



## Prognose Update USA: Kurs auf die Rezession

**Die Fed ist entschlossen, die Inflation einzudämmen. Dafür muss die US-Konjunktur gebremst werden. Aktuell sieht es so aus, als sei dies nur noch um den Preis einer Rezession möglich. Wenn es gut läuft, fällt diese relativ mild aus. Der Höhenflug des Dollar wird auslaufen.**



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

Das englischsprachige Äquivalent zu „vom Regen in die Traufe“ ist „out of the frying pan and into the fire“. Diese Floskel beschreibt vielleicht noch ein bisschen besser als ihre deutsche Variante die Problematik, mit der sich die Weltwirtschaft aktuell konfrontiert sieht. Die Pandemie mag noch immer nicht vollständig vorbei sein, aber als konjunktureller Faktor hat sie – nicht zuletzt in den USA – klar an Bedeutung verloren. Allerdings dauerte die Freude über die wirtschaftliche Erholung nicht lange an, denn schnell zeigte sich, dass das Abklingen von Pandemie und Lockdowns einen **massiven Preisschub** mit sich brachte. Auf diesen bereits losgetretenen Trend sattelte dann die Invasion der Ukraine noch einen drauf. Zwar fiel der Sprung bei den Energiepreisen in den USA kleiner aus als in Europa, aber er trug auch dort dazu bei, die erhoffte Entspannung bei der Inflation 2022 zu verhindern.

Dies hatte insbesondere zwei Konsequenzen: Erstens dämpften **fallende bzw. zuletzt stagnierende Realeinkommen** die Nachfrage. Zweitens führte es – nach langem Warten – zu einer sehr zügigen und umfangreichen **Straffung der Geldpolitik**, die sich früher oder später ebenfalls konjunkturell bemerkbar machen wird. Aktuell sieht es in den USA, verglichen mit der Lage in Europa, wirtschaftlich noch recht gut aus.

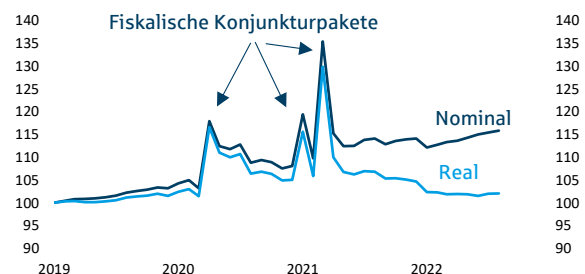
Das gilt allerdings nicht für die offiziellen Wachstumszahlen. Für das erste Halbjahr 2022 zeigen diese auch nach der Benchmark-Revision der Daten Ende September noch eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Wie das zu den **kräftigen Stellenzuwächsen** von durchschnittlich fast 450.000 pro Monat in der ersten Jahreshälfte passt, bleibt unklar. Auch die Stimmungsbarmeter für Industrie und Dienstleistungen signalisieren bis zuletzt eine Expansion, wenn auch mit abnehmender Tendenz. Entsprechend gehen wir nicht davon aus, dass diese Periode nachträglich als Rezession eingestuft werden wird.

### Jahresausklang 2022: Graduelle Eintrübung

Die erste Schätzung zum BIP im dritten Quartal wird Ende Oktober veröffentlicht. Derzeit zeichnet sich ein Plus von rund 2 % (Jahresrate) ab, aber die Volatilität ist gerade bei Lager und Außenhandel derzeit so groß, dass die Prognosen überdurchschnittlich unsicher sind. Andere **Konjunkturdaten schwächen sich ab**, wenn auch von teilweise sehr hohen Niveaus. Dies gilt beispielsweise für den Arbeitsmarkt, wo das Verhältnis von unbesetzten Stellen

### Stagnierende Realeinkommen

Verfügbares Einkommen privater Haushalte, indiziert Jan. 2019 = 100



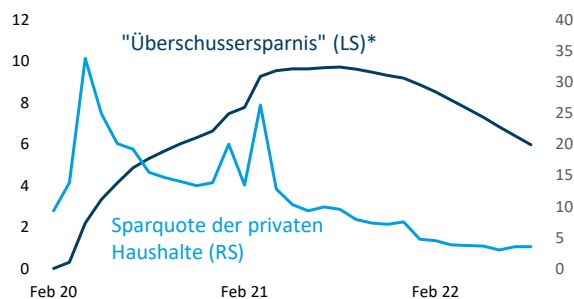
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

len zu Arbeitssuchenden im August merklich nachgegeben hat. Es bleibt aber mit rund 1,7 Stellen pro Jobsuchendem weiter historisch sehr hoch<sup>1</sup> und signalisiert damit – wie auch die Arbeitslosenquote von 3,5 % – einen unverändert angespannten Arbeitsmarkt.

Ein Faktor, der in den vergangenen Monaten den privaten Konsum erheblich gestützt hat, ist die Ersparnis. So waren die Haushalte in der Lage, trotz niedrigerer Realeinkommen ihre realen Ausgaben zu erhöhen, indem sie ihre Sparquote gesenkt haben. Der Chart rechts zeigt, in welchem Umfang sie zunächst in der Pandemie „unfreiwillig“ gespart und danach ihre Sparquote deutlich zurückgefahren haben. Im August lag sie mit 3,5 % auf dem tiefsten Stand seit 2006, d.h. vor der Finanzkrise. Dies ist auf längere Sicht sicher nicht nachhaltig, aber es besteht hier auch kein unmittelbarer Korrekturbedarf. So hatten die Haushalte insgesamt im August noch immer ein „Pandemie-Polster“ von Überschussersparnissen in Höhe von 6 % ihrer Jahreseinkommen.

### Sparquote runter, Polster noch nicht verbraucht

% der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte



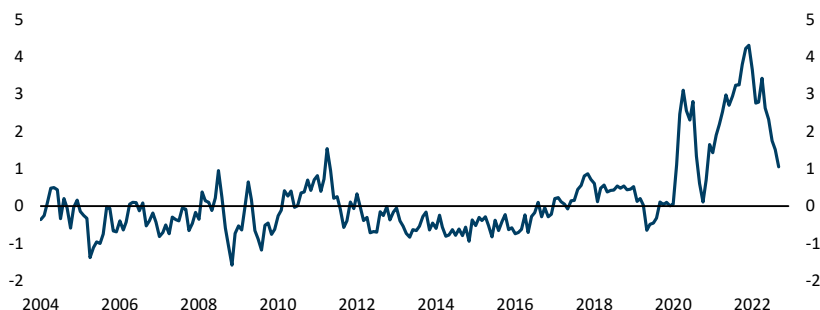
\*Kumulierte Abweichung vom alternativen Szenario „Unveränderte Sparquote ab Anfang 2020“ (9,2 %).

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Gleichzeitig entspannt sich die Lage bei den **globalen Lieferketten** weiter. Dies ist nicht nur für den Inflationsausblick relevant, sondern auch unmittelbar für die realwirtschaftliche Dynamik und die Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage. Zwar ist der einschlägige Index der New York Fed noch etwas von der Normalität (nahe null) entfernt, er bewegt sich aber zügig in die richtige Richtung.

### Lieferketten: In Richtung Normalität

Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)\*



\*in Standardabweichungen

Quellen: Federal Reserve Bank of New York, Helaba Research & Advisory

Auch die Nachfrage nach Kapitalgütern sieht weiterhin gut aus, selbst wenn man bei den nominalen monatlichen Zahlen einen deutlichen Inflationsabschlag vornimmt. Aber andere Komponenten der Gesamtnachfrage sind im Sinkflug. Dazu zählen insbesondere der **Wohnungs- und Gewerbebau**, die beide unter den steigenden Zinsen leiden. Im zweiten Quartal schrumpften sie real um fast 18 % bzw. 13 % (annualisierte Vorquartalsrate).

### Ausblick 2023: Milde Rezession im ersten Halbjahr

So richtig wird sich der laufende Straffungsprozess der Fed (S. 4) erst im kommenden Jahr niederschlagen. Die berühmten „**langen und variablen Verzögerungen**“, mit denen die Geldpolitik auf die Realwirtschaft wirkt, gelten nach wie vor. Dies betrifft vor allem den Immobilienmarkt, aber auch andere zinnsensitive Segmente wie Ausrüstungsinvestitionen und dauerhafte Konsumgüter (z.B. Pkws).

Da die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte aktuell jedoch kleiner sind als vor den meisten Rezessionen der Vergangenheit, dürften die üblichen selbstverstärkenden Abschwungkräfte diesmal geringer ausfallen. Hinzu kommt, dass die Erfahrung der Unternehmen in der Pandemie – als sie nach umfangreichen Entlassungen plötzlich mit viel zu wenig Arbeitskräften dastanden, die dann teuer wiederingestellt werden mussten – wohl zu „labour hoarding“ führen wird. Darunter versteht man das Verhalten von Unternehmen, trotz rückläufiger Absätze

<sup>1</sup> Im Jahr 2019, als die Arbeitslosenquote ähnlich niedrig war wie heute, lag diese Kennziffer nur bei rund 1,1 bis 1,2.

die Belegschaft gar nicht oder nur unterproportional zu reduzieren. Dies sollte den Anstieg der Arbeitslosigkeit dämpfen und damit auch die negative Wirkung der Rezession auf die Einkommen der privaten Haushalte reduzieren. Wir rechnen daher für das erste Halbjahr 2023 nur mit geringen Minusraten beim BIP-Wachstum. Die Arbeitslosigkeit dürfte dennoch um rund 1 ½ Prozentpunkte auf etwa 5 % steigen – allerdings unter anderem, weil von einem leichten Anstieg der noch immer von der Pandemie gedrückten Partizipationsrate auszugehen ist.

Zu den üblichen Unsicherheitsfaktoren kommt hinzu, dass die Pandemie an dieser Stelle wie an anderen ökonomisch weiter nachwirkt. So ist das 2020 entstandene **Ungleichgewicht zwischen Dienstleistungs- und Warenkäufen** durch die Konsumenten noch immer nicht korrigiert. Aus welcher Richtung sich diese Schere überwiegend schließt – weniger Waren- oder mehr Dienstleistungskonsum – wird erhebliche Auswirkungen auf die Konjunktur haben.

Von der **Fiskalpolitik** erwarten wir 2023 keine großen Impulse. Wahrscheinlich werden die Demokraten bei den Wahlen am 8. November 2022 ihre Mehrheit in mindestens einem Haus des Kongresses verlieren. Das wird ihren Handlungsspielraum in der Finanzpolitik einengen. Bereits auf den Weg gebrachte Pakete laufen aber und werden sich auch 2023 in den Ausgaben bemerkbar machen. Die Einzelstaaten schwimmen nach den Hilfspaketen der Bundesebene 2020 und 2021 im Geld. Zumindest spürbar negative fiskalpolitische Impulse, wie im Jahresschnitt 2021 und 2022, gehören aus heutiger Sicht zunächst der Vergangenheit an.

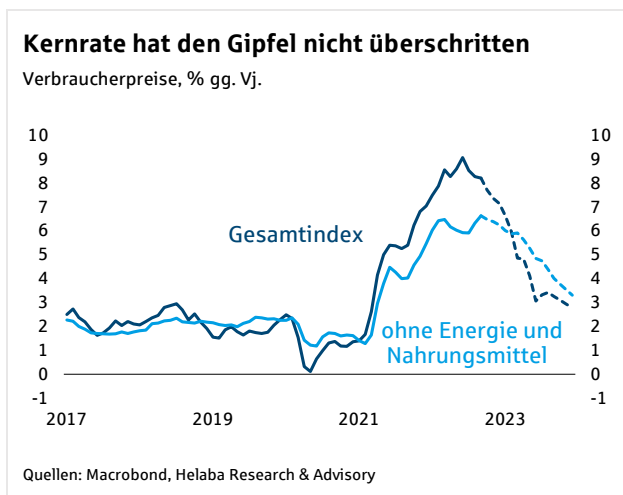
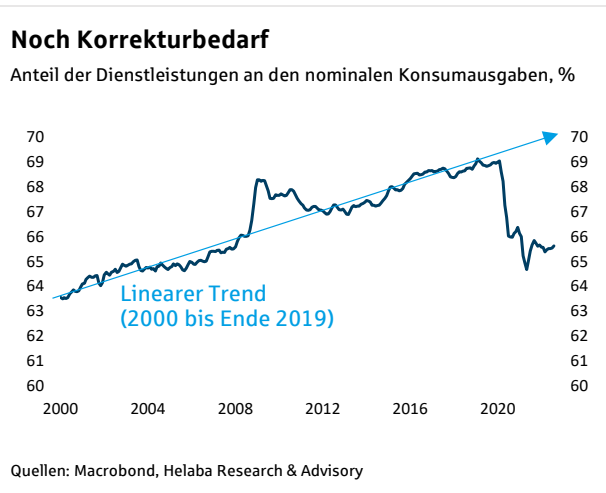
Insgesamt dürfte 2023 nur ein **BIP-Wachstum** von 0,5 % erreicht werden, nach 1,8 % in diesem Jahr. Damit bleiben die laufenden Wachstumsraten lange Zeit unter dem Potenzialwachstum von knapp 2 %. Dies wird sich dann zunehmend in Form eines geringeren Preisdrucks bemerkbar machen.

### Inflation: Noch keine Entspannung

Die Teuerung bleibt am aktuellen Rand viel zu hoch. Im September lagen die Verbraucherpreise insgesamt 8,2 % über dem Vorjahresniveau. Das ist zwar nicht mehr ganz so schlimm wie die 9 %, die im Gipfel erreicht wurden, aber meilenweit vom Inflationsziel der Fed<sup>2</sup> entfernt. Hinzu kommt, dass die **Kernteuerung ohne Nahrungsmittel und Energie zuletzt eher noch Fahrt aufgenommen hat**. Die annualisierte 6-Monats-Dynamik des Kernindex stieg im September auf fast 7 %, ein neues Hoch. Vor allem die Mieten sind zu einem wichtigen Treiber geworden. Entlastend wirkten zuletzt insbesondere die in den USA mittlerweile wieder nachgebenden Energiepreise, vor allem für Benzin.

Da sich das Jahr 2022 dem Ende zuneigt, ist der Jahresdurchschnitt weitgehend „im Kasten“. Hier legen die letzten Daten nun eine **kosmetische Anpassung** unserer Schätzung von 8,2 % auf 8,1 % nahe. Für 2023 bleiben wir bei unserer Prognose von 4 % für die Gesamtteuerung und 4,8 % für die Kernrate. Insbesondere letztere wird wohl nicht nur im Jahresschnitt, sondern auch am Ende des kommenden Jahres noch deutlich erhöht sein.

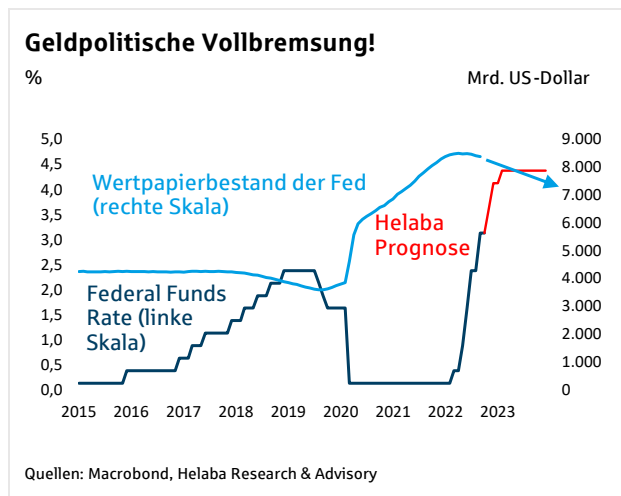
<sup>2</sup> Der numerische Zielwert von 2 % gilt für den alternativen Indikator „Preisindex für Konsumausgaben“. Hier lag die Vorjahresrate im August bei 6,3 % (Kernrate: 4,9 %).



### Fed: Bremsen, bis es wehtut?

Die US-Notenbank hat auf ihrer Septembersitzung nicht nur den Leitzinskorridor um 75 Basispunkte auf 3,00 % bis 3,25 % angehoben, sondern darüber hinaus eine klare Botschaft gesendet: Sie wird **alles tun**, was nötig ist, **um die Inflation einzudämmen**, auch um den Preis einer Rezession. Dazu wird laut den Projektionen der einzelnen FOMC-Mitglieder ein Leitzins erforderlich sein, der über 4,5 % steigt – und dann eine ganze Weile dort bleibt.

Wir gehen davon aus, dass die Fed einen diesen individuellen Erwartungen der Geldpolitiker sehr ähnlichen Fahrplan umsetzen und den Leitzins in diesem Jahr noch um 100 und im ersten Quartal 2023 um weitere 25 Basispunkte anheben wird. Damit wäre der Zielkorridor mit 4,25 % bis 4,50 % auf einem **eindeutig restriktiven Niveau**. Gleichzeitig sinkt die Bilanzsumme jeden Monat um fast 100 Mrd. Dollar, was den expansiven Effekt der Überschussliquidität reduziert. Die Fed tritt also spürbar auf die Bremse, auch weil sie verspätet auf den Inflationsschub reagiert hat.



Sie muss dabei eine Gratwanderung machen zwischen zu wenig Straffung (und weiter hoher Inflation) und zu viel Straffung (und einer schweren Rezession). Die **größten Risiken** sind aus unserer Sicht, dass sich entweder die Realwirtschaft als robuster erweist als von der Fed (und uns) erwartet oder sich die Konjunktur zwar wie erhofft abschwächt, die dämpfende Wirkung auf die Teuerung aber hinter den Erwartungen zurückbleibt. In beiden Fällen würde die Fed den Leitzins weiter erhöhen als derzeit unterstellt – und die dann wohl unvermeidliche scharfe Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität würde prägnanter ausfallen.

### US-Dollar: Unendliche Hausse?



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

Der Dollar konnte seinen **Höhenflug** fortsetzen und wertete auf breiter Front auf. Zuletzt legte er nicht einmal so sehr gegenüber Euro und Yen zu, sondern vor allem gegenüber Rohstoffwährungen. Der Dollar profitiert nach wie vor einerseits von der Aussicht auf immer weiter **steigende US-Leitzinsen**, andererseits von seiner Rolle als **sicherer Anlagehafen** in schwierigen Zeiten. Letzteres gilt umso mehr, da gerade in Europa Kriegsängste und die Sorge vor Energieengpässen bestehen, selbst wenn sich der Gaspreis von seinen Spitzenwerten im August mehr als halbiert hat.

Manche sehen in der Dollar-Stärke schon ein so großes Problem für die Weltwirtschaft, dass die Politik dagegen vorgehen sollte – die Bank of Japan intervenierte sogar bereits. Allerdings scheinen die USA bis dato mit dem starken Dollar leben zu können. Das Ausmaß des Anstiegs ist jedoch enorm. Der reale, handelsgewichtete Index in der engen Abgrenzung nähert sich allmählich den Spitzenwerten Mitte der achtziger Jahre. Damals bekämpfte die Fed die Inflation mit extremen Zinserhöhungen. Selbst wenn die US-Notenbank diesmal noch mehr als erwartet anheben würde, dürfte das kaum so ein Ausmaß wie damals annehmen. Auf Basis der Zinsdifferenzen gegenüber Euro und einigen anderen Währungen ist die Dollar-Hausse grundsätzlich gerechtfertigt. Allerdings wirkt gerade die **Stärke** der letzten Wochen **überzogen**.





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:

## 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.