antizipierten Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe. Wir rechnen nun mit einer Gesamtteuerung von 2 % (bisher: 2,3 %) für 2019 und einem Preisanstieg in ähnlicher Höhe 2020. Dies maskiert allerdings unsere Erwartung eines wieder merklich anziehenden Preisdrucks auf Basis des Kernindex ohne Nahrungsmittel und Energie.

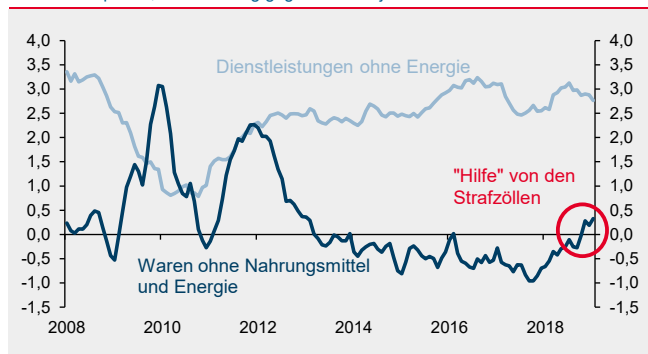
Kernrate Richtung 2,5 %

Ohne die volatile Energiekomponente steigen die Dienstleistungspreise seit Jahren um rund 2,5 % bis 3 % pro Jahr. Gebremst wurde der Preisauftrieb insgesamt durch die Waren: Seit 2013 sind die

Verbraucherpreise für Waren ohne Nahrungsmittel und Energie ständig gefallen. Dies hat sich 2018 geändert. Zum Teil mit Hilfe der spürbaren Strafzölle auf zahlreiche Kategorien importierter Waren ist die Vorjahresrate inzwischen wieder über die Nulllinie gestiegen. Der hohe Auslastungsgrad am US-Arbeitsmarkt spricht zudem für einen weiter anziehenden Lohnauftrieb. Dieser dürfte dazu beitragen, die Kernrate der Verbraucherpreise in Richtung 2,5 % steigen zu lassen, selbst wenn die China-Zölle vollständig und kurzfristig zurückgenommen werden sollten. Da die negativen Basiseffekte bei den Energiepreisen an Bedeutung verlieren, wird auch die Gesamtrate im Jahresverlauf 2019 wieder anziehen. Das erste Quartal 2019 dürfte hier den Tiefpunkt markieren.

### „Kern“warenpreise steigen wieder

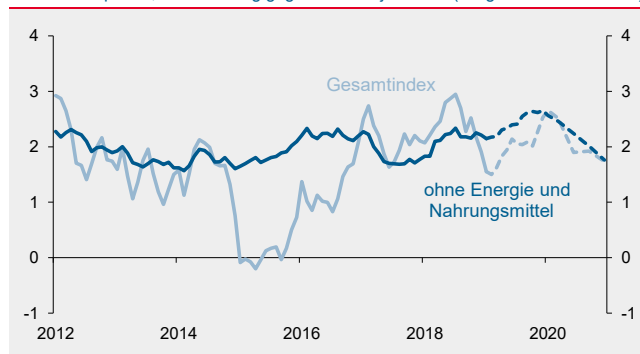
Verbraucherpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Keine Entspannung an der Inflationsfront

Verbraucherpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in % (Prognose ab Jan. 2019)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Fed: Kommunikativer GAU

Berechenbarkeit, Stetigkeit und Nachvollziehbarkeit sind wichtige Kriterien für eine erfolgreiche Geldpolitik. Daran gemessen hat die Fed im Januar auf ganzer Linie versagt. Mitte Dezember hatten die FOMC-Mitglieder für 2019 noch drei Leitzinserhöhungen avisiert und damit eine logische weitere graduelle Normalisierung der noch immer expansiven Geldpolitik in Aussicht gestellt. Nun, lediglich sechs Wochen später, war plötzlich nur noch die Rede von „Geduld“ und vom „fast schon erreichten“ neutralen Zinsniveau. Als ob dies nicht schon Kehrtwende genug wäre, kündigte die Fed gleichzeitig auch noch ein baldiges Ende des eigentlich „auf Autopilot“ laufenden Bilanzabbaus an (siehe hierzu den Kasten auf S. 4).

Was war geschehen? Die von Fed-Chef Powell angeführten Argumente – Unsicherheit durch „government shutdown“, Handelsstreit und Brexit, schwächeres Wachstum im Ausland – hätten bestenfalls für eine kurze Zinspause, also zum Beispiel einen Verzicht auf eine Leitzinserhöhung im ersten Quartal, gesprochen. Dies hätte auch grob zur Eintrübung einzelner Konjunkturindikatoren bzw. der Problematik der wegen geschlossenen Behörden unveröffentlichten Daten gepasst. Stattdessen wurde das Wording der Fed an den Finanzmärkten aber als Ende des Zinserhöhungszyklus verstanden, eine Senkung des Leitzinses 2019 galt nun als wahrscheinlicher als eine weitere Anhebung. Dieser Interpretation stellten sich die Notenbanker in der Folge auch nicht entgegen – wozu sie in Reden bzw. bei Powells Auftritt vor Kongressausschüssen ausgiebig Gelegenheit gehabt hätten.

Angesichts der positiven Datenlage am Arbeitsmarkt und den noch immer sehr hohen Frühindikatoren wie den ISM-Einkaufsmanagerindizes bleibt als plausibelste Erklärung übrig: Die Fed hat einfach die Nerven verloren. Wir haben uns in der Vergangenheit mehrfach mit der grundlegenden geldpolitischen Strategie der Fed auseinandergesetzt und insgesamt mehr Konsistenz als Wandel konstatiert.<sup>1</sup> Diesmal drängt sich allerdings der Eindruck auf, dass die Notenbanker wirklich allein auf Basis der verunsicherten Finanzmärkte ihren Kurs geändert haben.

<sup>1</sup> Siehe z.B. [USA Aktuell „Neue Fed = alte Fed“](#) vom August 2017 und [„Fed: Der Greenspan-Bernanke-Yellen-Powell-Put?“](#) im Wochenausblick vom 14. Dezember 2018.

### Verschärfte monetäre Bedingungen

Erst ein stärkerer Dollar und dann höhere Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen und fallende Aktienkurse hatten im Verlauf des Jahres 2018 zu einer nennenswerten Verschärfung der monetären Bedingungen in den USA geführt – erstmalig seit dem Beginn des Zinsanhebungszyklus Ende 2015. Da die Fed die Realwirtschaft primär indirekt über diese monetären Bedingungen beeinflusst, ist ihre Verschärfung jedoch letztlich eine notwendige Bedingung für eine weniger expansiv wirkende Geldpolitik. Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt zudem, dass solche Prozesse in der Regel abrupt ablaufen. Diesmal war es aber wohl zu viel für die Notenbanker. Sie zogen die Reißleine und – presto – nach der Januarsitzung fiel der Monetary Conditions Index erstmals seit langer Zeit wieder merklich.<sup>2</sup>

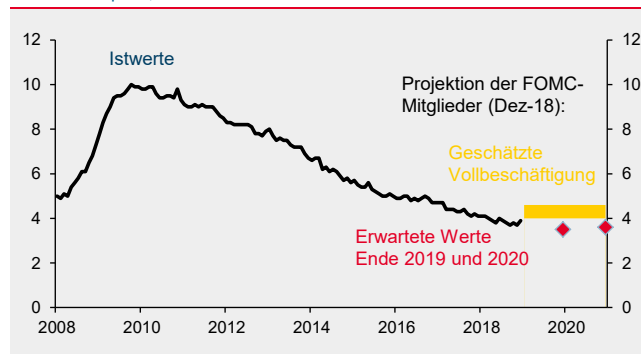
### Fed lockert monetäre Bedingungen im Februar

Nominaler Monetary Conditions Index (MCI), Dez-95 = 100



### Expansive Geldpolitik weiter nötig?

Arbeitslosenquote, %



Da sowohl die hohe Bewertung des Aktienmarktes, die Verschuldung der Unternehmen wie auch die zusammengeschrumpften Credit Spreads letztlich Folge der über Jahre hinaus sehr expansiven Fed-Politik sind, beißt sich die Schlange hier in den Schwanz. Inwieweit die Projektionen der Geldpolitiker für eine erfolgreiche Kommunikation mit der Öffentlichkeit kontraproduktiv wirken, lässt sich kontrovers diskutieren. Das Kommunikationsfiasco vom Januar stellt aus unserer Sicht einmal mehr die Sinnhaftigkeit von „forward guidance“ durch Notenbanken grundsätzlich in Frage – aber das ist ein Thema für eine andere Publikation. Chairman Powell bleibt beispielsweise nach wie vor eine Erklärung schuldig, wieso ein bis Ende 2020 überausgelasteter Arbeitsmarkt nicht nur zu stabiler Teuerung, sondern auch zu einem dauerhaft expansiven Leitzins passen soll.

### Ein weiterer Zinsschritt

Es wird spannend sein, wie die Fed auf der nächsten Sitzung Mitte März die Kuh vom Eis holt. Wir gehen davon aus, dass die diversen politischen Unsicherheitsfaktoren bis zur Jahresmitte an Bedeutung verlieren und man den Leitzins dann noch einmal um 25 Basispunkte anhebt. Dies würde ihn wenigstens an den unteren Rand der „neutralen Zone“ der FOMC-Mitglieder von 2,5 % bis 3,5 % hieven. In der zweiten Jahreshälfte und ins Jahr 2020 hinein dürfte die US-Konjunktur an Schwung einbüßen, so dass dann eine abwartende Haltung tatsächlich angemessen sein wird.

Eine für die Fed noch weniger schmeichelhafte Erklärungsvariante für das jüngste Verhalten der Notenbanker wäre, dass sie sich sowohl hinsichtlich der Zinserhöhungen als auch beim Bilanzabbau von der im Vorfeld wiederholt geäußerten scharfen Kritik seitens Donald Trump haben einschüchtern lassen und dass die Unabhängigkeit der Fed doch nur auf dem Papier existiert. Sad!

<sup>2</sup> Dies sind Monatsdurchschnitte. Der S&P500 hatte bereits zum Zeitpunkt der Notenbanksitzung Ende Januar von seinem Tiefpunkt vor Weihnachten schon wieder mehr als 12 % gut gemacht.

Makroprognosen USA 2019 / 2020		2017	2018	2019	2020	2018		2019			
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privater Verbrauch*	% gg. Vj. bzw .	2,5	2,6	2,6	2,0	3,5	2,8	2,0	2,6	2,4	2,0
	% gg. Vq. saar										
Staatsnachfrage*	% gg. Vj. bzw .	-0,1	1,5	2,9	1,5	2,6	0,4	3,6	4,7	3,5	1,7
	% gg. Vq. saar										
Unternehmensinvestitionen*	% gg. Vj. bzw .	5,3	7,0	3,9	2,5	2,5	6,2	3,5	2,7	2,9	2,9
	% gg. Vq. saar										
Wohnungsbau*	% gg. Vj. bzw .	3,3	-0,2	2,1	1,6	-3,6	-3,5	9,1	4,1	2,0	2,0
	% gg. Vq. saar										
Exporte*	% gg. Vj. bzw .	3,0	3,9	4,3	4,2	-4,9	1,6	7,8	7,4	4,5	3,2
	% gg. Vq. saar										
Importe*	% gg. Vj. bzw .	4,6	4,6	5,5	4,6	9,3	2,7	6,9	6,2	5,8	4,8
	% gg. Vq. saar										
Außenbeitrag*	in %punkten	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-2,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5
<b>Bruttoinlandsprodukt*</b>	% gg. Vj. bzw .	2,2	2,9	2,6	1,8	3,4	2,6	1,8	2,8	2,6	1,7
	% gg. Vq. saar										
Arbeitslosenquote	%	4,4	3,9	3,7	3,6	3,8	3,8	3,9	3,8	3,7	3,6
Sparquote	%	6,7	6,7	7,1	7,3	6,4	6,7	7,0	6,9	7,1	7,3
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	2,1	2,4	2,0	2,1	2,6	2,2	1,5	2,0	2,1	2,3
ohne Energie & Nahrungsmittel	% gg. Vj.	1,8	2,1	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,5	2,6
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-	-	-	-	-	-
Haushaltssaldo**	% am BIP	-3,7	-4,8	-5,0	-4,5	-	-	-	-	-	-

\* in chained Dollars von 2012, \*\* NIPA-Basis. Bundesebene einschl. Sozialversicherungen ohne Hilfspakete für Finanzinstitutionen.  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research; grau hinterlegte Fläche Prognosen; saar = „seasonally adjusted annual rate“



## Helaba-Publikationen: USA Aktuell

**Credit Watch – Gebrannte Kinder scheuen den Wohnhypothekenmarkt**

15.01.2019

**Prognose Update – Gute Zeiten, schlechte Zeiten**

14.02.2018

**Credit Watch – Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien**

23.07.2018

**Handelspolitik: Kalter Krieg?!**

29.05.2018

**Handelspolitik – Elefant im Porzellanladen**

05.04.2018

**Prognose Update – Jetzt geht es rund!**

14.02.2018

**Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?**

16.01.2018

**Steuerreform – der große Wurf daneben?**

08.01.2018

**Fiskalpolitik: Let's make a deal!**

07.09.2017

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■