



Prognose Update: Abschwung ja, Rezession nein!

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

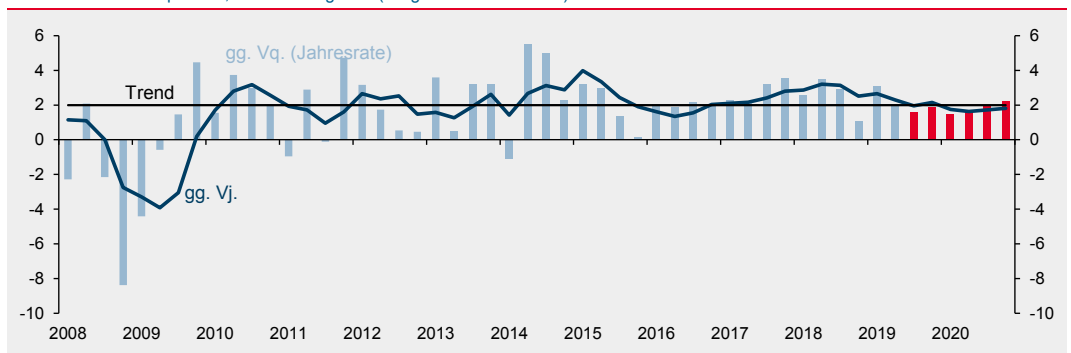
- Das Wachstum im zweiten Quartal fiel mit 2,1 % Jahresrate besser als erwartet aus. Laut den revidierten Daten befindet sich die US-Wirtschaft aber, wie die meisten anderen Länder, schon seit einiger Zeit im Abschwung.
- Der „Haushaltsdeal“ zwischen Präsident und Kongress, der erhebliche Mehrausgaben 2020 und 2021 vorsieht, spricht für eine bessere Konjunktur in den kommenden Quartalen. Dem steht aber eine neue Eskalation des Handelsstreits durch Präsident Trump gegenüber.
- Die Fed hat den Anfang des Jahres begonnenen geldpolitischen Kurswechsel vollendet und Ende Juli den Leitzins um einen Viertel Prozentpunkt gesenkt. Wir rechnen im Basisszenario für 2019 noch mit zwei weiteren Zinsschritten nach unten.

Trotz Handelsstreit und wachsender Verunsicherung bei den Unternehmen hat sich die US-Konjunktur bis jetzt wacker geschlagen. Im Frühjahr stützte vor allem der private Konsum, der nach einem schwachen Winterhalbjahr annualisiert um 4,3 % zulegen konnte. Hier macht sich vor allem die gute Arbeitsmarktlage bemerkbar: eine Arbeitslosenquote auf 50-Jahrestief und der nach wie vor solide Stellenaufbau von durchschnittlich 140.000 in den letzten drei Monaten. Auch die Vermögenssituation der Haushalte befördert die Konsumausgaben, selbst nach der jüngsten Schwäche am Aktienmarkt. Negativ wirkten im zweiten Quartal vor allem volatile Komponenten wie der Außenhandel und der Lageraufbau.

Pessimisten können jedoch auf die nachlassende Dynamik der Investitionsnachfrage verweisen. Zwar machen sich hier unter anderem spezifische Probleme des größten Flugzeugherstellers bemerkbar, doch auch darüber hinaus lief es zuletzt nicht mehr so rund bei der Investitionsgüternachfrage. Die Orders von Kapitalgütern ohne Flugzeuge liegen seit einiger Zeit niedriger als die Auslieferungen – ein negatives Signal. Im ersten Halbjahr stagnierten die realen Ausrüstungsinvestitionen praktisch. Dies dürfte nicht zuletzt die Irritation der Unternehmen hinsichtlich der Handelspolitik reflektieren. Wenn die Zuverlässigkeit grenzüberschreitender Wertschöpfungsketten ständig aufs Neue in Zweifel gezogen wird, ist sicher nicht der beste Zeitpunkt, um langfristig bindende Investitionsentscheidungen zu treffen. Hier ist leider auf kurze Sicht keine Besserung absehbar. Im Gegenteil: Mit der neuerlichen Eskalation – 10 %-Strafzölle auf chinesische Waren im Volumen von bis zu 300 Mrd. Dollar ab 1. September – rückt eine gütliche Beilegung des Zollkonflikts in weitere Ferne.

Keine Rezession in den USA

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung in % (Prognosen ab Q3 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.

Neues Bild im Rückspiegel

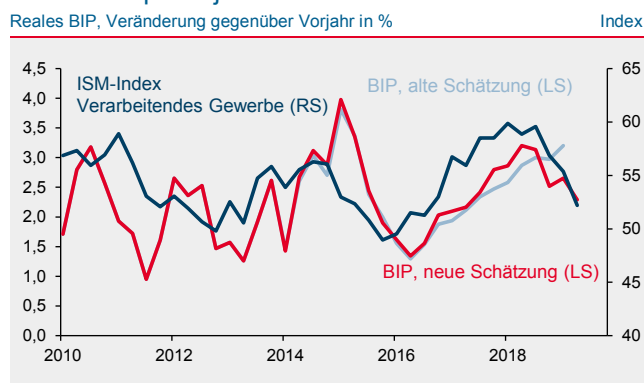
Während das zweite Quartal mit einer annualisierten Vorquartalsrate von 2,1 % etwas besser ausfiel als erwartet, hat sich das Bild der jüngsten Vergangenheit durch die Revision eingetrübt. Statt einer bis ins Q1 2019 auf 3,2 % hochlaufenden Vorjahresrate steht für diese Periode nun nur noch ein Zuwachs von 2,7 % zu Buche. Der Hochpunkt wurde nun schon im zweiten Quartal 2018 verzeichnet, seitdem verliert die US-Wirtschaft also tendenziell an Schwung. Das neue Profil ähnelt mehr den Verlaufsbildern in anderen Wirtschaftsräumen wie der Eurozone. Dass sich die USA noch eine Weile besser gehalten haben, scheint dem fiskalischen Stimulus des vergangenen Jahres (Steuersenkung und Mehrausgaben) geschuldet zu sein. Dessen Wirkung flaut mittlerweile ab.

Die neuen Wachstumswahlen passen auch besser zum Pfad des wichtigsten Frühindikators, des ISM-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe. Dieser ist bereits seit geraumer Zeit auf Konsolidierungskurs, was sich aber für eine ungewöhnlich lange Zeit nicht in den Wachstumsraten niederschlug. Diese Divergenz ist mit der Datenrevision weitgehend verschwunden.

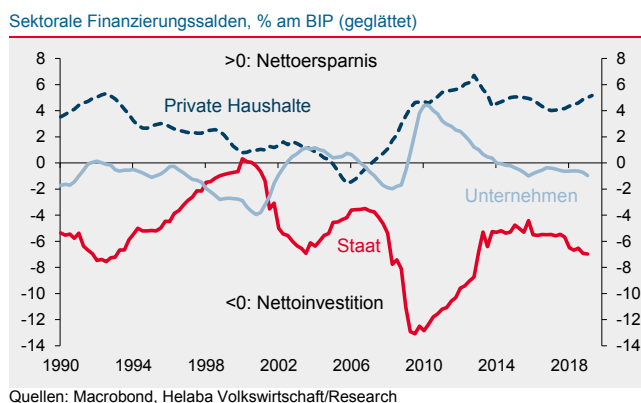
Neu sind auch die Werte zu den sektoralen Finanzierungssalden: Wer spart netto wieviel? Die Ersparnis der privaten Haushalte ist nun höher als vorher ausgewiesen. Einerseits sparen sie brutto mehr, andererseits sind ihre Investitionen in den Wohnungsbau gedämpft und zuletzt sogar rückläufig gewesen. Die Unternehmen haben ihr Verhalten inzwischen weitgehend normalisiert. Nach den massiven Überschüssen, die sie nach der Finanzkrise erwirtschafteten, sind sie schon vor rund fünf Jahren zu ihrer üblichen Rolle als Nettoinvestierende zurückgekehrt.

Immer tiefer in die roten Zahlen bewegt sich der Staatssektor. Die in Zeiten einer konjunkturellen Expansion praktische einzigartige Abwärtsbewegung des staatlichen Finanzierungssaldos dauert an und wird sich wohl auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Dafür spricht der jüngste Haushaltskompromiss zwischen Republikanern und Demokraten, der zumindest in den Fiskaljahren 2020 und 2021 höhere Defizite bringen wird.

Wachstum passt jetzt besser zum ISM-Index



Staat schreibt mehr rote Zahlen



Ausblick: Kommt die Rezession?

Den schneller steigenden Schulden der öffentlichen Hand steht aber die erhöhte Staatsnachfrage gegenüber. Eigentlich hätten 2021 automatische Ausgabenkürzungen in Kraft treten sollen. Diese sind nun vom Tisch. Stattdessen wird in den Fiskaljahren 2020 und 2021 das Ausgabenniveau merklich höher sein als bisher gedacht. Relativ zum aktuellen Haushaltsjahr werden die Verteidigungs- und die zivilen Ausgaben des Bundes im Fiskaljahr 2020 jeweils um einen zweistelligen Milliardenbetrag steigen. Dies spricht selbst unter pessimistischen Annahmen für die sogenannten „Multiplikatoreffekte“ für ein paar Zehntel mehr Wachstum. Gleichzeitig verschwinden die Themen „Schuldenobergrenze“ und „drohender government shutdown“ mit dem Deal wahrscheinlich bis nach den Wahlen im November 2020. Die Schuldenobergrenze ist bis Mitte 2021 außer Kraft, bis September 2021 hat man die Ausgabenlimits großzügig angehoben.

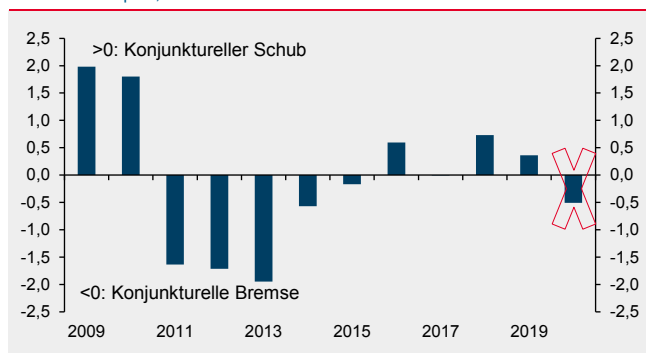
Trump rettet Weihnachten
– vor seinen eigenen
Zöllen!

Nicht lange nachdem der „Haushaltsdeal“ also durchaus gute Nachrichten für den konjunkturellen Ausblick gebracht hatte, legte Präsident Trump im Handelsstreit nach. Ab 1. September sollten die bisher noch von Strafzöllen verschonten Warenimporte aus China (2018 rund 300 Mrd. Dollar) mit einem 10 %-igen Strafzoll belegt werden. Die chinesische Regierung reagierte, indem sie die eigentlich vereinbarten Käufe von US-Agrarprodukten aussetzte und droht für den Fall der tatsächlichen Einführung der Zölle mit entsprechenden Gegenmaßnahmen. Außerdem wertete der Yuan ab und übersprang die psychologisch wichtige Marke von 7 Yuan pro Dollar. Die US Treasury kategorisierte daraufhin am 5. August China offiziell als „Währungsmanipulator“ und kündigte an, beim IWF entsprechende Maßnahmen gegen das Land zu beantragen. Am 13. August folgte die Erklärung aus Washington, man werde aus Gründen „des Gesundheitsschutzes, der Sicherheit, der nationalen Sicherheit...“ manche Waren von den Zöllen ausnehmen. Für andere Produkte wie „Mobiltelefone, Laptops, Spielekonsolen, bestimmte Spielzeuge, Computer-Monitore und bestimmte Kleidungsstücke und Schuhe“ werden die Zölle erst zum 15. Dezember eingeführt. Zollpause fürs Weihnachtsgeschäft?!

All dies belastet die Stimmung, vor allem in der Industrie. Im Juli fiel der ISM-Index für die Industrie auf 51,2. Die Frühindikatoren sprechen also für eine weitere Abnahme der konjunkturellen Dynamik, mindestens im zweiten Halbjahr, vielleicht darüber hinaus. Wenn es gut läuft, können sich die Investitionen trotz der schlechteren Stimmung in den kommenden Monaten fangen. Mit der neuerlichen Eskalation im Handelsstreit haben die Abwärtsrisiken allerdings weiter zugenommen.

Negativer Impuls 2020 abgesagt!

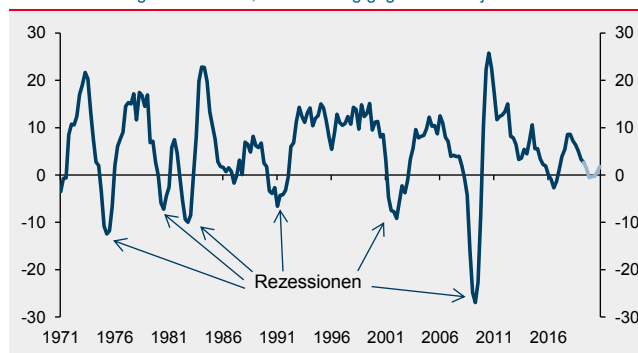
Fiskalischer Impuls;* % am BIP



* Veränderung des strukturellen Primärdefizits.
Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Investitionen: Schwungverlust dauerte im Q2 an

Reale Ausrüstungsinvestitionen, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Prognose ab Q3 2019.
Quellen: Macrobond, NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wachstumsprognosen
unverändert

Insgesamt sehen wir für unsere Wachstumsprognose im Jahresdurchschnitt 2019 von 2,3 % derzeit keinen Handlungsbedarf, auch wenn der Handelskonflikt stärker belasten sollte als bislang unterstellt. Für das kommende Jahr rechnen wir unverändert mit einem Plus von 1,7 %. Allerdings verschieben sich die Gewichte etwas: Einer höheren Staatsnachfrage stehen geringere Zuwächse bei den Unternehmensinvestitionen und beim privaten Verbrauch gegenüber. An einer Rezession schrammt die US-Wirtschaft, auch dank der expansiveren Geldpolitik und der abgeblasenen Haushaltskonsolidierung, voraussichtlich vorbei.

Preise: Im Auge des Betrachters

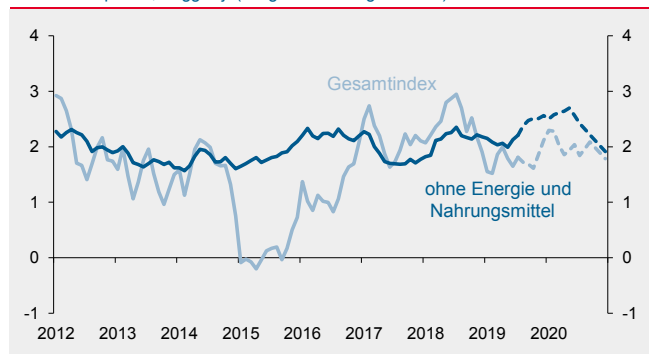
Die Verbraucherpreise steigen derzeit in der Kernrate um über 2 % pro Jahr, wobei die Energiekomponente den gesamten Preisauftrieb auf 1,8 % drückt. Rückenwind kommt hingegen von den Strafzöllen, die seit 2018 etwas Bewegung in die lange stagnierenden Warenpreise ohne Energie gebracht haben. Die jüngste Tranche chinesischer Importe, die Zielscheibe von Zöllen werden soll, enthält zahlreiche Konsumprodukte, was den Effekt auf die Verbraucherpreise verstärken wird. Schon im Juli verzeichneten die „Kernwaren“ den stärksten Preisanstieg gegenüber Vorjahr seit 2013. Bei unveränderten Zuwachsraten bei den Dienstleistungspreisen ohne Energie – derzeit rund 2% gegenüber Vorjahr – spricht dies für eine anziehende Kernteuerung. Aufgrund niedrigerer Ölpreisannahmen passen wir unsere Prognose für die Teuerung 2020 aber auf 2 % an (bisher 2,5 %). Im laufenden Jahr sollte der Preisauftrieb im Schnitt bei 1,8 % liegen.

Zu niedrig?

Vertreter der Notenbank klagen seit einiger Zeit über eine „zu niedrige“ Teuerung. Nachdem sie dies im Frühjahr noch temporären Faktoren zugeschoben haben, war die anhaltend niedrige Jahresteuerung, gemessen am von der Fed präferierten Indikator (im Juni 1,3 % bzw. 1,6 % bei der Kernrate), nun eines von mehreren Argumenten, die für die Zinssenkung im Juli bemüht wurden. Dabei hätten sich die Geldpolitiker in ihrer vorherigen Ansicht durchaus bestätigt fühlen können, denn nach einer vorübergehenden Schwächephase stieg der Preisindex für Konsumausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie in den letzten drei Monaten mit einer aufs Jahr hochgerechneten Rate von 2,5 % – und damit stärker als in allen Vergleichsperioden der vergangenen fünf Jahre.

Kernrate zieht an

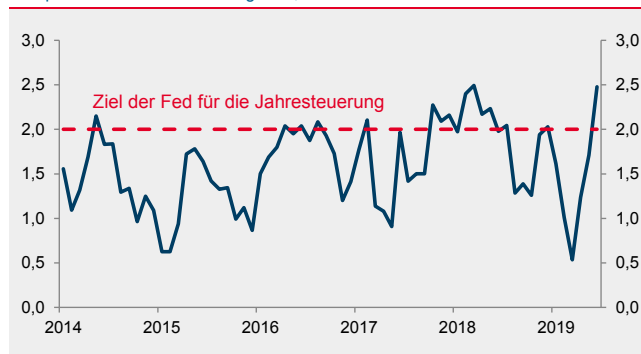
Verbraucherpreise, % gg. Vj. (Prognose ab August 2019)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

(Zu) Niedriger Inflationsdruck?

Kernpreisindex für Konsumausgaben, annualisierte Dreimonatsrate in %



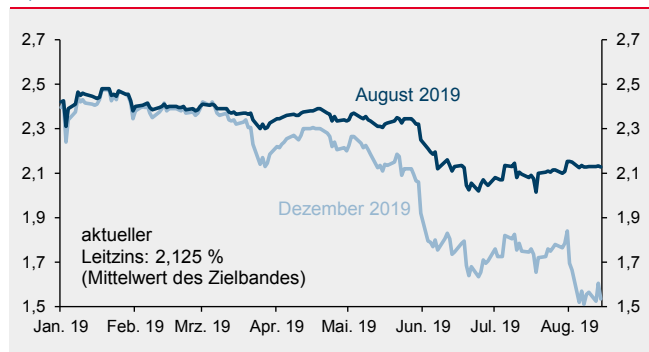
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fed: „Spiking the punchbowl“?

Neben der niedrigen Teuerung führte die Fed die Schwäche der Weltwirtschaft und Belastungen durch politische Unsicherheit wie den Brexit und den Handelskonflikt als Gründe für ihre Zinssenkung an. Das vorher ebenfalls als Abwärtsrisiko bemühte Thema Schuldenobergrenze war ja kurz vor der Sitzung am 31. Juli vom Tisch. Die Erfahrung zeigt, dass die Auswirkungen außenwirtschaftlicher Ereignisse auf die recht binnenmarktlastige US-Wirtschaft gerne überschätzt werden. Tatsächlich sind die Konjunkturindikatoren aus China und Europa für sich genommen nicht gerade zwingende Gründe für eine Zinssenkung in den USA. Stattdessen ist das beste Argument die zunehmende Irritation durch den Handelsstreit. Dies ist absurd, da Präsident Trump, der Hauptverantwortliche für eben diese Belastungen, regelmäßig die Fed beschimpft, die Zinsen nicht schnell genug zu senken. Die Notenbank ist also in der wenig beneidenswerten Situation, bei dem Versuch, durch Handelshemmnisse verursachten Schaden von der US-Konjunktur abzuwenden, den geldpolitischen Forderungen des für die negativen Effekte direkt Verantwortlichen nachkommen zu müssen.

Fed-Erwartungen von Handelsstreit getrieben

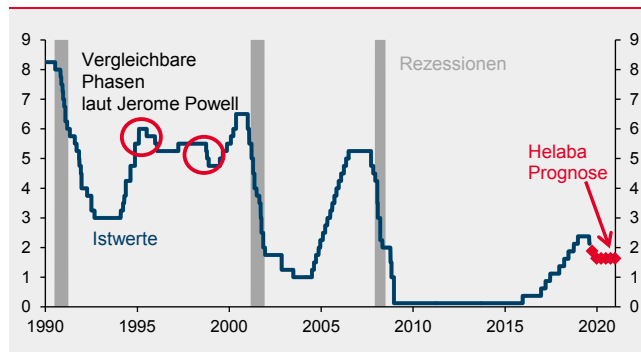
Implizite Rendite Fed Funds Terminkontrakte, %



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rezessionen machen den Unterschied

Zielsatz für die Federal Funds Rate*, %



* ab 2009 Mittelwert des Zielbandes.

Quellen: Macrobond, NBER, Helaba Volkswirtschaft/Research

Handelsstreit führt zu Zinssenkungen

Den direkten Zusammenhang zwischen Trumps Einlassungen zur Handelspolitik und den geldpolitischen Erwartungen am Finanzmarkt zeigt der Chart links. Selbst der Terminmarkt, der in den letzten Jahren mit seinen Erwartungen für den Leitzins fast immer zu niedrig lag, preiste eine Zinssenkung im Juli erst im Laufe des Juni ein. Der erste große Rutsch bei den Zinserwartungen für Ende 2019 kam ebenfalls Ende Mai/Anfang Juni. Dies war der Zeitpunkt, als Trump plötzlich auch noch Strafzölle auf alle Importe aus Mexiko ins Spiel brachte. Der zweite Rutsch folgte Ende Juli, nachdem die nächste Zolltranche gegen China angekündigt worden war.

Weitere Zinssenkungen voraus

Wir gehen davon aus, dass die Fed den Leitzins weiter senken wird. Zum Jahresende 2019 rechnen wir mit einem Zielband von 1,50 % bis 1,75 %. Dies liegt etwas höher als der aktuell vom Terminmarkt eingepreiste Satz von rund 1,50 % für den Dezember (da sich der Terminkontrakt auf den Monatsdurchschnitt bezieht, der Zinsentscheid aber erst am 11. Dezember erfolgt, müsste der dann erreichte Leitzins noch niedriger sein). Eine größere Schere tut sich 2020 auf. Hier preist der Markt eine weitere Lockerung ein. Dies würde dem Muster von früheren Fed-Zinssenkungsphasen entsprechen, die von einer Rezession begleitet wurden. Chairman Jerome Powell hat am 31. Juli jedoch explizit gesagt, dass das FOMC derzeit die Parallelen am ehesten mit den beiden „mid-cycle adjustments“ 1995 und 1998 sieht. Dies ist auch unsere Erwartung – wir rechnen für 2020 daher mit stabilen Leitzinsen – aber dies setzt eben das Ausbleiben einer Rezession voraus.

Es gibt aber durchaus Anlass, sich in der aktuellen Lage nicht nur über eine zu restriktive, sondern auch über eine zu expansive Geldpolitik zu sorgen. Neben der Gefahr einer Rezession besteht das Risiko einer Neuauflage der Erfahrungen von 1987 und 1998. Damals senkte die Fed den Leitzins, ohne dass eine Rezession folgte. Vielleicht verhinderte sie so eine Kontraktion. Sie machte im Anschluss aber den Fehler, den monetären Stimulus zu zögerlich zu korrigieren. Um die dadurch losgetretenen Fehlentwicklungen wie aufgepumpte Blasen wieder einzufangen, musste die Fed dann später umso heftiger auf die Bremse treten. Rezessionen folgten 1990 bzw. 2001. Oder um im Bild des ehemaligen Fed-Chairman William McChesney Martin zu bleiben: Die Fed nahm den Punchbowl nicht weg, als die Party gerade losging, sondern goss unbemerkt von den Gästen einige Flaschen Hochprozentiges nach. Die Katerstimmung folgte.

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

* 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

Zinsstruktur: A minus B gleich Rezession?

17.04.2019

Prognoseupdate: Querschuss von der Fed?

11.03.2019

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

Steuerreform – der große Wurf daneben?

08.01.2018

Fiskalpolitik: Let's make a deal!

07.09.2017

Neue Fed = alte Fed?

29.08.2017

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. ■