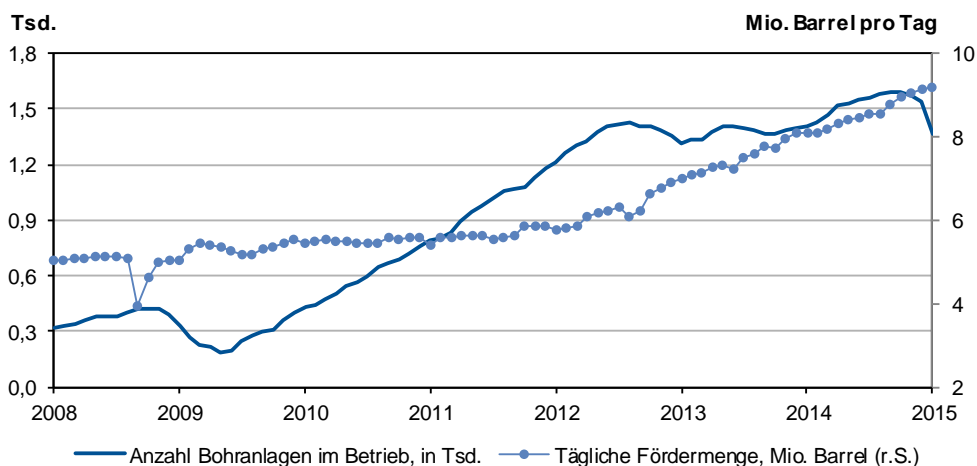


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die US-Wirtschaft ist im vierten Quartal 2014 um 0,7 % zum Vorquartal gewachsen, nachdem sie im dritten Quartal um 1,2 % zulegen konnte. Haupttreiber war erwartungsgemäß wie im dritten Quartal 2014 (+0,8 %) der private Konsum, der um 1 % ansteigen konnte. Die Investitionstätigkeit verlor hingegen an Dynamik. So waren die Ausrüstungsinvestitionen um 0,5 % rückläufig, nach einem kräftigen Zuwachs um 2,6 % im dritten Quartal. Der starke Konsum ging mit einem deutlichen Anstieg der Importe einher. Die Einfuhren stiegen im Vergleich zum dritten Quartal um über 2 %, während die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen um nur 0,7 % zulegen konnten. **Fallender Ölpreis und aufwertender US-Dollar stärken die reale Kaufkraft der US-Konsumenten, beeinträchtigen aber aufgrund gesunkener Investitionsmöglichkeiten und schwacher Exportnachfrage die Angebotsseite der USA.** Dieser Trend sollte sich fortsetzen. Da der private Konsum allerdings immer noch fast 70 % des US-BIP ausmacht, lassen diese Entwicklungen nicht unbedingt ein schwaches Wirtschaftswachstum erwarten, sondern eher eine Verschlechterung der US-Leistungsbilanz. Abbildung 1 veranschaulicht, dass der fallende Ölpreis sich zunehmend in der US-Angebotsseite von Öl spiegelt.

Abb. 1: USA: Anzahl Bohranlagen im Betrieb und tägliche Fördermenge



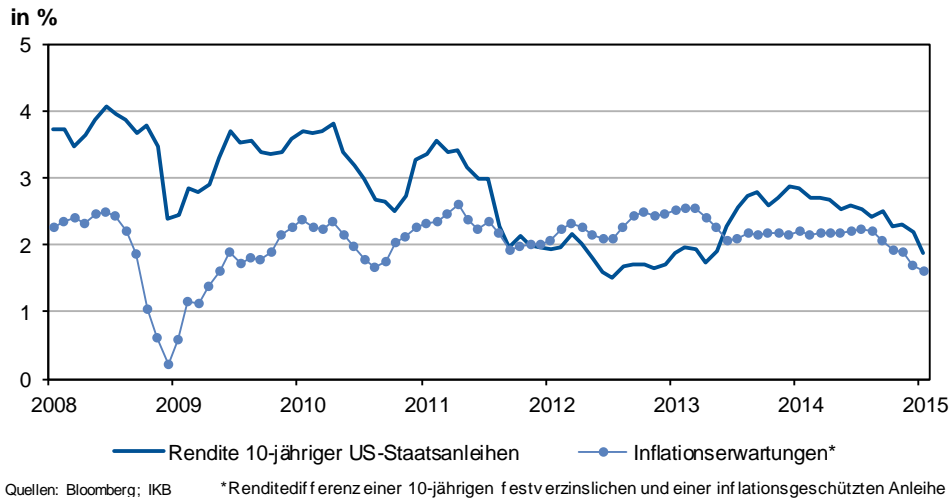
Quellen: EIA; Baker Hughes; IKB

Im letzten Jahr ist die US-Wirtschaft um 2,4 % gewachsen, und die Fed hat im Verlauf des Jahres ihr Aufkaufprogramm zurückgefahren. Nun stellt sich die Frage, ob das Wachstum im laufenden Jahr ausreichend stark sein wird, damit die US-Notenbank in 2015 die Zinswende einläutet. Aktuelle Frühindikatoren deuten mehr und mehr darauf hin, dass die US-Wirtschaft womöglich im ersten Quartal 2015 an Dynamik verlieren könnte. Der ISM-Index ebenso wie die Auftragseingänge im Dezember haben enttäuscht. Zwar befindet sich der ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe oberhalb der kritischen Marke von 50 Punkten, allerdings ist der Index im Januar überraschend zurückgegangen. Die Indikatoren repräsentieren die Angebotsseite der USA und könnten deshalb besonders negativ von fallendem Ölpreis bzw. aufwertendem US-Dollar beeinflusst sein. Und auch die gestern veröffentlichten Arbeitsmarktzahlen konnten die aufkommende Skepsis zur US-Wachstumsdynamik nicht beseitigen. Gemäß dem Dienstleister ADP hat der US-Privatsektor im Januar 213 Tsd. Stellen geschaffen. Das ist zwar ein solider Anstieg, allerdings auch erneut ein Konjunkturindikator, der schwächer ausfällt als erwartet. Offizielle Beschäftigungszahlen und Arbeitslosenquote (aktuell bei 5,6 %) werden am Freitag veröffentlicht.

Die Fed macht sich über die jüngsten Entwicklungen weniger Sorgen. In ihrem letzte Woche veröffentlichten Protokoll der letzten FOMC-Sitzung bestätigt sie einen soliden Wachstumspfad für Wirtschaft und Arbeitsmarkt. Dennoch betonte die Fed, dass sie sich bei ihrer Zinswende Zeit lassen kann, da es keinen kurzfristigen Inflationsdruck zu geben scheint. Zudem sorgt die Dollar-Stärke für Diskussionen bei der Fed. Konjunktur läuft zwar nicht schlecht, aber damit die Fed ihre Zinswende in 2015 einleitet, wird sie sich weiter verbessern müssen, da die US-Notenbank eine reaktive Strategie verfolgt. Trotz Nullzinsen steht eine von der Konjunkturlage unabhängige Normalisierung der Geldpolitik nicht zur Debatte. Im Gegenteil: Zweifel an der Robustheit der US-Wirtschaft wird die Fed als Anlass für weitere Verzögerungen nehmen. Deshalb sind auch die aktuellen Konjunkturdaten entscheidend.

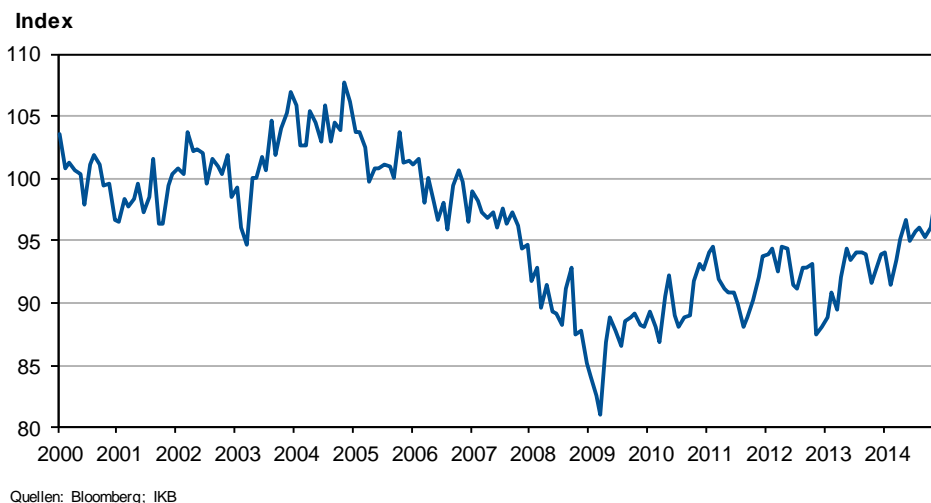
Die Konsenserwartung für das BIP-Wachstum in 2015 liegt bei 3,1 %. Dafür müsste die US-Wirtschaft im diesem Jahr um durchschnittlich ca. 0,7 % pro Quartal wachsen. Doch werden die USA in naher Zukunft Konjunkturdaten liefern, die nicht nur ein solides Wachstum zeigen, sondern auch Kontinuität, um die Fed zu überzeugen? Das Niveau der Langfristzinsen lässt Zweifel aufkommen. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen ist seit November um rund 50 bp auf aktuell 1,8 % gefallen – und das, obwohl die Fed ihr Aufkaufprogramm eingestellt hat. Die Erwartungen von Zinsanhebungen der Fed in 2015 sind somit deutlich zurückgegangen. Abbildung 2 zeigt den Verlauf von US-Langfristzinsen und Inflationserwartungen.

Abb. 2: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und Inflationserwartungen des Marktes



Hat sich das Konjunkturrisiko wirklich erhöht? Dagegen spricht die Entwicklung des NFIB-Index, der die Stimmung mittelständischer US-Firmen abbildet. Der Index bewegte sich für Jahre unter seinem Vorkrisenniveau. Abbildung 3 verdeutlicht aber, dass sich der NFIB-Mittelstandsindex in jüngster Zeit spürbar erholt hat. Nächste Woche steht die Veröffentlichung des Januar-Wertes an; erwartet wird ein weiterer Anstieg; ein Beleg, dass sich die Stimmung der mittelgroßen US-Firmen weiter verbessert hat. Würde der Index jedoch ebenfalls nachgeben, wäre dies ein weiteres Indiz dafür, dass die Angebotsseite der US-Wirtschaft und damit auch das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2015 enttäuschen könnten. Die Erwartung, dass keine Zinswende in 2015 erfolgt, würde sich dann weiter festigen.

Abb. 3: NFIB-Mittelstandsindex



Implikationen für die Euro-Zone: Eine Abkühlung der US-Konjunktur ist das Letzte, was Euro-Zone und EZB brauchen. Der Erfolg des EZB-Aufkaufprogramms beruht auf einer Abwertung des Euro und anziehender globaler Nachfrage. Beides benötigt eine robuste US-Konjunktur, die den globalen Wachstumsmotor stützt und der Fed den Raum gibt, durch Zinsanhebungen eine deutlich divergierende Geldpolitik zur EZB einzuleiten. Das würde den Euro weiter abwerten lassen. Kommen Zweifel über die US-Erhholung auf, wird es die EZB schwer haben, den Euro auf dem aktuellen Niveau zu halten, geschweige denn einen niedrigeren Kurs ([siehe auch IKB Kapitalmarkt-News vom 3. Februar 2015](#)) durchzusetzen. Somit hat zwar das Ausmaß des EZB-Aufkaufprogramms die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung bis hin zur Parität erhöht. Die jüngsten US-Konjunkturdaten relativieren jedoch diese Möglichkeit.

Fazit: Die Aufwertung des US-Dollar und fallende Ölpreise stützen die US-Nachfrage, während die Angebotsseite der Wirtschaft belastet wird. Das lässt sich aus den jüngsten US-BIP-Zahlen und -Konjunkturindikatoren ablesen. Letztere deuten seit Januar auf eine mögliche Wachstumsverlangsamung im ersten Quartal 2015 hin. Auftragseingänge, ISM-Index und Arbeitsmarktzahlen bergen zwar nicht unbedingt ein hohes Konjunkturrisiko. Etwas enttäuscht haben die Zahlen allerdings schon, was die Möglichkeit erhöht, dass die Fed in 2015 nur sehr begrenzt an der Zinsschraube drehen wird. Dann würde auch die EZB weniger erfolgreich darin sein, mit ihrem Aufkaufprogramm den Euro abzuwerten. Noch liegen die Prognosen für das US-Wachstum für 2015 bei 3,1 %. Allerdings scheint bereits die Vermutung einer temporären Wachstumsdelle für die Fed auszureichen, ihre Zinswende nicht einzuleiten bzw. zu verschieben. Aktuelle Indikatoren aus den USA sprechen somit gegen Parität von Euro und US-Dollar. Entsprechend deuten die jüngsten US-Konjunkturdaten und insbesondere die zögerliche Haltung der Fed auch auf ein erhöhtes Konjunkturrisiko für die Euro-Zone hin. Noch erwartet die IKB erste Zinsanhebungen der Fed in der zweiten Jahreshälfte 2015 und eine weitere Abwertung des Euro. Diese Einschätzung ist allerdings nur mit sich stabilisierenden bzw. verbessernden US-Konjunkturdaten haltbar.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

5. Februar 2015

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg