



Prognose Update: "Best economy ever"?

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

- Trotz Präsident Trumps Eigenlob für seine Wirtschaftspolitik hat die US-Konjunktur bis Ende 2019 tendenziell Schwung eingebüßt. Der Handelsstreit ist die wichtigste Ursache.
- Für 2020 erwarten wir eine Wende – aber für Q1 sind die Vorzeichen noch eher durchwachsen. Temporäre Sondereffekte wie Boeing und der Coronavirus belasten.
- Beim Preisklima dürfte sich wenig ändern. Der Verbraucherpreisanstieg sollte in den kommenden Quartalen bei gut 2 % liegen.
- Die Fed bleibt dieses Jahr voraussichtlich in Wartestellung.

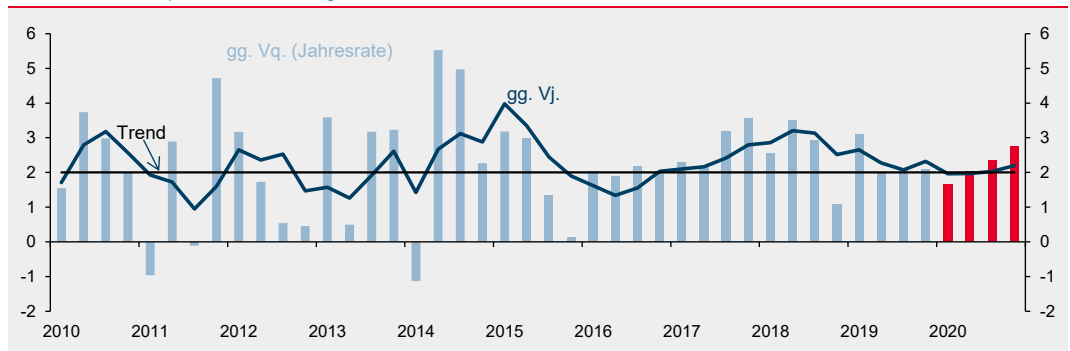
Kasten: War 2019 das Jahr des „Trump-Abschwungs“? (S. 4)

Präsident Trump hat in seiner Ansprache zur Lage der Nation Anfang Februar ein Bild in rosaroten Farben gemalt, auch und gerade im Hinblick auf die wirtschaftliche Situation: „Our economy is the best it has ever been.“ und „Very incredibly, the average unemployment rate under my administration is lower than any administration in the history of our country.“

Diese Aussagen sind natürlich mit einer Prise Salz zu genießen. Abstrahieren wir von den Fragen, ob „unglaublich“ ein steigerungsfähiges Adjektiv sein sollte und woher Trump eigentlich weiß, wie hoch die US-Arbeitslosenquote in den ersten 172 Jahren nach der Unabhängigkeit war, als es noch gar keine offizielle Arbeitsmarktstatistik gab. Von dem von Trump eigentlich versprochenen „3 %, 4 % oder mehr“-Wachstum ist derzeit jedenfalls nichts auszumachen. 2019 verlangsamt sich der Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) auf 2,3 %, nach 2,9 % 2018. Selbst diese Wachstumsraten konnten nur mit Hilfe einer massiven Steuersenkung Ende 2017, einer spürbaren Ausweitung der Staatsausgaben und – entgegen Trumps Darstellung – einer sehr expansiven Geldpolitik erreicht werden. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe fiel 2019 sogar, außerhalb einer Rezession ein enorm rares Ereignis. Die zwischendurch kräftigen Zuwächse bei der Beschäftigung in der Industrie erweisen sich als Scheinblüte. Der Außenhandel, nicht nur mit China, ist auf dem Rückzug: Im Q4 lagen die realen Exporte praktisch auf dem Vorjahresniveau, die Importe sogar rund 2 % darunter. Entsprechend war die Stimmung in der Industrie Ende letzten Jahres so schlecht wie seit dem Tiefpunkt des „Fracking-Crashes“ 2016 nicht mehr.

US-Konjunktur: Anziehende Dynamik 2020

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung in %



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.

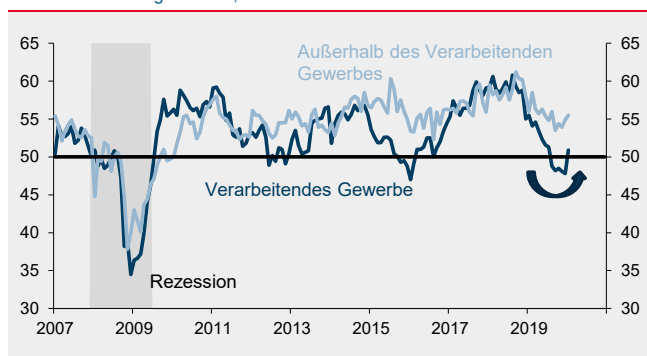
2019 endet durchwachsen

Allerdings ist die tatsächliche Entwicklung 2019 angesichts all des Rezessions-Geredes im vergangenen Jahr auch keine Katastrophe gewesen. Das Wachstum hielt sich im zweiten Halbjahr mit rund 2 % besser als man zur Jahresmitte noch erwartet hätte – trotz eines Streiks bei General Motors, der im September und Oktober Teile der Automobilindustrie lahmlegte. Auch die Probleme des Flugzeugbauers Boeing (siehe nächster Abschnitt) sorgten nicht gerade für Rückenwind. Im Vordergrund stand aber klar die Verunsicherung durch den Handelsstreit, wohl die mit Abstand wichtigste Ursache für die Schwäche in der Industrie (siehe Kasten, S. 4) und für die Konjunktur-ängste, die die Fed in der zweiten Jahreshälfte zu Zinssenkungen veranlassten.

Im vierten Quartal kam der Lageraufbau praktisch zum Stillstand, die realen Einfuhren fielen um fast 9 % (annualisierte Vorquartalsrate). Einer gewissen Belebung im Wohnungsbau (+5,8 %), die wohl auch durch den sehr milden Winter gefördert wurde, standen weitere Rückgänge bei den gewerblichen Bau- (-10 %) und Ausrüstungsinvestitionen (-3 %) gegenüber. Die Stimmung im und außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes fiel Ende 2019 auf den tiefsten Stand seit 2016. Von einem „Trump-Boom“ war schon lange keine Rede mehr.

Stimmungswende im Verarbeitenden Gewerbe

ISM-Einkaufsmanagerindizes, Saldo



Quellen: Macrobond, NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

Boeing bremst

Boeing, Auftragseingänge für zivile Flugzeuge im jeweiligen Januar



Quellen: Boeing, Helaba Volkswirtschaft/Research

Neue Belastungen im ersten Quartal

Im Januar drehte der ISM-Einkaufsmanagerindex für die Industrie dann aber unerwartet deutlich nach oben. Mit dem im Dezember ausgehandelten „Phase-1“-Deal ist der Handelsstreit mit China zwar nicht aus der Welt. Er bietet allerdings erstmals seit dem im Mai 2019 kurzfristig geplatzen Abkommen eine handfeste Perspektive, dass der Konflikt zwischen den beiden größten Volkswirtschaften zumindest nicht weiter eskaliert und sich sogar tendenziell entspannen könnte.

Boeing und Coronavirus belasten

Aber nach der Devise „Wie gewonnen, so zerronnen“ treten neue Belastungsfaktoren für das Wachstum auf. Ein Problem ist Boeing. Das Unternehmen hat die Auslieferungen des wichtigen Modells „737 Max“ schon vor einiger Zeit eingestellt. Dies hat unter anderem die US-Exporte in der zweiten Jahreshälfte 2019 spürbar gedämpft. Da aber „auf Lager“ produziert wurde, war der Effekt auf das BIP weitgehend neutral. Im Dezember hat Boeing die Produktion des Modells nun vollständig eingestellt. Entsprechend wird der Produktionsstopp vor allem im ersten Quartal in den Wachstumswahlen zu sehen sein. Schätzungen zum Wachstumseffekt im Q1 gehen immerhin in Richtung 0,3 bis 0,5 Prozentpunkte.¹ Auch darüber hinaus bleibt der Flugzeugsektor wohl zunächst eine Belastung. Die Auftragseingänge sehen nicht gut aus, im Januar gingen bei Boeing überhaupt keine Orders für zivile Flugzeuge ein.

Hinzu könnten Effekte des Coronavirus in China kommen. Während die Epidemie in China zumindest kurzfristig eine sichtbare Spur in den Wachstumswahlen hinterlassen sollte, ist die

¹ Siehe entsprechende Äußerungen von Finanzminister Mnuchin und [Analysen wie jene der New York Fed](#).

Wirkung auf die US-Wirtschaft derzeit wohl noch im Unschärfbereich der Prognose. Die negativen Impulse von dieser Seite werden zudem von anderen Entwicklungen überlagert, wie dem sehr warmen Wetter im Dezember und Januar sowie der Entwicklung des Lagerzyklus. Die stagnierenden Läger im Q4 machen einen neuerlichen Dämpfer im Q1 von dieser Seite weniger wahrscheinlich. Selbst mit einem negativen Effekt vom Coronavirus dürfte das reale BIP im ersten Quartal mit einer annualisierten Vorquartalsrate von 1 % bis 2 % steigen.

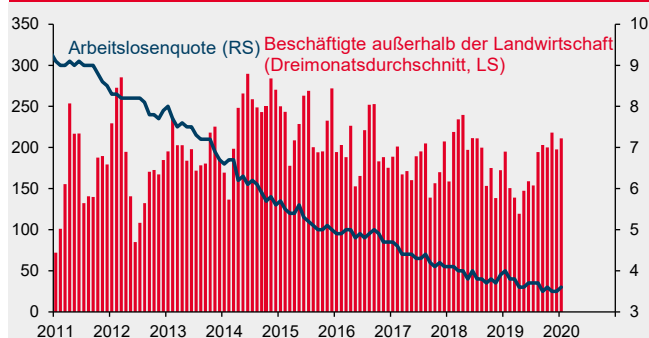
Was ist los am Arbeitsmarkt?

Auch wenn mehr als fragwürdig ist, welchen Verdienst er und seine Politik daran haben, liegt Donald Trump durchaus richtig, wenn er sich zufrieden über die Lage am Arbeitsmarkt äußert. Die Arbeitslosenquote ist mit 3,5 % so niedrig wie seit 50 Jahren nicht mehr. Trotzdem legt die Zahl der Beschäftigten weiterhin spürbar zu – in den drei Monaten bis zum Januar wurden im Schnitt per saldo 211.000 neue Stellen pro Monat geschaffen. Dies liegt deutlich über den rund 100.000, die für eine stabile Arbeitslosenquote erforderlich sind.

Quote auf 50-Jahrestief, Beschäftigung steigt robust

Veränderung gegenüber Vormonat in Tsd.

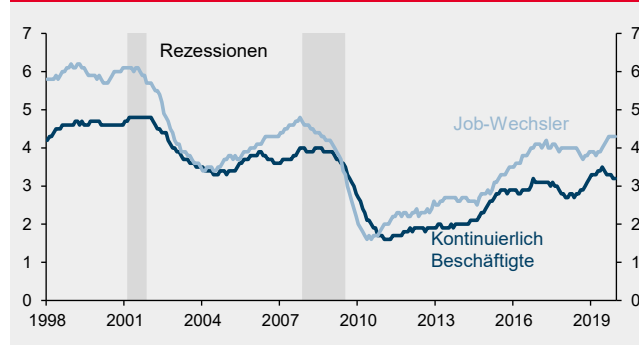
%



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Lohnzuwächse sind besser als ihr Ruf

Mittlerer Lohnanstieg* (Median, 3-Monatsdurchschnitt), % gg. Vj.



* Atlanta Fed Wage Growth Tracker.

Quellen: Atlanta Fed, NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

Strittiger ist hingegen die Lohnentwicklung. So zeigen die an den Finanzmärkten stark beachteten durchschnittlichen Stundenlöhne einen Schwungverlust: Je nach Indikator hat sich die Vorjahresrate zuletzt von 3,5 % auf 3,1 % (alle Beschäftigten in der Privatwirtschaft) bzw. von 3,8 % auf 3,3 % (ohne Beschäftigte mit Managementfunktionen) verlangsamt. Leider sind diese Daten nur sehr eingeschränkt aussagefähig, wenn es darum geht, die Knappheit am Arbeitsmarkt zu beurteilen und insbesondere Vergleiche mit früheren Zyklen anzustellen. Diese Indikatoren werden nämlich von Zusammensetzungseffekten aller Art (z.B. sektorale und demografische) beeinflusst.

Lohnauftrieb im Fokus

Einen besseren Einblick in diese auch für die Geldpolitik zentrale Frage geben die so genannten „Wage Growth Tracker“ der Atlanta Fed. Sie bieten nämlich durch die Beobachtung individueller Datenpunkte über einen längeren Zeitraum Informationen zu dem spannenden Punkt: Wie stark verändern sich die Gehälter einzelner Gruppen und insbesondere der wichtigen Kategorie „kontinuierlich Beschäftigte“ ohne Verzerrungen durch Zusammensetzungseffekte? Außerhalb von Schwächephasen in der Folge von Rezessionen sind die Lohnzuwächse bei Personen, die den Job wechseln, logischerweise höher als bei jenen, die in einem bestehenden Beschäftigungsverhältnis verharren. Letztere sind aber naturgemäß die mit Abstand zahlenmäßig größte Gruppe. Während die „Job-Wechsler“ aktuell durchaus wieder Lohnzuwächse verzeichnen, wie sie in der Spätphase des letzten Zyklus erreicht wurden, bleibt der Anstieg bei den kontinuierlich Beschäftigten fast einen Prozentpunkt zurück. Verglichen mit dem Zyklus in den 1990er Jahren liegen die Lohnsteigerungen beider Gruppen sogar 1,5 bis 2 Prozentpunkte niedriger.

Bei der Interpretation dieser Zahlen scheiden sich die Geister. Verengt man den Blick nur auf die Arbeitslosenquote, so wäre angesichts ihres aktuellen 50-Jahrestiefs derzeit ein deutlich höherer Lohnzuwachs zu erwarten. Betrachtet man aber die Bestimmungsfaktoren des „Verteilungsspielraums“ – Inflation und Anstieg der Arbeitsproduktivität – so wird klar, dass die aktuellen Lohnzu-

wächse sehr wohl eine Vollaustattungsdynamik darstellen könnten. So lag die Teuerungsrate in den vergangenen fünf Jahren im Schnitt bei rund 1,5 %. Über den gleichen Zeitraum stieg die gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivität pro Stunde um 1,2 % jährlich. Vor diesem Hintergrund kann ein Lohnanstieg von 3 % bis 3,5 % durchaus als „normal“ für die aktuelle Phase des Zyklus bezeichnet werden. In den Jahren 1996 bis 2000 stiegen die Preise im Schnitt um fast 2,5 % pro Jahr. Gleichzeitig legte damals der Output pro geleisteter Arbeitsstunde um 2,8 % pro Jahr zu. Es ließe sich also argumentieren, dass der Arbeitsmarkt sehr wohl ziemlich stark ausgelastet ist und die Phillips-Kurve „lebt“, aber andere wichtige strukturelle Determinanten des Lohnauftriebs (niedrige Teuerung, schwaches Produktivitätswachstum) diesen dämpfen.

War 2019 das Jahr des „Trump-Abschwungs“?

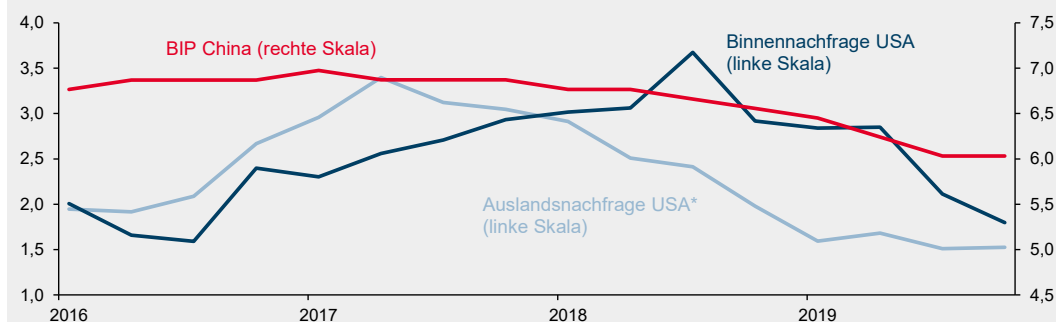
Eine erfolgreiche Prognose für die Zukunft setzt voraus, dass man die aktuelle Lage und die Entwicklungen, die sie herbeigeführt haben, korrekt analysiert. In diesem Zusammenhang ist es problematisch, dass die Faktoren, die 2018 und 2019 zur Verlangsamung der globalen Konjunktur und insbesondere in der Industrie geführt haben, nicht eindeutig geklärt sind.

Donald Trump sieht die Schuld klar bei der Fed. Ihre geldpolitische Straffung 2018 und zu zögerliche Lockerung 2019 seien es gewesen, die für den Schwungverlust verantwortlich waren. Ohne diese Bremse wäre das von ihm angekündigte Wachstum von 3 % oder 4 % natürlich realisiert worden. Wir kommen auf die Frage, ob ein kurzfristiger Realzins von null für die USA tatsächlich zu hoch sein kann, weiter unten noch einmal zurück. Aus unserer Sicht ist dieser Erklärungsansatz nicht plausibel – auch weil die Geldpolitik mit längerer Verzögerung wirkt. Hätte die Fed wirklich „überzogen“, wäre zudem ein abrupter und stärkerer Schwungverlust zu erwarten gewesen.

Wer ist der Treiber?

Reale Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Reale Veränderung gegenüber Vorjahr in %



* Approximiert durch das gewichtete BIP von zwölf wichtigen Exportmärkten. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Fed erklärt die konjunkturelle Eintrübung 2019 und ihre geldpolitische Wende mit zwei Faktoren: Schwache Auslandsnachfrage und handelspolitische „Entwicklungen“. Macht das Sinn? Tatsächlich zeigt ein Aggregat für die Nachfrage nach US-Exporten eine merkliche Verlangsamung von 2017 bis etwa Ende 2018. Als Ursache für die Eintrübung in den USA passt dies aber nur eingeschränkt. So ist die Verzögerung zwischen der Verlangsamung im Ausland und jener in den USA in Zeiten sehr enger internationaler Lieferketten zu lang, zumal die engsten Verknüpfungen oft nicht über die Realwirtschaft, sondern über die Finanzmärkte laufen. Hier wäre mit einer deutlich schnelleren Transmission zu rechnen gewesen. Stattdessen war die Verlangsamung in den Exportmärkten abgeschlossen, bevor die Binnennachfrage in den USA schwächelte. Auch ist unklar, wo die „schwache Auslandsnachfrage“ eigentlich herkommt. Gerne wird hier China als Haupttreiber des globalen Industriezyklus angeführt. Dies erscheint aber als primäre Ursache wenig plausibel: Die Elastizität (also das Verhältnis der Abschwächung im Land X zur Abschwächung in China) müsste unrealistisch hoch sein – für den Rest der Welt 2 und für die USA 1,5.²

² Die alternative Erklärung, dass Chinas „wahres“ Wachstum sich eben deutlich stärker abgeschwächt hat als es die offiziellen Zahlen zeigen, ist nicht widerlegbar – aber auch nicht verifizierbar.

Selbst in Zeiten einer sehr globalisierten Weltwirtschaft wird zudem oft überschätzt, wie wichtig das Ausland für die US-Konjunktur letztlich ist. Stattdessen sieht es so aus, als wäre die Binnennachfrage in den USA (auch mit Hilfe der Fiskalpolitik) zunächst einfach durchgelaufen, bevor dann 2019 Bremsspuren auftraten. Die eigentliche Ursache für die Eintrübung in den USA scheint die Handelspolitik zu sein, die mit dem geplatzten Deal mit China im Mai 2019 und der kurz danach folgenden Drohung Trumps, alle Importe aus Mexiko mit einem Strafzoll zu belegen, seinen Höhepunkt erreichte. Nun kann man der Fed nachsehen, dass sie angesichts des sowieso schon angespannten Verhältnisses zu Trump nicht klarer sagt, was viele in der Notenbank wahrscheinlich denken: Es war erstens, zweitens und drittens die Handelspolitik des US-Präsidenten, die für die konjunkturelle Eintrübung verantwortlich war.

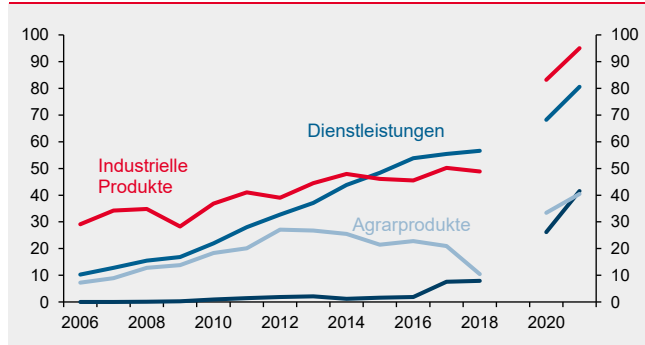
Ausblick 2020: Geldpolitik stützt, Handelsstreit belastet weniger

Im weiteren Jahresverlauf sollten die positiven Effekte der geldpolitischen Lockerung des Jahres 2019 zunehmend die Oberhand gewinnen und die Wachstumsraten wieder in den Bereich 2,5 % bis 3 % hieven. Von der Fiskalpolitik erwarten wir 2020 keine größeren Impulse – im Vorfeld der Wahlen werden Demokraten und Präsident Trump der jeweils anderen Seite keine legislativen Erfolge gönnen. Schuldenobergrenze und „government shutdown“ sind bis 2021 bzw. mindestens Oktober 2020 keine Themen mehr.

Eine andere Quelle konjunkturellen Rückenwinds könnte die Weltwirtschaft und insbesondere die Industriekonjunktur werden. Mit dem Einstieg in einen Deal mit China hat die Verunsicherung bereits nachgelassen. Die im „Phase-1“-Deal enthaltenen Zusagen der Chinesen für zusätzliche Importe aus den USA sind allerdings nicht nur ambitioniert, sondern wohl effektiv unrealistisch. Es ist daher selbst bei voller Kooperationsbereitschaft Chinas nur eine Frage der Zeit, bis das Thema ihrer Nichterfüllung auf die Agenda kommt. Die absehbare Kontroverse erwarten wir aber eher bei der zweiten oder dritten regulären Überprüfung des Abkommens Anfang/Mitte 2021.

„Phase 1“-Deal: Unrealistische Vorgaben

Chinas Importe aus den USA*, Istwerte 2006-18, Zusagen für 2020/21, Mrd. USD



* in den vom Abkommen betroffenen Güterkategorien.
Quellen: PIIE, Helaba Volkswirtschaft/Research

Schwache Ausrüstungsinvestitionen

% gg. Vj. (geglättet)

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gewinne und Investitionen
schwach

Das neue Freihandelsabkommen mit Kanada und Mexiko ist hingegen praktisch unter Dach und Fach. Wenn Trump nun nicht den Streit mit der EU eskalieren lässt, sollte die Unsicherheit in der Handelspolitik nachlassen, selbst wenn es keine Rückkehr zum status quo ante vor 2018 geben dürfte. In diesem Umfeld ist wieder mit einer verstärkten Investitionsnachfrage zu rechnen. In der Vorjahresrate stagnierten die realen Ausrüstungsinvestitionen Ende 2019. Selbst der vorherige „Minizyklus“ war wohl mehr eine Gegenbewegung zum „Fracking-Crash“ 2015/2016 als der von Trump gefeierte Boom wegen seiner fantastischen Wirtschaftspolitik. Für nicht gerade durch die Decke gehende Investitionen sprechen die Unternehmensgewinne, die sich seit langer Zeit eher mäßig entwickeln. Die inländischen (Vorsteuer-)Gewinne der nicht-finanziellen Unternehmen auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung lagen 2019 rund 130 Mrd. Dollar niedriger als im Jahr 2015. Nachdem sie jahrelang geschrumpft sind, stagnierten sie 2019 gerade mal. Da die Unternehmensgewinne der wichtigste Bestimmungsfaktor der Investitionsnachfrage sind, erwarten

wir dort zumindest auf kurze Sicht keine merkliche Belebung. Bestenfalls ist mit einer „Erleichterungserholung“ zu rechnen, wenn die Irritationen über die Handelspolitik abklingen.

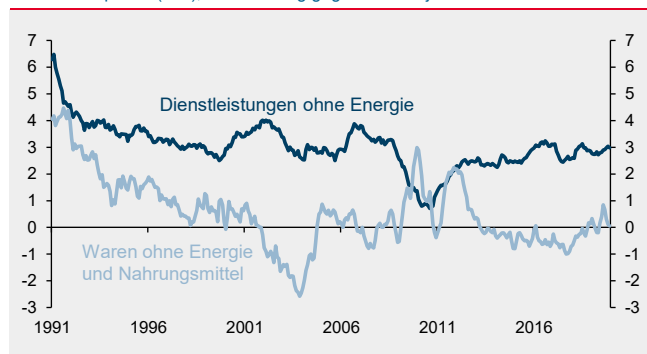
Trotz der erwarteten anziehenden Wachstumsraten in den kommenden Quartalen wird sich der Anstieg des realen BIP 2020 im Jahresdurchschnitt wegen des verhaltenen Starts ins Jahr noch einmal etwas verlangsamen. Wir rechnen insgesamt mit einem Wachstum von rund 2 %.

Teuerung nahe 2 %

Die Energiepreise bleiben ein wichtiger inflationsdämpfender Faktor. Im Jahr 2019 sind sie um knapp 2 % gefallen. Dies drückte den Anstieg des Verbraucherpreisindex (CPI) insgesamt auf 1,8 %. Die Kernrate lag bei 2,2 %. Das altbekannte Muster bei Dienstleistungs- und Warenpreisen besteht dabei fort: Die Dienstleistungspreise steigen im Schnitt um rund 3 % und damit deutlich stärker als die Warenpreise. Letztere (ohne Nahrungsmittel und Energie) haben aber Fahrt aufgenommen und die Vorjahresrate ist in den letzten Monaten unter Schwankungen im Trend weiter nach oben gegangen. Nach Jahren fallender Preise scheint sich hier jetzt mit Hilfe von Trumps preistreibenden Strafzöllen wieder eine positive Inflationsrate zu etablieren.

Ende bei der Warenpreis-Deflation?

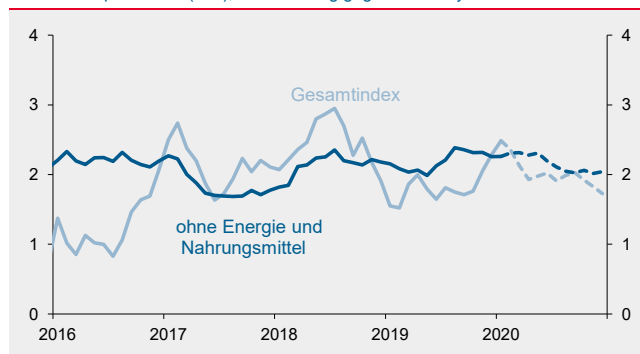
Verbraucherpreise (CPI), Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gesamtteuerung wieder niedriger

Verbraucherpreisindex (CPI), Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Teuerungsrate
am Hoch

Mit 2,5 % hat der Verbraucherpreisanstieg insgesamt aber wohl schon im Januar sein Hoch für dieses Jahr markiert. Wir gehen davon aus, dass es in den kommenden Monaten eher Richtung 2 % geht. Die Kernrate dürfte weiterhin bei gut 2 % liegen. Bei den von der Fed präferierten Inflationsindikatoren (den so genannten PCE-Preisindizes) sieht das Profil etwas anders aus. Die durch unterschiedliche Gewichte bedingten Abweichungen von den Teuerungsdaten gemäß CPI sind derzeit mit 0,7 bis 0,8 Prozentpunkten nahe historischen Hochs. Diese Diskrepanz dürfte sich im Verlauf des Jahres aber zurückbilden, so dass die Vorjahresraten bei den PCE-Indizes 2020 und 2021 etwas höher ausfallen sollten als 2019.

Fed: In Wartestellung

Nachdem die US-Notenbank den Leitzins seit Sommer 2019 um insgesamt 75 Basispunkte gesenkt hat, ist sie nun in den Warte-Modus gewechselt. Mit einem Zielkorridor von 1,50 % bis 1,75 % und einer CPI-Teuerung über 2 % bleibt die Geldpolitik gemessen am Realzins aktuell klar expansiv ausgerichtet. Selbst in der Spitze, als der Mittelwert des Leitzinskorridors bei 2,375 % lag, war der Realzins nur marginal positiv. Angesichts des Wachstums 2018 von fast 3 % kann man hier kaum von einer zu restriktiven Geldpolitik sprechen. Die Wende, die die Fed dann 2019 vollzogen hat, bedeutet kein Eingeständnis, dass die Zinserhöhungen 2018 ein Fehler waren. Inwiefern die folgenden Zinssenkungen dazu geführt haben, dass die konjunkturelle Verlangsamung überschaubar blieb – die Vorjahresrate des realen BIP fällt wohl nicht unter den Trend von 2 % – bleibt unklar. Aus Sicht der Fed waren es vor allem „Versicherungsschritte“, die die Wahrscheinlichkeit eines negativeren Ausgangs reduzieren sollten. Im Grunde alimentierte die Notenbank mit ihren Zinssenkungen allerdings in erster Linie die schädliche Handelspolitik Trumps.

Dieser hat so nämlich indirekt erzwungen, dass die von der Fed angestrebte und zwischendurch auch erreichte Straffung der monetären Bedingungen bis Ende 2018 inzwischen komplett rückgängig gemacht wurde. Unser „Monetary Conditions Index“ (MCI) ist Anfang 2020 fast auf seinen Trend zurückgefallen. Rekordkurse am Aktienmarkt, niedrige Kapitalmarktzinsen und sehr geringe Credit-Spreads machen es den Unternehmen wieder ähnlich leicht, Kapital aufzunehmen wie vor dem Beginn der Zinserhöhungen 2015.

Selbst das eigentlich geplante nachhaltige Abschmelzen der Bilanzsumme hat die Fed inzwischen „kassiert“. Die Überschussreserven der Banken sollen nicht mehr reduziert werden. Stattdessen hat die Notenbank über Käufe von kurzlaufenden Staatsanleihen seit September eine spürbare Bilanzausweitung herbeigeführt, die bis mindestens ins erste Quartal 2020 andauern soll. Der massive Überhang von Liquidität im Bankensystem wird zum Dauerzustand.

Monetäre Bedingungen: „Back where they started!“

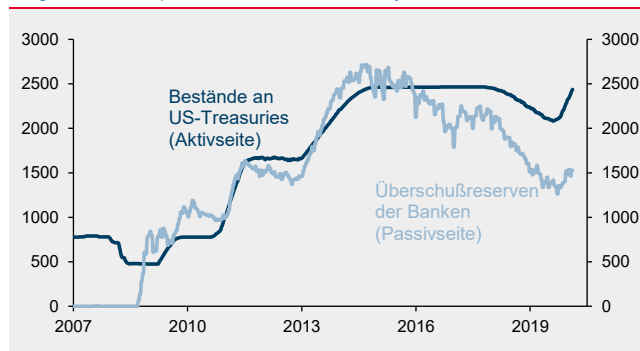
Nominaler Monetary Conditions Index (MCI), Dez-95 =100



Keine Leitzins-
änderung 2020

Fed-Bilanz: Normalisierung abgesagt!

Ausgewählte Bilanzposten des Federal Reserve System, Mrd. Dollar



Wir rechnen für das laufende Jahr nicht mit einer Änderung des Leitzinses. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass sich die Fed nach solchen „mid-cycle-adjustments“ der Geldpolitik stets viel Zeit lässt, um deren Wirksamkeit abzuwarten. Der nächste Zinsschritt dürfte allerdings nach oben gehen, wenn sich das Wachstum wie von uns erwartet im zweiten Halbjahr Richtung 2,5 % bis 3 % bewegt und die PCE-Teuerung näher an das Fed-Ziel von rund 2 % heranrückt. Hieran sollte auch die für die Jahresmitte angesetzte Überprüfung der geldpolitischen Strategie nichts ändern.³

³ Siehe hierzu unsere USA Aktuell [„Geldpolitik: Und was kommt jetzt?“](#) und [„Fed-Reform: The Good, the Bad and the Ugly“](#) vom Januar 2020.

Makroprognosen USA 2020 / 2021		2018	2019	2020	2021	2019	2020				
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privater Verbrauch*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	3,0	2,6	2,4	2,7	3,1	1,8	2,0	2,0	2,4	2,8
Staatsnachfrage*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	1,7	2,3	1,9	1,0	1,7	2,7	1,0	2,7	1,1	0,5
Unternehmensinvestitionen*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	6,4	2,1	0,9	4,8	-2,3	-1,5	0,9	3,1	3,9	4,7
Wohnungsbau*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	-1,5	-1,5	3,4	4,0	4,6	5,8	4,9	1,0	2,0	4,1
Exporte*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	3,0	0,0	2,8	4,0	0,9	1,4	6,1	2,4	4,1	4,9
Importe*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	4,4	1,0	2,6	5,2	1,8	-8,7	10,4	4,1	4,4	5,3
Außenbeitrag*	in %punkten	-0,5	0,4	-0,5	-0,5	-0,2	1,9	-1,0	-0,4	-0,3	-0,3
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj. bzw . % gg. Vq. saar	2,9	2,3	2,0	2,5	2,1	2,1	1,7	2,0	2,3	2,7
Arbeitslosenquote	%	3,9	3,7	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5
Sparquote	%	7,7	8,0	8,1	7,7	7,8	7,7	7,8	8,1	8,2	8,2
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	2,4	1,8	2,0	2,0	1,8	2,0	2,3	2,0	2,0	1,8
ohne Energie & Nahrungsmittel	% gg. Vj.	2,1	2,2	2,2	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3	2,1	2,0
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-2,4	-2,3	-2,2	-2,4	-	-	-	-	-	-
Haushaltssaldo**	% am BIP	-5,0	-5,6	-5,5	-5,0	-	-	-	-	-	-

* 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

Fed-Reform: The Good, the Bad and the Ugly

28.01.2020

Geldpolitik: Und was kommt jetzt?

10.01.2020

Zinsstruktur: A minus B = Rezession?

17.04.2019

Credit Watch: Gebrannte Kinder scheuen den Wohnhypothekenmarkt

15.01.2019

Credit Watch: Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien

23.07.2018

Handelspolitik: Kalter Krieg?!

29.05.2018

Handelspolitik: Elefant im Porzellanladen

05.04.2018

Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?

16.01.2018

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

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf www.helaba.com/de/research. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■