



Prognose Update USA: Auf der Kippe

Die US-Konjunktur steht derzeit auf Messers Schneide. Die Datenlage schwankt zwischen Rezession und Durchstarten. Wir rechnen aber weiter mit einer Kontraktion im ersten Halbjahr. Der Dollar könnte sich nach den Verlusten stabilisieren, dürfte letztlich jedoch abwerten.



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

Die gebräuchliche Metapher von der **harten oder weichen Landung** der Konjunktur hat so ihre Probleme. Zwar ist im Landeanflug tatsächlich eine möglichst geringe vertikale Geschwindigkeit beim „touch down“ wünschenswert und ein hartes Aufprallen auf die Landebahn ebenso unangenehm wie das konjunkturelle Äquivalent, die Rezession. Aber während ein Durchstarten der Konjunktur meist den optimalen Ausgang darstellt, ist es in der Fliegerei oft Folge eines Pilotenfehlers oder eines anderen überraschend auftretenden Problems – und Anlass für einen aufwendigen neuen Anlauf.

In der aktuellen Situation passt die Analogie jedoch besser als gewöhnlich, denn mit einem scheinbar positiven Durchstarten können durchaus eine hartnäckigere Inflation und zusätzlicher **Handlungsbedarf für die Notenbank** verbunden sein.

Aus unserer Sicht bleibt eine **milde Rezession 2023** das wahrscheinlichste Szenario. Zwar hat die US-Konjunktur den Inflationsschock der Jahre 2021/2022 bisher überraschend gut verdaut. Es würde aber an ein Wunder grenzen, wenn die damit verbundene Straffung der Geldpolitik sich nicht in einer spürbaren Eintrübung niederschlagen würde. Die Datenlage ist im Hinblick auf die Frage „Rezession: ja oder nein?“ bislang nicht eindeutig. Lichtblicke wie der Arbeitsmarktbericht oder der ISM-Index für die Dienstleistungen im Januar hellen das ansonsten eher trübe Bild auf. Zuletzt hat eine Mehrzahl der Datenpunkte jedoch auf ein „Ja“ hingedeutet.

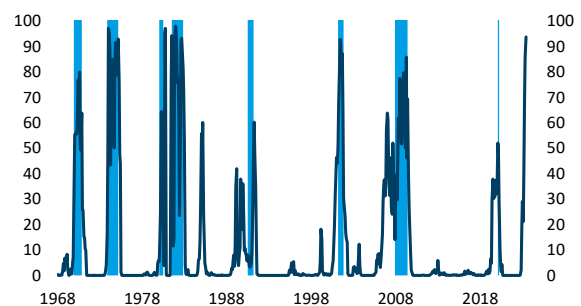
Zusammengenommen ergibt sich ein Bild, das in unserem Rezessionsmodell einen **deutlichen Anstieg der Rezessionswahrscheinlichkeit** per Mitte 2023 anzeigt. Für den Zeitraum seit den späten 1960er Jahren hat das Modell für keine Phase eine ähnlich hohe Wahrscheinlichkeit angezeigt, ohne dass es tatsächlich zu einer Rezession kam.

Jahreswechsel 2022/2023: Abschwung – in Zeitlupe?

Die Wachstumszahlen zum vierten Quartal 2022 zeigen mit 2,9 % annualisierter Vorquartalsrate zwar noch einmal eine Dynamik deutlich oberhalb des Trends. In den Details ist das Bild aber schon weniger rosig. So verbirgt der Anstieg des privaten Konsums um preisbereinigt 2,1 % einen merklichen Schwungverlust im monatlichen Profil.

Klares Alarmsignal

Wahrscheinlichkeit einer Rezession (Probit-Modell*), %



*Vorlauf sechs Monate. Hellblaue Flächen: Rezession laut NBER.
Quellen: NBER, Helaba Research & Advisory

Nennenswerte Beiträge zum Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) kamen zudem vom, wohl zumindest teilweise ungeplanten, Lageraufbau (1,5 Prozentpunkte) und vom Rückgang der Importe (0,7 Prozentpunkte), ebenfalls ein **Anzeichen für schwächelnde Nachfrage**.

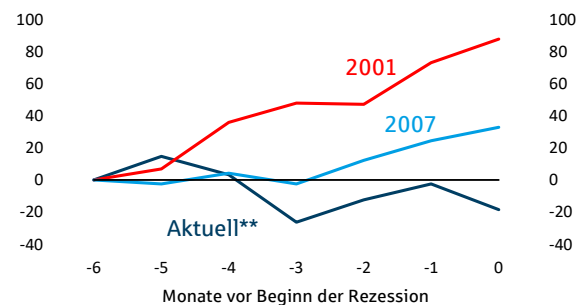
Der **Arbeitsmarkt** stellt sich aktuell sehr durchwachsen dar, eine eindeutige Eintrübung ist hier noch nicht auszumachen. Einerseits sind die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung – in der Vergangenheit ein zuverlässiger Frühindikator für den Beginn einer Rezession – zuletzt nicht gestiegen, sondern gefallen. Auch die Zahl der offenen Stellen, die im Herbst zurückging, stieg im Verhältnis zur Zahl der Jobsuchenden zuletzt fast wieder auf ihr historisches Hoch vom letzten Jahr. Die Arbeitslosenquote verzeichnete im Januar ein neues 50-Jahrestief von 3,4 %. Der Stellenaufbau liegt im Dreimonatsschnitt bei 355.000, deutlich über dem „breakeven“-Punkt von nur rund 100.000 pro Monat, der die Arbeitslosenquote mittelfristig stabil hält.

Andererseits spricht jedoch zumindest ein wichtiger Frühindikator für eine tendenzielle Abschwächung am Arbeitsmarkt in der nahen Zukunft, auch wenn sein aktueller Stand sich noch im Niemandsland zwischen weicher und harter Landung befindet. Die **Zahl**

der Zeitarbeiter („temps“) hatte in der Vergangenheit einen relativ verlässlichen Vorlauf vor der Beschäftigung insgesamt. Die Stagnation ersterer im Vorjahresvergleich spricht für eine künftig schwächere Entwicklung der Stellenzahl insgesamt, muss aber vor dem Hintergrund der extremen Volatilität der Vorjahre vorsichtig interpretiert werden. Ein Wert nahe der Nulllinie ist hier zudem kein eindeutiges Signal für eine Rezession, wie schon die Episoden 1996, 2016 und 2019 gezeigt haben.

Arbeitsmarkt bleibt angespannt

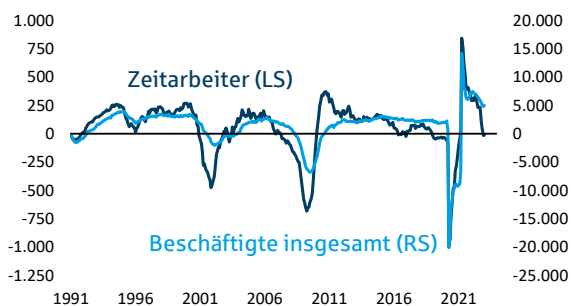
Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Veränderung in Tsd.*



*Kumulativ über 6 Monate vor Beginn der Rezession. **Gezählt ab Januar 2023
Quellen: Macrobond, NBER, Helaba Research & Advisory

Weiche oder harte Landung?

Veränderung gegenüber Vorjahr in Tsd.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

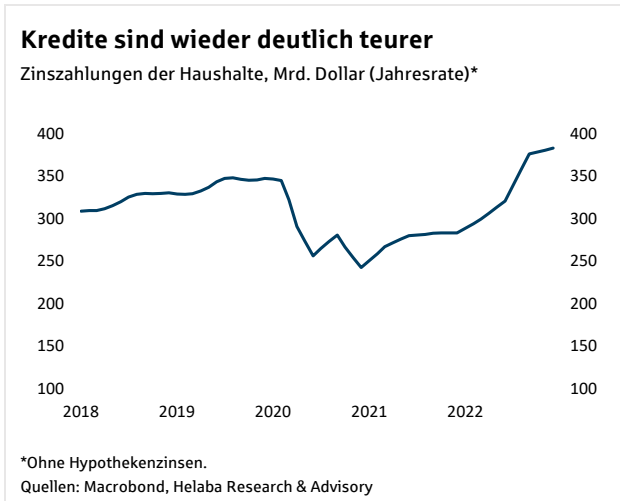
Schwache Daten zur Produktion und zu den Einzelhandelsumsätzen zum Jahreswechsel deuten ebenfalls auf eine Abkühlung der Konjunktur hin. Mit der wichtigen Ausnahme des ISM-Index für den Dienstleistungssektor, der sich im Januar spürbar erholt hat, liegen die meisten **Stimmungsindikatoren** für die gewerbliche Wirtschaft derzeit im **Kontraktionsbereich**. Der Wochenindikator WEI, der die Vorjahresrate des realen BIP abbilden soll, steht aktuell bei etwa 1 %. Dies passt zu einer Kontraktion im Vorquartalsvergleich in den ersten drei Monaten des Jahres.

Ausblick 2023: Milde Rezession, anämische Erholung

Wie auf der ersten Seite gezeigt, sagt ein Modell, das diverse realwirtschaftliche Indikatoren und Finanzmarktdaten kombiniert, derzeit eine **Rezession im weiteren Verlauf des Jahres** vorher. Das sehr starke Signal eines Dienstleistungs-ISM unter 50 blieb aber auf den Dezember beschränkt. Ein Rückgang der geschätzten Rezessionswahrscheinlichkeit auf Basis der vollständigen Daten für den Januar ist daher gut möglich.

Auch wenn der Gegenwind für die Realeinkommen durch die fallende Teuerung (siehe S. 3) nachlässt, bleibt das Umfeld insgesamt schwierig. Die **kräftige Straffung der Geldpolitik** durch die Fed (siehe S. 4) wirkt mit Verzögerung auf die Realwirtschaft. Vor allem am Wohnungsmarkt sind die Bremsspuren schon erkennbar: Die Hauspreise fallen und die Wohnungsbauaktivität ist 2022 um rund 10 % gefallen, mit kräftigen Schrumpfungsraten bis ins vierte Quartal.

Obwohl die Hypothekenzinsbelastung der Haushalte sich in Grenzen hält – die Effektivverzinsung des gesamten Hypothekenbestands hat sich bis Ende 2022 kaum verändert – sind die **Zinszahlungen** für andere Kreditarten bereits deutlich gestiegen. So verzeichnet die Statistik für Dezember aufs Jahr hochgerechnete Zinsausgaben von rund 380 Mrd. Dollar, volle 100 Mrd. Dollar mehr als noch ein Jahr zuvor (Schaubild).



Ähnliche Zusatzkosten kommen auf den historisch **hoch verschuldeten Unternehmenssektor** zu. Die ausstehenden Schulden des nichtfinanziellen Sektors sind relativ zu seiner Bruttowertschöpfung so hoch wie nie seit den 1950er Jahren, wenn man die Phase 2019 bis 2021 ausklammert, als der Output temporär gedrückt war. Über die gestiegenen Zinsen hinaus zeigen Umfragen der Fed, dass die Banken derzeit auf breiter Front die Kreditvergabekonditionen verschärfen, für Haushalte wie für Unternehmen.

Seitens der **Ausgaben der Bundesregierung** sind zunächst neue Wachstumsimpulse unwahrscheinlich. Einmal belasten die gestiegenen Zinsen auf den Rekordschuldenstand den Haushalt. Die neue republikanische Mehrheit im Repräsentantenhaus hat sich zudem eine Defizitreduktion auf die Fahne geschrieben. Den Appetit für zusätzliche öffentliche Ausgaben senken zudem Meldungen über den Milliardenumfang, in dem Teile der Stimuluspakete in der Pandemie von Betrügern abgegriffen wurden.

tit für zusätzliche öffentliche Ausgaben senken zudem Meldungen über den Milliardenumfang, in dem Teile der Stimuluspakete in der Pandemie von Betrügern abgegriffen wurden.

Es gibt allerdings auch einige stützende Faktoren: Die **untergeordneten Gebietskörperschaften** schwimmen derzeit im Geld, u.a. wegen der großzügigen Beihilfen in der Pandemie. Dies schlägt sich in höheren Ausgaben bzw. Steuersenkungen nieder. Gleichzeitig werden 2023 auf der Bundesebene Teile der mittelfristigen Ausgabenprogramme der letzten zwei Jahre (Infrastrukturpaket von 2021 und „Inflation Reduction Act“ von 2022) wirksam. Schließlich profitieren die Haushalte noch immer von ihren 2020/2021 angehäuften Überschussersparnissen.

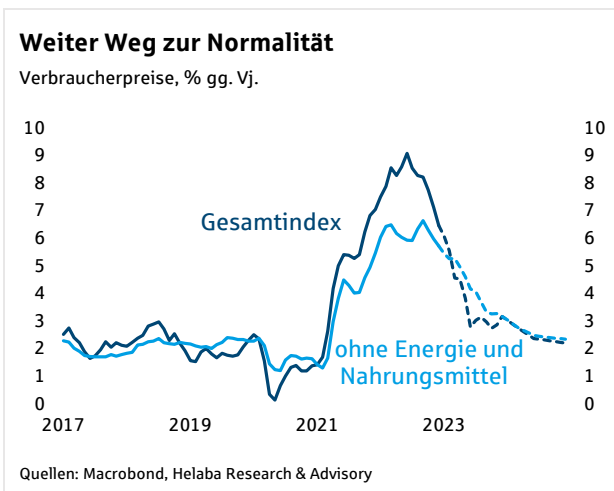
Alles in allem rechnen wir daher mit einer **milden Rezession** im Verlauf von 2023. Im Jahresschnitt dürfte die US-Wirtschaft um 0,5 % wachsen (2022: 2,1 %). Dabei sollte auf zwei Minusquartale eine eher schleppende Erholung folgen, da sie nicht von fiskal- oder geldpolitischer Lockerung unterstützt werden wird. Nicht auszuschließen ist auch, dass die US-Konjunktur zwar Kurs auf eine Rezession nimmt, diese aber vielleicht erst später im Jahr eintritt, mit Q3 statt Q2 als Tiefpunkt. Aus heutiger Sicht sind angesichts der weiterhin sehr unklaren Datenlage die Aufwärts- und Abwärtsrisiken für unsere Wachstumsprognose etwa ausgeglichen.

Inflation: Keine Verstetigung, aber...

“Curb your enthusiasm” (etwa: Halte deine Begeisterung im Zaum) ist nicht nur der Titel einer erfolgreichen langjährigen US-Comedyserie mit Larry David, es ist auch eine **passende Warnung** an die Finanzmärkte für den Umgang mit den aktuellen Inflationsdaten.

Die **Abschwächung der Teuerungsrate** von 9,1 % im Juni auf 6,5 % im Dezember ist hoch willkommen. Zu einem guten Teil reflektiert sie aber Entwicklungen, die vorhersehbar waren und von den Ökonomen auch prognostiziert wurden. Hier ist vor allem die Milchmädchenrechnung zu nennen, nach der es fast zwingend war, dass sich der Beitrag von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen massiv abschwächen würde. Bereits ein auf hohem Niveau stabiler Ölpreis bringt nach dem vorherigen kräftigen Anstieg eine spürbare Entlastung für die Inflation. Tatsächlich haben die Rohöl- und Benzinpreise von ihren Hochs aber sogar merklich nachgegeben. Auch die verbreitete Erwartung einer Entspannung der Lage bei den Warenpreisen insgesamt, im Zuge der sich abzeichnenden Normalisierung bei den internationalen Lieferketten, ist nun eingetreten. Indexkomponenten, die wegen vorübergehender Knappheit vorher durch die Decke gingen, wie die Gebrauchtwagenpreise, fallen inzwischen wieder.

Wie die Impulse von den Energiepreisen ist dieser Effekt aber letztlich begrenzt. Er wird insbesondere **nicht ausreichen, die Teuerung auf rund 2 % zu reduzieren** und so die Fed zufriedenzustellen, wenn andere Komponenten nicht mitspielen. Aktuell liegt die 6-Monatsdynamik des Kernindex bei annualisiert rund 4,5 %. Dies ist noch immer viel zu hoch. Der derzeit erhebliche Beitrag von den Wohnkosten dürfte sich angesichts der laufenden Abschwächung am Wohnungsmarkt in absehbarer Zeit reduzieren. Aber die Dienstleistungspreise ohne Wohnen werden primär vom Auslastungsgrad, d.h. insbesondere von den Löhnen, getrieben. Wie oben geschildert, ist am Arbeitsmarkt eine Korrektur bislang bestenfalls in Ansätzen erkennbar.

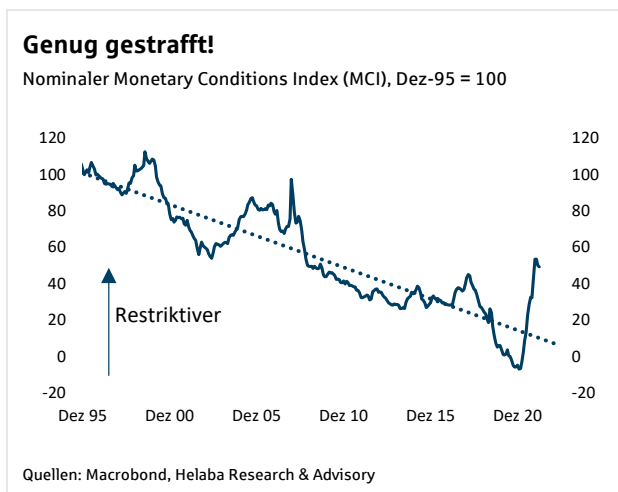


Unter dem Strich dürfte der **Verbraucherpreisindex** daher 2023 noch einmal **um 3,7 % zulegen** (Kernrate: 4,2 %). Dabei gibt es vor allem bei den Rohstoffpreisen vor dem Hintergrund einer Erholung in China nennenswerte Aufwärtssrisiken.

Fed: Herantasten an den Zinsgipfel

Wie allgemein erwartet, hat die Fed am 1. Februar den Leitzinskorridor erneut angehoben – und zwar „nur“ um 25 Basispunkte auf 4,50 % bis 4,75 %. Damit ist sie unserer Einschätzung nach noch 25 Basispunkte vom wahrscheinlichen Zinsgipfel entfernt, auch wenn die Notenbanker im Dezember mehrheitlich ein etwas höheres Ende des Zinszyklus in Aussicht gestellt hatten. Ein Viertelpunkt mehr oder weniger ist aber letztlich nicht entscheidend. Es sieht derzeit so aus, als würde sich die Fed nun in der **Phase des „finetuning“** befinden, das Ende des Straffungszyklus naht. Das Risiko, dass deutlich höhere Leitzinsen erforderlich sein könnten, um die Inflation zu stoppen, ist gesunken, trotz der bislang relativ robusten Konjunktur. Auch die Gefahr eines geldpolitischen Überschießens, bedingt durch die „langen und variablen“ Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik wirkt, ist geringer geworden.

Damit rückt jetzt die Frage in den Vordergrund, wie lange das Zinsniveau von rund 5 % Bestand haben wird. Die Finanzmärkte sind offenbar überzeugt, dass die Fed die restriktive Ausrichtung der Geldpolitik nicht lange durchhält und schon 2023 umsteuert. Die historische Erfahrung mit der Dauer von Zinsgipfeln scheint dies zu bestätigen. Die zuletzt gleichzeitig positive Entwicklung an den Aktien- und Rentenmärkten impliziert allerdings ein „goldilocks“-Szenario, in dem sich die Konjunktur nicht spürbar abschwächt, die Notenbank aber trotzdem schnell wieder die Zinsen senkt. Die zeitnahen Zinswenden in der Vergangenheit kamen jedoch immer dann, wenn die Notenbank realisierte, dass ihre vorherige Straffung eine unerwünscht deutliche konjunkturelle Eintrübung ausgelöst hatte. Diesmal ist vor dem Hintergrund der enormen Inflation eine gewisse Abschwächung aber durchaus erwünscht. Wir gehen daher weiter davon aus, dass die Fed **erst ab dem kommenden Jahr** den Restriktionsgrad der Geldpolitik wieder graduell **zurückfahren** wird.



US-Dollar: Wiederaufnahme des Höhenflugs?



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

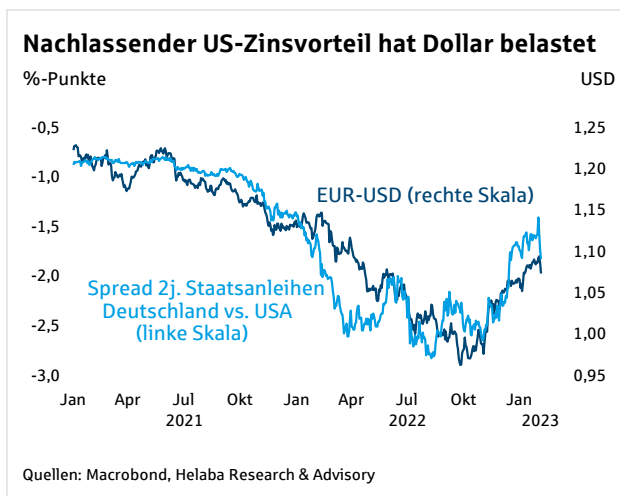
In seiner Hausse erreicht der US-Dollar 2022 langjährige Gipfel, aber dann wurde ihm die Luft doch zu dünn. Seit Herbst ging es mit der US-Währung bergab, und zwar schneller als erwartet. So hatte der breite **Dollar-Index** zwischenzeitlich mehr als die **Hälfte seiner Gewinne** seit Anfang 2021 wieder **abgegeben**. Der Greenback verlor insbesondere gegenüber dem Euro – der Euro-Dollar-Kurs lag in der Spitze über 1,10. Auch gegenüber dem Japanischen Yen, dem Britischen Pfund und den meisten anderen Währungen wertete er ab. Zuletzt zeigte der Dollar jedoch dank positiverer Konjunkturdaten Lebenszeichen, der Euro-Dollar-Kurs rutschte bis auf 1,07. Kann die US-Währung ihren Höhenflug wiederaufnehmen?

So wie die Fed-Zinserhöhungen der Treiber für die Dollar-Stärke waren, so führte ein sich abzeichnendes Ende der Anhebungen zu dem Rückgang. Da neben den rückläufigen US-Zinserwartungen die EZB mehr Zinsschritte in Aussicht stellte, **verringerte sich der US-Renditevorteil** deutlich. Der Dollar verlor an Attraktivität. Dies deckte sich auch mit den Konjunkturindikatoren. Anders als in den USA überraschten in der Eurozone die Daten überwiegend positiv – nicht zuletzt geschuldet den zuvor pessimistischen Erwartungen. Die mittlerweile erheblich gesunkenen Gaspreise entspannten die Situation in Europa. Jenseits dieser zyklischen Faktoren war der **Dollar** im Herbst aus langfristiger Perspektive **sehr teuer**. Trotz der Verluste hat sich daran nicht so viel geändert.

Aber so ganz einfach gibt sich der Dollar nicht geschlagen, wie sich jüngst zeigte. Freundlichere Konjunkturdaten oder höhere Inflationszahlen könnten Spekulationen auf weitere Fed-Zinserhöhungen auslösen. Ein **temporärer Schub für den Greenback** ist daher durchaus möglich, zumal die EZB nach der mutmaßlichen Anhebung im März wohl erst einmal abwartet. Außerdem war der Dollar wegen einer größeren Risikoneigung an den Finanzmärkten als sicherer Anlagehafen weniger gefragt. Auch hier könnte zeitweise wieder mehr Nervosität aufkommen, was den Dollar begünstigen würde – geopolitische Risiken bestehen fort. Letztlich wird aber die US-Konjunkturabschwächung den Zinserhöhungsspekulationen in den nächsten Monaten ein Ende bereiten. Der US-Renditevorteil bleibt verringert. Daher werden mögliche Gewinne der US-Währung vermutlich endlich

	aktuell*	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
US-Dollar / Euro	1,07	1,05	1,05	1,10	1,10
* 06.02.2023					

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



sein, die Wiederaufnahme des Höhenflugs ist unwahrscheinlich. Gegen Jahresende dürfte der **Euro-Dollar-Kurs um 1,10** notieren.

Helaba Konjunkturprognosen USA

		2021	2022	2023	2024	2022		2023			
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privater Verbrauch*	% gg. Vj. bzw.	8,3	2,8	0,6	1,2	2,3	2,1	-1,2	-0,8	1,0	1,6
	% gg. Vq. saar										
Staatsnachfrage*	% gg. Vj. bzw.	0,6	-0,6	2,0	2,0	3,7	3,7	0,7	2,2	2,1	2,1
	% gg. Vq. saar										
Unternehmensinvestitionen*	% gg. Vj. bzw.	6,4	3,6	2,9	6,9	6,2	0,7	2,9	2,1	4,5	5,9
	% gg. Vq. saar										
Wohnungsbau*	% gg. Vj. bzw.	10,7	-10,7	-16,1	0,2	-27,1	-26,7	-13,3	-10,7	-3,9	0,0
	% gg. Vq. saar										
Exporte*	% gg. Vj. bzw.	6,1	7,2	2,1	2,6	14,6	-1,3	1,0	-3,9	2,0	2,4
	% gg. Vq. saar										
Importe*	% gg. Vj. bzw.	14,1	8,1	-0,1	4,7	-7,3	-4,6	3,7	-0,1	3,4	4,7
	% gg. Vq. saar										
Außenbeitrag*	in %punkten	-0,7	0,4	1,2	-0,6	3,3	0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj. bzw.	5,9	2,1	0,5	1,8	3,2	2,9	-2,0	-1,1	1,4	1,8
	% gg. Vq. saar										
Arbeitslosenquote	%	5,4	3,6	4,2	4,4	3,5	3,6	3,6	4,1	4,5	4,5
Sparquote	%	12,0	3,3	4,8	6,0	2,7	2,9	3,8	4,8	5,2	5,3
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	4,7	8,0	3,7	2,5	8,3	7,1	5,4	3,7	3,0	2,9
ohne Energie & Nahrungsmittel	% gg. Vj.	3,6	6,1	4,2	2,5	6,3	6,0	5,3	4,6	3,7	3,2
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-3,6	-3,9	-3,0	-3,1	-	-	-	-	-	-
Haushaltssaldo**	% am BIP	-12,3	-5,0	-4,8	-4,7	-	-	-	-	-	-

* in chained Dollars von 2012, ** Bundesebene einschl. Sozialversicherungen (NIPA-Abgrenzung), saar = "seasonally adjusted annual rate"

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory, grau hinterlegte Fläche: Prognose



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.