FERI Investment Research

Jahresausblick 2018

Konjunktur und Anlagemärkte

Mehr erkennen.
Mehr erreichen.

Jahresausblick 2018 für Konjunktur und Anlagemärkte

1. Synchroner Aufschwung der Weltwirtschaft, aber zunehmende Risiken

Der solide Aufschwung der Weltwirtschaft, der sich über die meisten wesentlichen Regionen erstreckt, setzt sich zunächst fort. Jedoch gibt es klar identifizierbare Risiken: Neben dem grundsätzlichen Problem einer anhaltend **hohen Verschuldung** in fast allen Ländern sind dies vor allem ein deutlicher **Rückgang der Wachstumsdynamik in China** und die risikobehafteten Folgen einer graduellen **Rücknahme der expansiven Geldpolitik** seitens großer Notenbanken. Hinzu kommt, dass der konjunkturelle Aufschwung in den USA klar in einer **Spätphase** ist. ⇨ vgl. Abb. 1

Das „Goldilocks-Szenario" einer robust wachsenden Weltwirtschaft mit Gewinnwachstum, niedrigen Zinsen und einer freundlichen Geldpolitik bietet den globalen Aktienmärkten zunächst noch eine gute Unterstützung. Aufgrund der bestehenden Risiken wird dieses Szenario aber im Jahresverlauf zunehmend unter Beschuss geraten. Dies legt eine neutrale, aber klar risikobewusste Grundausrichtung der Anlage nahe.

2. Globale Notenbanken mit Rückgang der Liquiditätsausweitung und verstärkten Divergenzen

Die US-Zentralbank setzt ihren Kurs einer vorsichtigen **Straffung der Geldpolitik** fort: Der wahrscheinlichen Zinsanhebung im Dezember folgen weitere Zinserhöhungen im Laufe des Jahres 2018. Darüber hinaus sinkt die Bilanz der Fed infolge des Verzichts auf Reinvestition auslaufender Wertpapiere aus ihrem Bestand im Laufe des Jahres 2018 um etwa 450 Mrd. Dollar. Demgegenüber bleibt der Leitzins der EZB bei Null und die Bilanz der EZB steigt trotz der Halbierung des Volumens der Wertpapierkäufe um weitere rund 300 Mrd. Euro bis zum Jahresende 2018 an. Auch die Bank of Japan setzt ihre Politik eines „Inflation Targeting" fort und bleibt damit bei einer ausgesprochen expansiven Geldpolitik. ⇨ vgl. Abb. 2

Die unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitik insbesondere zwischen den USA einerseits und Europa sowie Japan andererseits ist nicht problemlos und könnte zu einer erhöhten Volatilität an den Märkten führen. Hinzu kommen aus Marktsicht absehbar nachteilige Effekte einer zumindest tendenziellen Drosselung der bisherigen Liquiditätszufuhr von Seiten großer Notenbanken.

3. Generell (leicht) zunehmende Inflationserwartungen und global steigende Zinstendenz

Der Aufschwung der Weltwirtschaft führt tendenziell zu besser ausgelasteten Kapazitäten. Zwar wird das Lohnwachstum weiterhin durch Digitalisierung, Globalisierung und niedriges Produktivitätswachstum gedämpft. Wir rechnen aber infolge weiter sinkender Arbeitslosigkeit mit einem moderaten **zyklischen Anstieg der Löhne**. Beide Faktoren führen zu einer tendenziell steigenden Kerninflationsrate spätestens ab dem Frühjahr 2018. Zusammen mit der restriktiveren Geldpolitik der Fed führt dies weltweit zu einem im Vergleich zu heute tendenziell erhöhten Zinsniveau und ansteigenden Zinstrend. Der Zins für 10-jährige US-Staatsanleihen könnte sich 2018 auf ca. 3% oder leicht darüber bewegen. ⇨ vgl. Abb. 3

Anlagen in den globalen Rentenmärkten bleiben vor diesem Hintergrund latent belastet und sollten eine neutrale Gewichtung nicht übersteigen. Größere Belastungen für diese Assetklasse können aus der Materialisierung deutlicher Inflationsrisiken resultieren. Zudem wäre ein deutlicher Anstieg der Zinsen für 10-jährige US-Staatsanleihen auf über 3% ein signifikanter Belastungsfaktor für globale Aktienmärkte (Stichwort: Relative Bewertung).

4. Mögliches Comeback des US-Dollar

Die maßgeblichen Faktoren, die im Jahr 2017 den Dollar geschwächt haben, sind in den Wechselkursen inzwischen **weitestgehend eingepreist**. Die Straffung der Geldpolitik durch die Fed und die gleichzeitig anhaltend expansive Geldpolitik anderer Notenbanken führt zu steigenden Zinsen in den USA und tendenziell größeren Zinsunterschieden zwischen den USA und anderen Regionen. In die gleiche Richtung wirkt auch die inzwischen offenbar absehbare US-Steuerreform, was für die USA eine Kombination aus expansiverer Fiskalpolitik und tendenziell restriktiverer Geldpolitik impliziert. Dies führt dazu, dass der Dollar im Vergleich zu anderen Währungen attraktiver wird. Insbesondere der Yen wird relativ zum Dollar zur Schwäche neigen. Auch der Euro gerät 2018 strukturell und markttechnisch eher unter Druck. ⇨ vgl. Abb. 4

Ein festerer US-Dollar ist für 2018 zunehmend plausibel. Mögliche negative Implikationen eines (zu) starken USD (z.B. auf Schwellenländer) sollten in der Anlagestrategie Berücksichtigung finden.

5. Weiterhin signifikante geopolitische Risiken

Das vorläufige Abebben der Populismus-Welle infolge der Wahlen in Europa im laufenden Jahr bedeutet nicht das Ende **(geo-)politischer Risiken**. Die Nordkorea-Krise, die Unberechenbarkeit von Donald Trump, mögliche Konflikte mit einer auch außenpolitisch immer selbstbewusster agierenden Weltmacht China und die weiterhin ungelösten Konflikte im Nahen Osten dürften die politische Unsicherheit im Jahr 2018 erhöhen. Auch die offensivere Politik-Ausrichtung **Saudi-Arabiens** verdient Beachtung, zumal regionale Rivalitäten (Iran) erstmals seit langem wieder relativ offen ausgetragen werden. In Europa bergen latente (ungelöste) **Spannungsfelder innerhalb der Währungsunion**, die anstehenden (unsicheren) Wahlen in Italien und die (abnehmende) Möglichkeit eines ungeordneten BREXIT das Risiko politischer und struktureller Verspannungen. ⇨ vgl. Abb. 5

Die Welt bleibt auch 2018 unsicher und volatil, mit der Folge politischer Überraschungen und erratischer Marktbewegungen. Der graduelle Rückzug großer Notenbanken als wichtiger Quelle für „monetäre Beruhigung" trägt zu einer Verstärkung politisch induzierter Marktausschläge bei. Dies macht die strategische Anlagepolitik zwar schwieriger, bietet aber auch attraktive Opportunitäten (z.B. Energiewerte bei Verspannungen im Nahen Osten). Eine strategische Gold-Position im Portfolio scheint vor diesem Hintergrund angebracht.

6. Partielle Überhitzung an den Immobilienmärkten

Die in den vergangenen Jahren erfolgte und weiter anhaltende massive Liquiditätsausweitung seitens der Notenbanken schlägt sich inzwischen zunehmend in Tendenzen einer **„Asset Price Inflation“** nieder. Traditionell sind davon insbesondere Immobilienmärkte stark betroffen. Ausdruck dessen sind klare **Überhitzungserscheinungen** auf den Immobilienmärkten in Australien, Neuseeland, Kanada, Norwegen und zumindest teilweise auch in Deutschland. Zinsanstiege, die wir für wahrscheinlich halten, könnten der Aufwärtsentwicklung an den Immobilienmärkten ein abruptes Ende bereiten, was im Einzelfall (z.B. Kanada) auch das zugehörige Bankensystem in Mitleidenschaft ziehen würde. ⇨ vgl. Abb. 6

Eine Umkehr der Entwicklung an den Immobilienmärkten könnte nicht nur belastend auf andere Anlageklassen wirken, sondern auch neue Schieflagen im Finanzsektor auslösen. Dieser Faktor stellt somit ein generell stabilitätsgefährdendes Risiko für die Anlagemärkte dar.

7. USA: Konjunktur in Spätzyklik, fiskalpolitischer Impuls könnte zu Überhitzung führen

Das solide Wachstum der US-Wirtschaft wird sich vorerst fortsetzen. Die konjunkturelle Entwicklung zeigt aber klare Anzeichen von **Spätzyklik.** In einer solchen Situation könnte eine Steuerreform, deren Verabschiedung inzwischen in greifbare Nähe gerückt ist, kontraproduktive Wirkungen entfalten: Der zusätzliche fiskalische Impuls bei weitgehend ausgelasteten Kapazitäten birgt die Gefahr einer **Überhitzung**. Folge wäre ein inflatorischer Impuls und eine nochmals verschärfte Gangart der Fed und damit die Gefahr, dass der Aufschwung durch höhere Zinsen beendet wird. Wir halten es allerdings für wahrscheinlich, dass ein solches Szenario erst im Jahr 2019 realistisch wird. ⇨ vgl. Abb. 7

US-Aktien werden zwar durch den andauernden Aufschwung und durch steuerliche Entlastungen der Unternehmen unterstützt. Angesichts des inzwischen erreichten hohen Bewertungsniveaus, der Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung und einer tendenziell zunehmend dämpfend auftretenden Notenbank erscheinen sie aber weitgehend ausgereizt.

8. USA: Fed setzt Kurs der Straffung der Geldpolitik fort

Der US-Arbeitsmarkt befindet sich weitgehend im Zustand der **Vollbeschäftigung**. Weitere Beschäftigungsgewinne schlagen sich trotz weiterhin bremsender Strukturfaktoren in höheren Lohnsteigerungen nieder. Die Inflation dürfte nach einem statistisch bedingten Absinken zu Beginn des Jahres im weiteren Jahresverlauf über die 2%-Marke steigen. Die Fed behält auch unter Jerome Powell grundsätzlich ihren Kurs eines vorsichtigen und **moderaten Ausstiegs** aus der expansiven Geldpolitik bei. Sie reagiert auf die steigenden Inflationsraten bzw. Inflationserwartungen im Laufe des Jahres mit **mehreren Zinsanhebungen** (bis zu 3) und reduziert darüber hinaus ihre Bilanz um etwa 450 Mrd. Dollar. ⇨ vgl. Abb. 8

Steigende Inflationserwartungen und die Geldpolitik der Fed führen zu steigenden Zinsen und drücken die Wertentwicklung von US-Hochbonitätsanleihen. Auch bei dieser Assetklasse ist maximal eine neutrale Gewichtung sinnvoll.

9. China: Abgeschwächte Wachstumsdynamik, signifikante mittel- und langfristige Risiken

Die Geld- und Kreditverknappung in der jüngeren Vergangenheit wird sich in den kommenden Quartalen in einer spürbaren **Abschwächung der Wachstumsdynamik Chinas** niederschlagen. Wir gehen aber davon aus, dass die Jahreswachstumsrate oberhalb der 6%-Marke verbleibt. Abzusehen ist eine weitergehende Zentralisierung und Verstärkung der Kontrolle der Wirtschaft durch die Partei. Grundlegende marktwirtschaftliche Reformen sind nicht zu erwarten. Darüber hinaus bestehen hinsichtlich des weiteren wirtschaftspolitischen Kurses der chinesischen Führung hohe **Unsicherheiten**. Für wahrscheinlich halten wir fortgesetzte Versuche, eine Balance zwischen der Bekämpfung von Fehlallokationen einerseits und der Stützung des Wachstums mittels Geld- und Fiskalpolitik andererseits zu erreichen. Dennoch bleibt ein deutlicher Einbruch der wirtschaftlichen Dynamik Chinas eine realistische Option, und zwar auf zweierlei Weise: Erstens bergen die bestehenden und möglicherweise sogar weiter wachsenden **Ungleichgewichte** grundsätzlich das Risiko einer eruptiven Entladung, die zu einer Krise größeren Ausmaßes führen würde. Zweitens hätten aber auch umfassendere Reformen innerhalb des Sektors der Staatsunternehmen und ein forcierter Schuldenabbau deutlich negative Auswirkungen auf das Wachstum. Beides zöge negative Konsequenzen für die Weltwirtschaft nach sich – folglich bleibt die Entwicklung in China vorerst das **größte Risiko** für einen fortgesetzten weltwirtschaftlichen Aufschwung. ⇨ vgl. Abb. 9

Die hohe Unsicherheit über die weitere Entwicklung Chinas, insbesondere das Szenario eines größeren Einbruchs der Wachstumsdynamik, ist eines der wichtigsten Risikoszenarien 2018. Es würde die Fortsetzung eines grundsätzlich positiven Umfelds für weltweite Aktien in Frage stellen und könnte zum Auslöser größerer Korrekturen an den globalen Finanzmärkten werden. Rückläufige Immobilienpreise in vielen Regionen Chinas senden bereits zunehmende Signale einer Abschwächung 2018. Anlagen in China, speziell in Aktien, setzen vorerst eine hohe Risikobereitschaft voraus.

10. Euroraum: Anhaltend starke Wirtschaftsdynamik

Die Triebkräfte des robusten Aufschwungs im Euroraum (günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, weltwirtschaftlich freundliches Umfeld und das Auslaufen fiskalischer Konsolidierungsmaßnahmen) bleiben vorerst erhalten. Die binnenwirtschaftliche Basis für den Aufschwung wird aufgrund sinkender Arbeitslosenzahlen und daraus resultierender Impulse für den privaten Verbrauch stabiler. Allerdings wirkt die im Jahr 2017 erfolgte Aufwertung des Euro dämpfend auf die Exporte, und das außenwirtschaftliche Umfeld wird unsicherer. Ergebnis ist ein **leicht gedämpftes Wachstum** im Vergleich zu 2017. ⇨ vgl. Abb. 10

Das Potenzial für europäische Aktien bleibt positiv, solange die Kombination von positiven Fundamentaltrends und offensiver Geldpolitik erhalten bleibt. Mögliche Belastungsszenarien für europäische Aktien würden aus einer deutlichen Verlangsamung Chinas, einer anhaltenden Euro-Stärke oder erneuten politischen Risiken (z.B. ausgelöst durch die Italien-Wahlen) resultieren.

11. Euroraum: EZB weiterhin expansiv, aber mit gedrosseltem Tempo

Die Kerninflationsrate im Euroraum wird moderat steigen, auf absehbare Zeit aber unterhalb der von der EZB angestrebten 2%-Marke bleiben. Von dieser Seite besteht für die EZB kein unmittelbarer Handlungsdruck zur Änderung der Geldpolitik. Wegen zunehmendem politischen Gegenwind und technischen Zwängen reduziert die EZB ab Januar 2018 das Volumen ihrer Wertpapierkäufe auf 30 Mrd. Euro monatlich. Wir rechnen damit, dass das QE-Programm mindestens bis Ende des Jahres 2018 (mit nochmals reduziertem Volumen ab Oktober) fortgeführt und der Leitzins frühestens im Jahr 2019 angehoben wird. Die Liquiditätszufuhr seitens der EZB wird damit zwar geringer, die Geldpolitik bleibt aber expansiv ausgerichtet. ⇨ vgl. Abb. 11

Moderat steigende Inflationsraten und eine verringerte Liquiditätszufuhr seitens der EZB bewirken zusammen mit dem transatlantischen Zinszusammenhang auch im Euroraum ein eher ungünstiges Umfeld für Staatsanleihen. Wir rechnen mit leicht steigenden Anleiherenditen. EWU-High-Yield-Anleihen sind angesichts sehr niedriger Risikoaufschläge ausgereizt und sollten untergewichtet werden.

12. Euroraum: Anhaltende strukturelle Schwächen und politische Risiken

Die **strukturellen Schwächen des Euroraums** werden durch den laufenden Aufschwung nicht beseitigt. Die anhaltende Heterogenität der wirtschaftlichen Entwicklung, die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft einiger Länder, die weiterbestehende Fragilität des Bankensektors und Defizite im institutionellen Rahmen erfordern eine deutliche Weiterentwicklung der Währungsunion. Der Wahlsieg Macrons in Frankreich hat dafür zwar Impulse gegeben, zugleich aber die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass diese Weiterentwicklung in eine stärkere **Vergemeinschaftung von Risiken** und möglicherweise auch Schulden und damit in größere finanzielle Belastungen Deutschlands mündet („Transferunion“). Die absehbare Schwäche einer neuen deutschen Regierung lässt hier vorerst weder eigene Konzepte noch einen ernstzunehmenden Gegenentwurf erwarten. ⇨ vgl. Abb. 12

Der Euroraum profitiert derzeit noch stark von der monetären „Ruhigstellung“ durch die EZB; ernsthafte Reformansätze sind deshalb weiter Mangelware. Das Risiko eines Euro-Breakup steht zwar 2018 nicht auf der Tagesordnung, bleibt aber ein mögliches Zukunftsszenario. Deutsche Staatsanleihen würden in einem solchen Szenario als „sicherer Hafen“ fungieren, zumal ein Auseinanderbrechen der Währungsunion mit erheblichen Wechselkursgewinnen für die deutsche Währung verbunden wäre. Die Anfang 2018 anstehende Wahl in Italien (mit stark Euro-skeptischem Unterton) könnte bereits erste Schritte in ein solches Szenario auslösen.

13. Großbritannien: Gefahr eines ungeordneten BREXIT steigt

Die britische Regierung agiert in den laufenden Verhandlungen zum Austritt des Landes aus der EU ohne erkennbaren Plan, wie sie die Beziehungen zur EU in Zukunft gestalten möchte und auf welchem Wege dieses Ziel zu erreichen wäre. Strukturell befindet sie sich gegenüber der EU in einer klar **schwächeren Verhandlungsposition**. Wir gehen zwar davon aus, dass der zunehmende Zeitdruck und die absehbar katastrophalen Folgen eines ungeordneten BREXIT für beide Seiten schließlich ein Verhandlungsergebnis erzwingen (worauf der letzte Stand der Gespräche hindeutet), halten aber **Politikfehler** weiterhin für möglich. Daraus ergibt sich eine erhebliche Unsicherheit mit Blick auf Investitionen in UK. Das Wachstum der britischen Wirtschaft wird deshalb auch im Jahr 2018 bestenfalls moderat ausfallen. ⇨ vgl. Abb. 13

Das Potenzial für britische Aktien ist angesichts unsicherer Aussichten begrenzt, auch wenn sich die Werte global agierender Unternehmen von der Entwicklung der britischen Wirtschaft abkoppeln können. Die BREXIT-Folgen dürften im Wechselkurs des Pfunds inzwischen weitgehend eingepreist sein, die Aussicht auf einen ungeordneten BREXIT könnte aber einen neuerlichen Abwertungsschub auslösen.

14. Japan: Verbesserte Wachstumsaussichten bei anhaltend expansiver Geldpolitik

Japan scheint eine längere Periode mit sehr niedrigen Wachstumsraten fürs Erste überwunden zu haben. Die fortgesetzt expansive Fiskal- und vor allem Geldpolitik entfaltet offenbar Wirkung in Richtung eines nachhaltigeren positiven Wachstumspfades. Wir rechnen vorerst mit einer weiter **positiven Konjunkturdynamik** in Japan. Sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik bleiben expansiv ausgerichtet. Langfristig bergen allerdings die demographische Entwicklung und die exorbitant hohe Staatsverschuldung **hohe Risiken**, falls keine strukturellen Gegenmaßnahmen erfolgen. ⇨ vgl. Abb. 14

Japanische Aktien profitieren ökonomisch von der konjunkturellen Belebung und deutlichen Gewinnzuwächsen, monetär von der Yen-Abwertung und einer anhaltend expansiven Geldpolitik.

15. Emerging Markets: Höhere Risiken

Die Wachstumsaussichten für die meisten Schwellenländer bleiben **positiv**. Die schwächere Wirtschaftsdynamik Chinas wirkt sich 2018 jedoch **dämpfend** aus. China durchlief 2017 in zahlreichen konsumnahen Sektoren graduelle Überhitzungstendenzen, die sich 2018 abschwächen dürften. Ein stärkerer Dollar begünstigt erneute Kapitalabflüsse aus den Emerging Markets. Die damit verbundene Abwertung der Schwellenländerwährungen legt den Blick frei auf anhaltende **Strukturprobleme** in vielen Ländern. Protektionistische Eingriffe in den Welthandel sind ein weiteres Risiko. ⇨ vgl. Abb. 15

Im Hinblick auf Aktien und (Staats-) Anleihen der Schwellenländer ist weiterhin Vorsicht geboten. Nicht zuletzt birgt die gute Wertentwicklung dieser Anlageklasse im abgelaufenen Jahr angesichts der signifikanten Risiken – verstärkt durch einen steigenden US-Dollar und eine mögliche Belastung des Welthandels - erhebliche Rückschlagpotenziale. Die Differenzierung zwischen einzelnen Ländern und ein sehr selektiver Investmentansatz werden 2018 noch wichtiger.

16. Rohstoffe: Rohölpreise von günstigen Fundamentaldaten gestützt

Die Einhaltung der von der OPEC und ihren Verbündeten beschlossenen **Angebots-begrenzungen**, das solide weltwirtschaftliche Wachstum und sinkende Lagerbestände führen tendenziell zu stabilen bzw. leicht steigenden Preisen für konjunktursensitive Rohstoffe, darunter Rohöl, Kupfer und andere Industriemetalle. Einem zu starken Anstieg des Ölpreises sind allerdings dadurch Grenzen gesetzt, dass die US-Produzenten dann (mit zeitlicher Verzögerung) ihr Angebot erneut deutlich ausweiten dürften. **Nachfragerisiken** für Kupfer und andere Industriemetalle resultieren 2018 aus einer Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft. ⇨ vgl. Abb. 16

Der Rohölausblick für 2018 ist moderat positiv. Aufgrund der absehbaren Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft sollten Industriemetalle maximal neutral gewichtet werden.

Was wären darüber hinaus 2018 mögliche Überraschungen?

(Einige denkbare Szenarien für „Grey Swans“)

1. **Neue Finanzkrise, ausgehend von China**

   Die chinesische Führung unter Xi Jinping verschärft ihren Kurs der monetären Drosselung, um den weiteren Anstieg der immensen Verschuldung zu bremsen und bestehende Ungleichgewichte abzubauen. Die Abschwächung der Wirtschaftsdynamik führt zur Notlage vieler Schuldner und löst damit eine Finanzkrise in China aus. Gegenmaßnahmen seitens der Regierung kommen zu spät oder verfehlen die beabsichtigte Wirkung. Chinas Wirtschaft gerät in einen starken Abwärtssog (BIP-Wachstum unterhalb von 4%). Die Krise in China wirkt unmittelbar negativ auf viele Schwellenländer (vor allem Rohstofflieferanten), aber auch auf die Industrieländer. Der globale Wirtschafts-aufschwung findet ein abruptes Ende und mündet in einen Abschwung.

   Ein solches Szenario würde die Aussichten für die Kapitalmärkte grundlegend verschlechtern. Wir glauben, dass die chinesische Führung vorerst über ausreichende Mittel zur Abwehr einer solchen Entwicklung verfügt, geben aber einem Negativ-Szenario eine Wahrscheinlichkeit von 25 %.

2. **Rentenmarkt-Einbruch als Folge steigender Inflation und reduzierter Q.E.-Politik**

   Die gute Beschäftigungslage in den USA schlägt sich in deutlich steigenden Löhnen nieder. Die Inflationserwartungen schnellen nach oben, verbunden mit der Erwartung einer deutlichen Verschärfung der Geldpolitik durch die Fed. Auch für den Euroraum erscheint ein schneller Ausstieg der EZB aus der expansiven Geldpolitik möglich. Gleichzeitig fragen die Notenbanken weltweit infolge der Rückführung der Q.E.-Programme weniger Staatsanleihen nach, als von den Staaten netto emittiert werden. Das Ergebnis ist ein starker Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus innerhalb kurzer Zeit (Rentenmarkt-Crash).

   Auch dieses Szenario bedeutet wegen der Folgewirkungen für die Konjunktur und die Aktienmärkte eine grundlegende Änderung des bislang positiven Kapitalmarktumfelds. Wir geben ihm eine Wahrscheinlichkeit von 20 – 25%.

3. **Deutlicher Anstieg des Ölpreises auf mehr als 75 Dollar/bl.**

   Eine Eskalation der Spannungen insbesondere zwischen Saudi-Arabien und dem Iran, auch mit militärischen Mitteln (z.B. ein neuer „Stellvertreterkrieg“ im Libanon), erhöht die Instabilität der Region. Zusammen mit der bereits umgesetzten Reduzierung der Förderung und einer weiterhin stabilen weltweiten Nachfrage führt dies zu einem deutlichen Anstieg der Ölpreise, zumal die US-Produzenten ihr Angebot nicht schnell genug ausweiten können. Die Folge wäre eine spürbare Eintrübung der konjunkturellen Aussichten (analog zur weltwirtschaftlichen Lage im Frühjahr und Sommer 2008 vor Ausbruch der Finanzkrise) und ein deutlicher Anstieg der Inflation. Letzteres könnte zum Auslöser des im Punkt 2. beschriebenen Szenarios werden oder dieses zusätzlich antreiben.

Die Verschärfung des außenpolitischen Kurses Saudi-Arabiens insbesondere gegenüber Iran findet in der amtierenden US-Administration kein Gegengewicht und möglicherweise sogar (stillschweigende) Unterstützung. Eine destabilisierende Krise der Region mit der Folge stark steigender Ölpreise hat aus unserer Sicht eine Wahrscheinlichkeit von 20 – 25%.

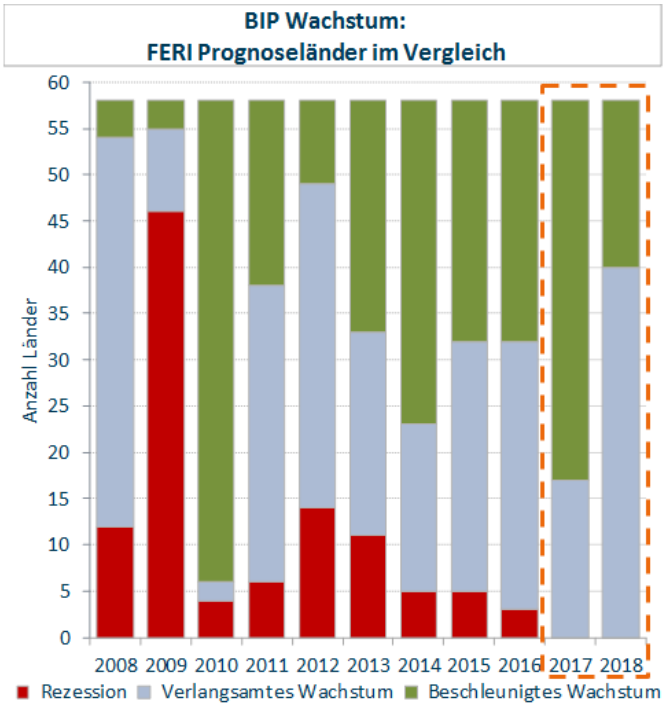
4. Neue politische Fragilität im Euroraum – Anti-Euro Kurs in Italien

Im Euroraum sind die Ursachen für Spannungen weiterhin nicht überwunden. Im Fokus stehen dabei im Jahr 2018 die Parlamentswahlen in Italien. Ein Wahlsieg eurokritischer politischer Kräfte und die Bildung einer Regierung, in der diese Kräfte dominieren, könnte zu einer Aufkündigung europapolitischer Verpflichtungen (etwa mit Blick auf den angestrebten Schuldenabbau) führen und würde wohl erforderliche Einigungen auf institutionelle Weiterentwicklungen der EU bzw. des Euroraums erheblich erschweren. Auch eine Eskalation des Katalonien-Konflikts könnte das politische Klima im Euroraum belasten. Folge wäre eine deutliche Ausweitung der Renditespreads von Staatsanleihen innerhalb des Euroraums und möglicherweise eine neuerliche Ausweitung des Q.E.-Programms der EZB (die ihrerseits zu verschärfter Kritik an der EZB und damit weiteren politischen Spannungen führen dürfte).

Italiens Wirtschaft profitiert derzeit zwar vom Konjunkturaufschwung in Europa, und das geltende Wahlrecht macht einen Sieg der populistischen 5-Sterne-Bewegung sehr unwahrscheinlich. Da aber auch ein Teil der etablierten politischen Parteien Euro-kritisch eingestellt ist, hat eine Verschärfung politischer Krisen im Euroraum eine Wahrscheinlichkeit von 15 – 20%.

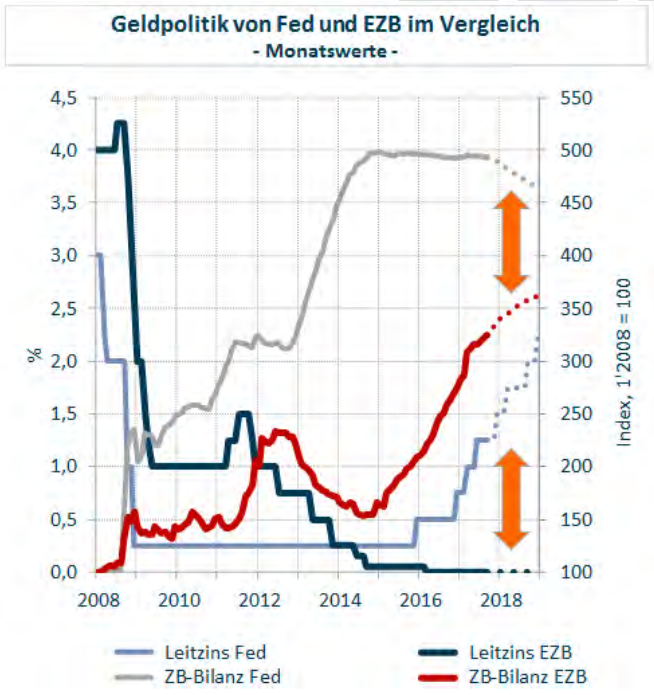
ANHANG (ABBILDUNGEN)

ABB. 1



BIP-Wachstum		
J/J %	Prognose	
	2017	2018
Welt	**3,6**	**3,8**
Euroraum	**2,3**	**2,1**
Deutschland	2,5	2,2
Osteuropa	**2,8**	**2,7**
Russland	1,9	2,3
USA	**2,3**	**2,5**
Lateinamerika	**1,1**	**2,0**
Brasilien	0,4	1,6
Asien /Pazifik	**5,1**	**5,2**
China	6,8	6,4
Japan	1,7	1,4
Indien	6,5	7,9

ABB. 2



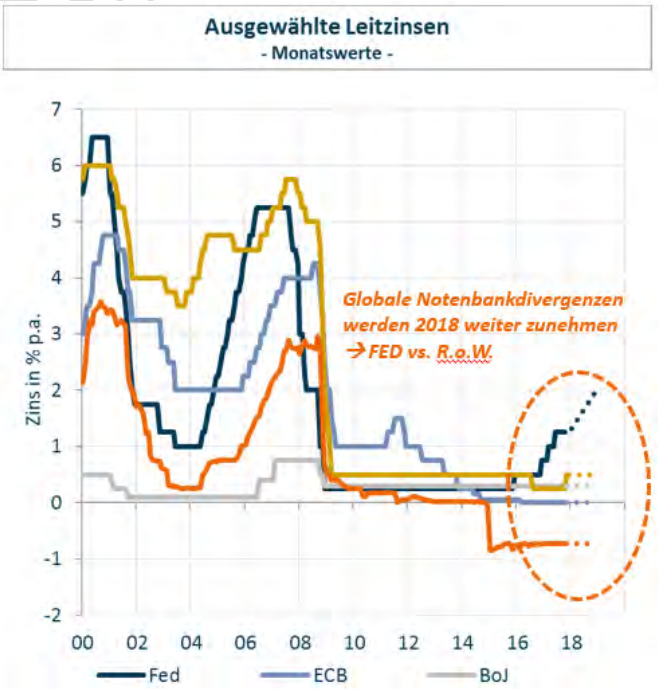
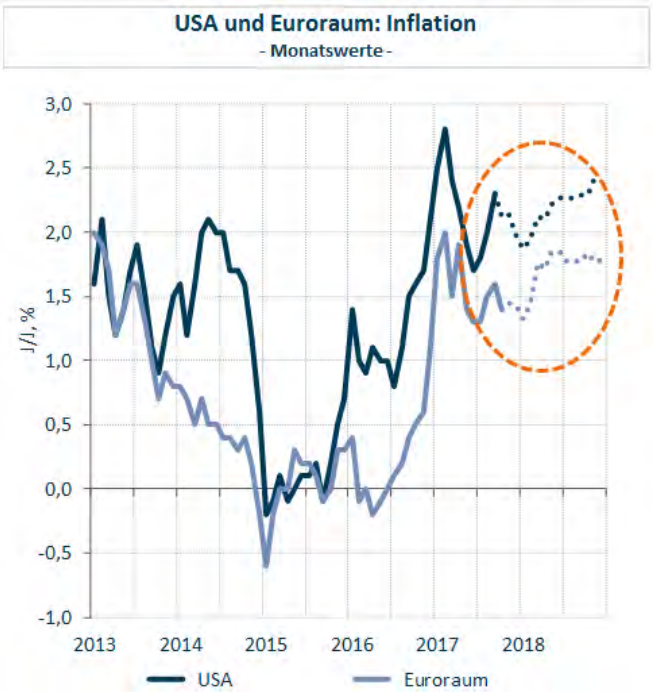


ABB. 3


USA und Euroraum: Inflation
- Monatswerte -
3,0
2,5
2,0
1,5
1,0
0,5
0,0
-0,5
-1,0
J/J, %
2013
2014
2015
2016
2017
2018
USA
Euroraum

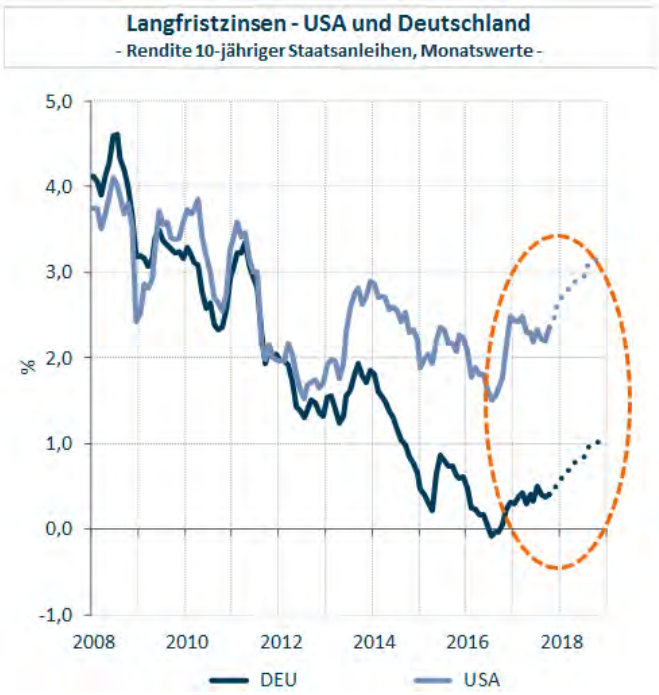
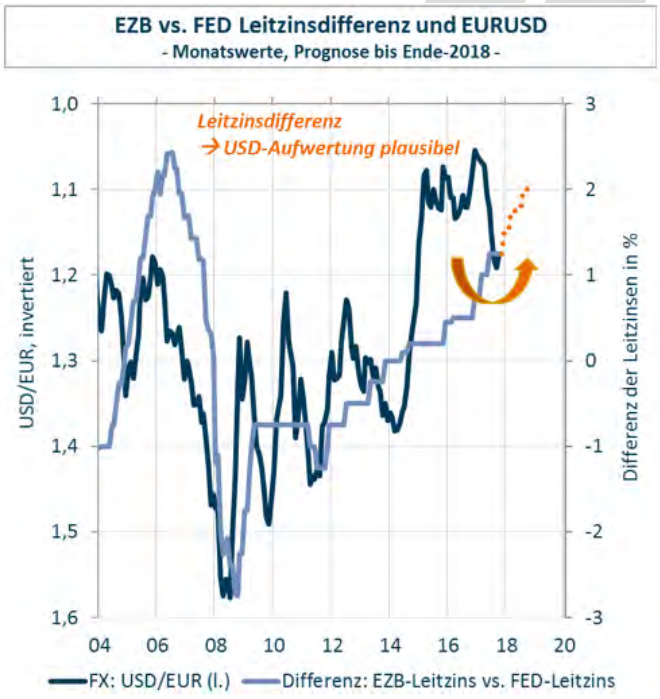

Langfristzinsen - USA und Deutschland
- Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, Monatswerte -
5,0
4,0
3,0
2,0
1,0
0,0
-1,0
%
2008
2010
2012
2014
2016
2018
DEU
USA

ABB. 4


EZB vs. FED Leitzinsdifferenz und EURUSD
- Monatswerte, Prognose bis Ende-2018 -
Leitzinsdifferenz
→USD-Aufwertung plausibel
1,0
1,1
1,2
1,3
1,4
1,5
1,6
USD/EUR, invertiert
3
2
1
0
-1
-2
-3
Differenz der Leitzinsen in %
04
06
08
10
12
14
16
18
20
FX: USD/EUR (l.)
Differenz: EZB-Leitzins vs. FED-Leitzins

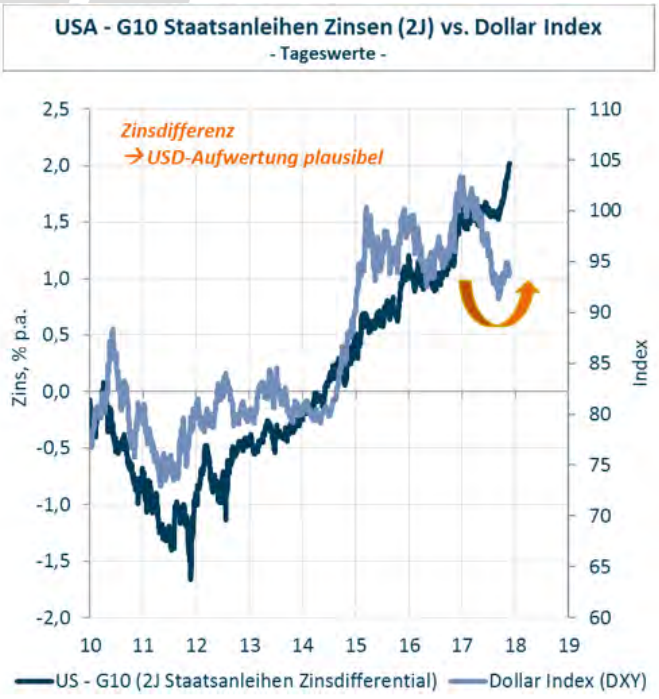

USA - G10 Staatsanleihen Zinsen (2J) vs. Dollar Index
- Tageswerte -
Zinsdifferenz
→USD-Aufwertung plausibel
2,5
2,0
1,5
1,0
0,5
0,0
-0,5
-1,0
-1,5
-2,0
Zins, % p.a.
110
105
100
95
90
85
80
75
70
65
60
Index
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
US - G10 (2J Staatsanleihen Zinsdifferential)
Dollar Index (DXY)

ABB. 5

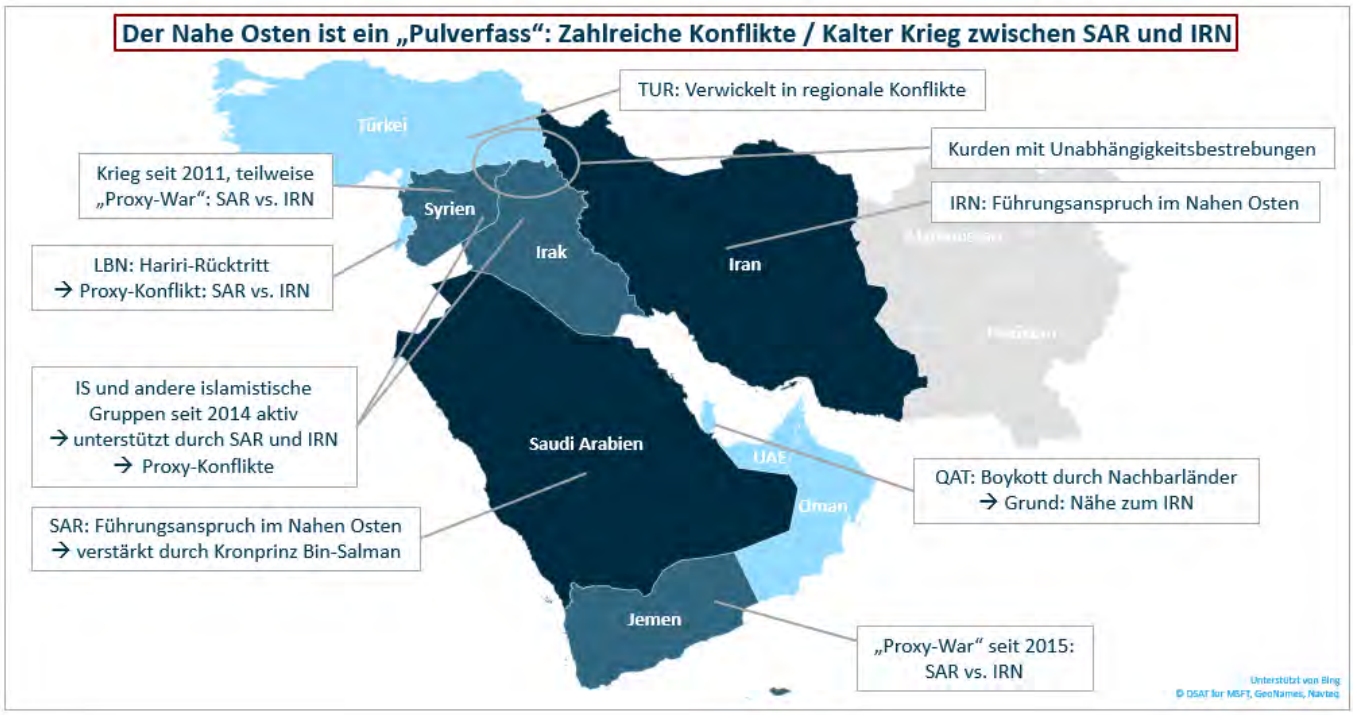


ABB. 6

Stand: Nov. 2017	Preise/ Trend	Preise/ Mieten	Preise/ Einkommen	Schulden/ Einkommen
CAN				
NOR				
AUS				
NZL				
GBR				
ESP				
CHE				
FRA				
USA				
DEU				
ITA				

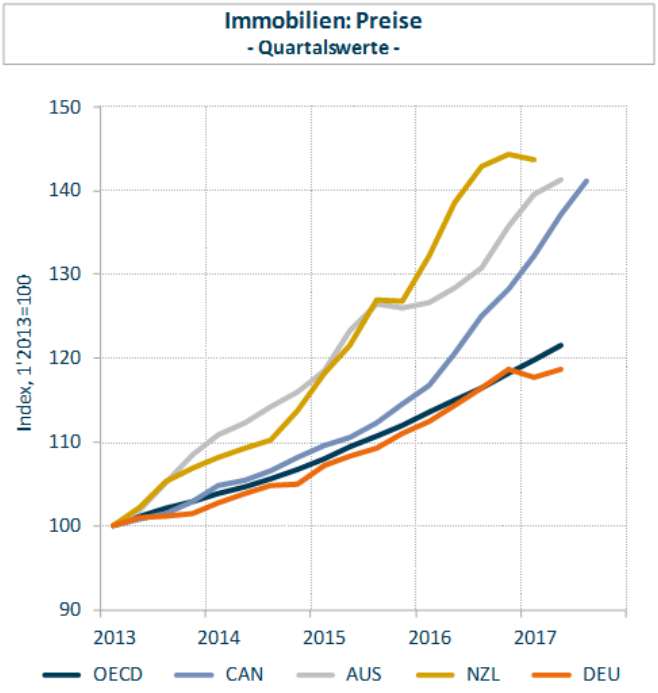
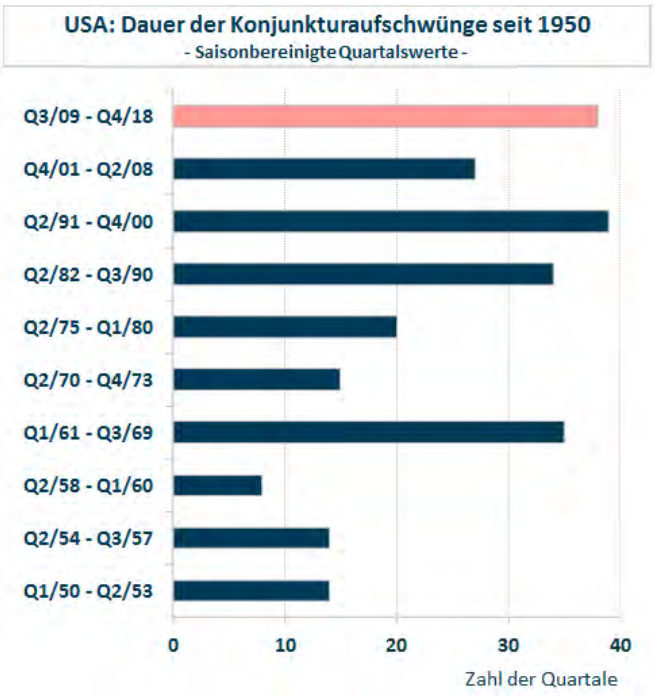


ABB. 7


USA: Dauer der Konjunkturaufschwünge seit 1950
- Saisonbereinigte Quartalswerte -
Q3/09 - Q4/18
Q4/01 - Q2/08
Q2/91 - Q4/00
Q2/82 - Q3/90
Q2/75 - Q1/80
Q2/70 - Q4/73
Q1/61 - Q3/69
Q2/58 - Q1/60
Q2/54 - Q3/57
Q1/50 - Q2/53
0
10
20
30
40
Zahl der Quartale

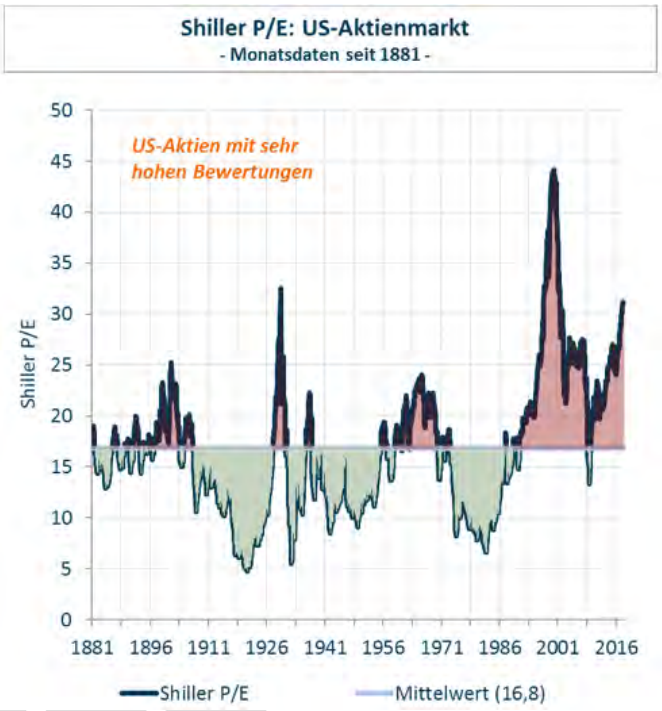
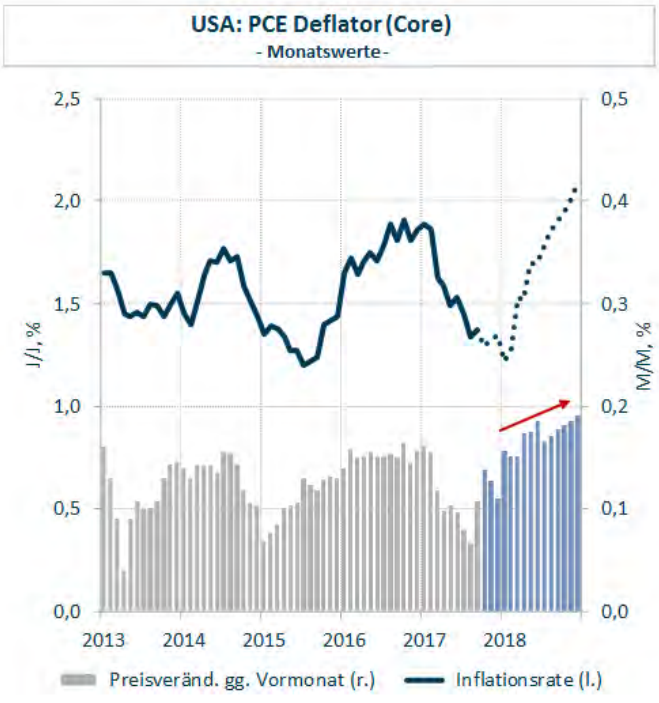

Shiller P/E: US-Aktienmarkt
- Monatsdaten seit 1881 -
US-Aktien mit sehr hohen Bewertungen
Shiller P/E
50
45
40
35
30
25
20
15
10
5
0
1881
1896
1911
1926
1941
1956
1971
1986
2001
2016
Shiller P/E
Mittelwert (16,8)

ABB. 8


USA: PCE Deflator (Core)
- Monatswerte -
2,5
2,0
1,5
1,0
0,5
0,0
J/J, %
0,5
0,4
0,3
0,2
0,1
0,0
M/M, %
2013
2014
2015
2016
2017
2018
Preisveränd. gg. Vormonat (r.)
Inflationsrate (l.)

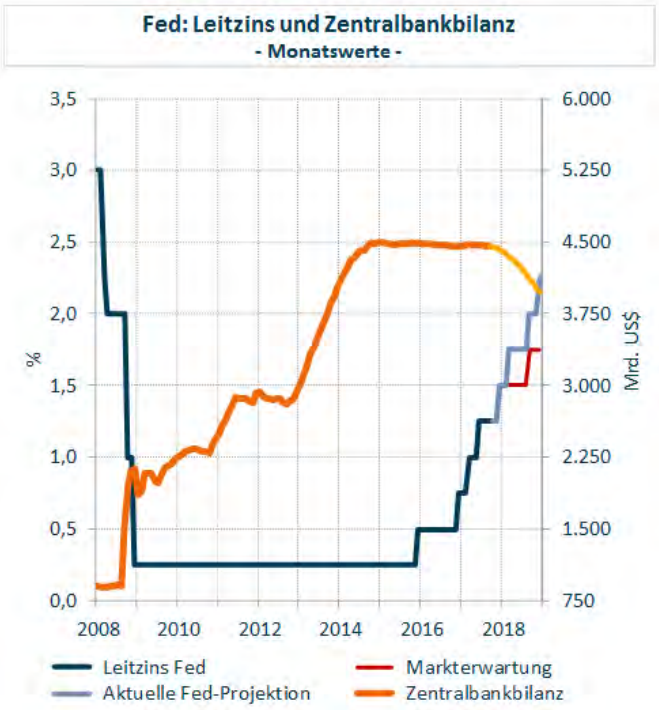
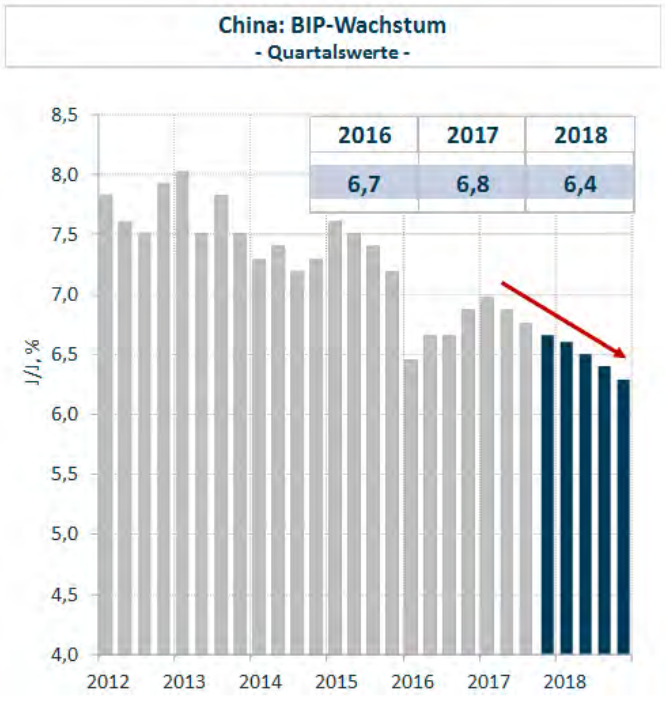

Fed: Leitzins und Zentralbankbilanz
- Monatswerte -
3,5
3,0
2,5
2,0
1,5
1,0
0,5
0,0
%
6.000
5.250
4.500
3.750
3.000
2.250
1.500
750
Mrd. US$
2008
2010
2012
2014
2016
2018
Leitzins Fed
Aktuelle Fed-Projektion
Markterwartung
Zentralbankbilanz

ABB. 9


China: BIP-Wachstum
- Quartalswerte -
2016
2017
2018
6,7
6,8
6,4
8,5
8,0
7,5
7,0
6,5
6,0
5,5
5,0
4,5
4,0
J/J, %
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018

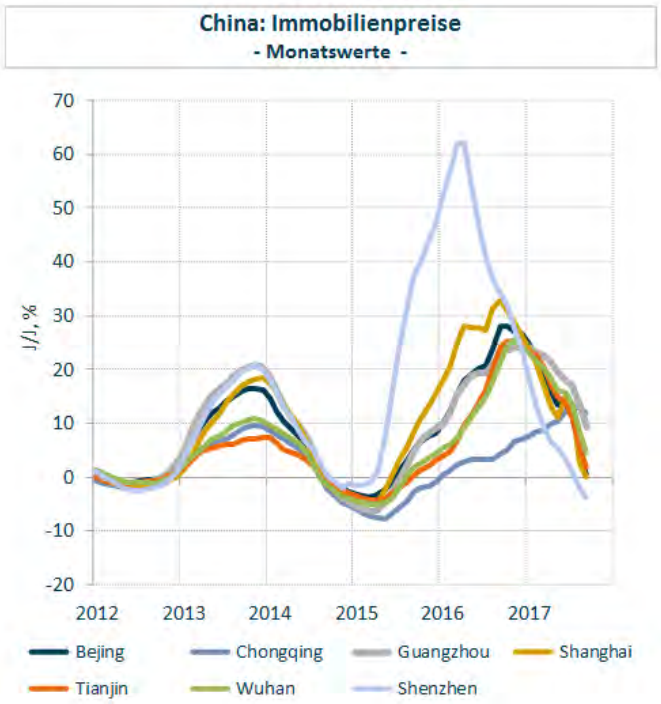
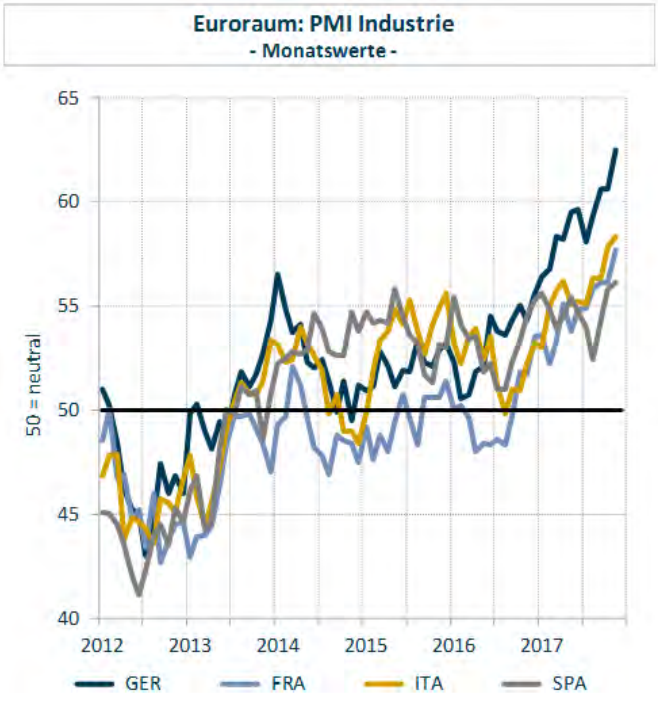

China: Immobilienpreise
- Monatswerte -
70
60
50
40
30
20
10
0
-10
-20
J/J, %
2012
2013
2014
2015
2016
2017
Bejing
Chongqing
Guangzhou
Shanghai
Tianjin
Wuhan
Shenzhen

ABB. 10


Euroraum: PMI Industrie
- Monatswerte -
65
60
55
50
45
40
50 = neutral
2012
2013
2014
2015
2016
2017
GER
FRA
ITA
SPA

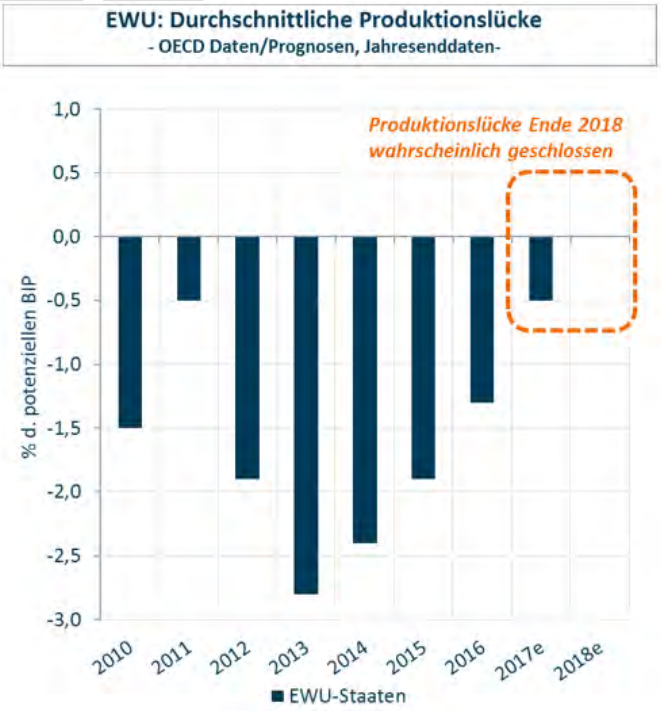
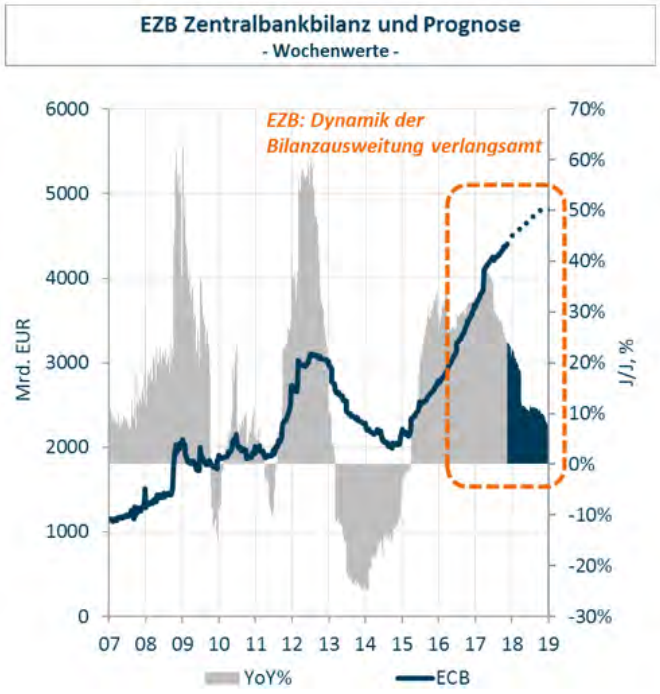

EWU: Durchschnittliche Produktionslücke
- OECD Daten/Prognosen, Jahresenddaten-
Produktionslücke Ende 2018
wahrscheinlich geschlossen
1,0
0,5
0,0
-0,5
-1,0
-1,5
-2,0
-2,5
-3,0
% d. potenziellen BIP
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017e
2018e
EWU-Staaten

ABB. 11


EZB Zentralbankbilanz und Prognose
- Wochenwerte -
EZB: Dynamik der Bilanzausweitung verlangsamt
Mrd. EUR
J/J, %
YoY%
ECB

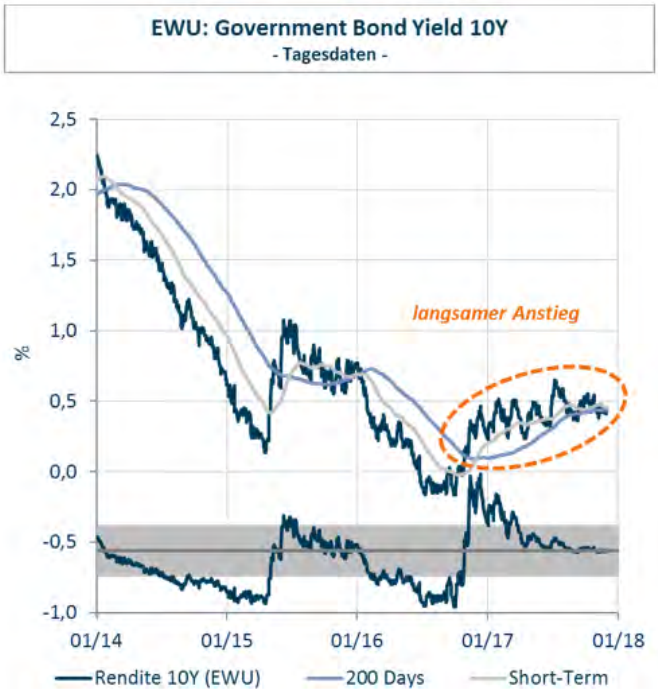
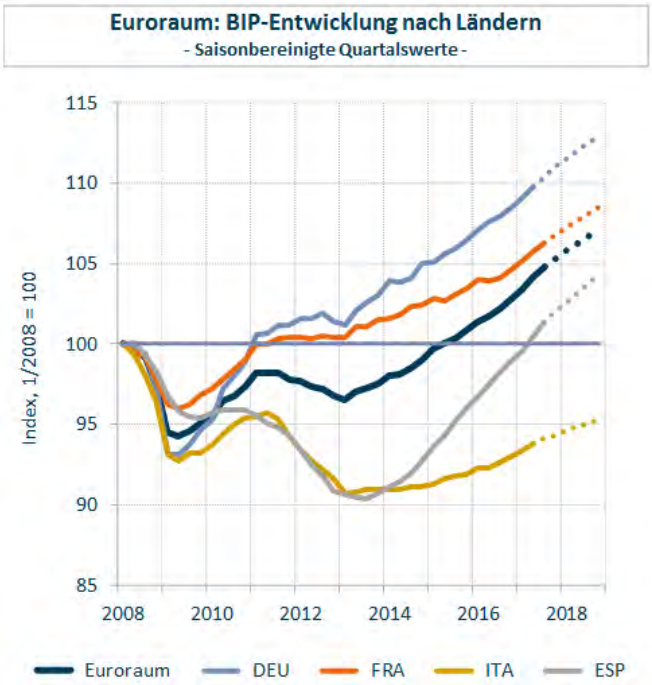

EWU: Government Bond Yield 10Y
- Tagesdaten -
%
langsamer Anstieg
Rendite 10Y (EWU)
200 Days
Short-Term

ABB. 12


Euroraum: BIP-Entwicklung nach Ländern
- Saisonbereinigte Quartalswerte -
Index, 1/2008 = 100
Euroraum
DEU
FRA
ITA
ESP

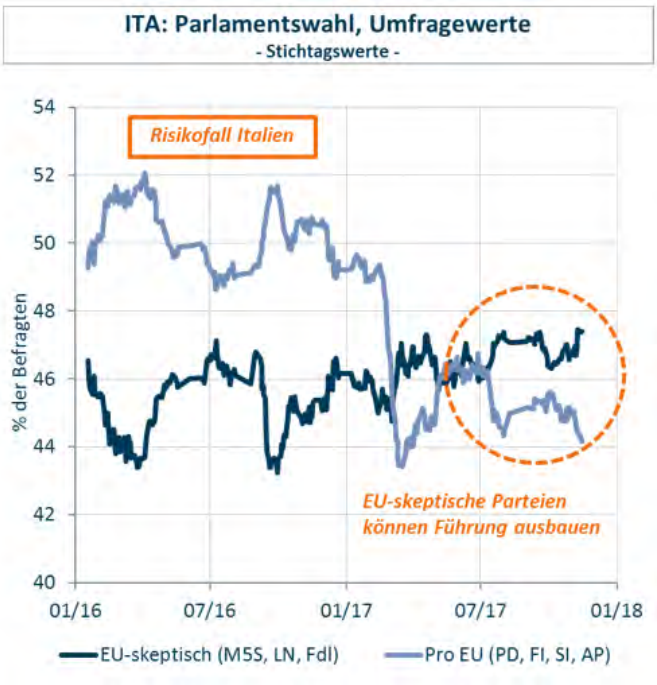

ITA: Parlamentswahl, Umfragewerte
- Stichtagswerte -
Risikofall Italien
% der Befragten
EU-skeptische Parteien können Führung ausbauen
EU-skeptisch (M5S, LN, FdI)
Pro EU (PD, FI, SI, AP)

ABB. 13

GBR: BIP-Komponenten
J/J %

	2016	2017	2018
BIP	1,8	1,5	1,2
Privater Verbrauch	2,8	1,6	1,2
Ausrüstungsinvestitionen	1,4	-1,0	0,8
Bauinvestitionen	1,6	3,5	-1,3
Staatsverbrauch	1,1	0,6	1,0
Exporte	1,1	4,6	3,3
Importe	4,3	3,2	2,7

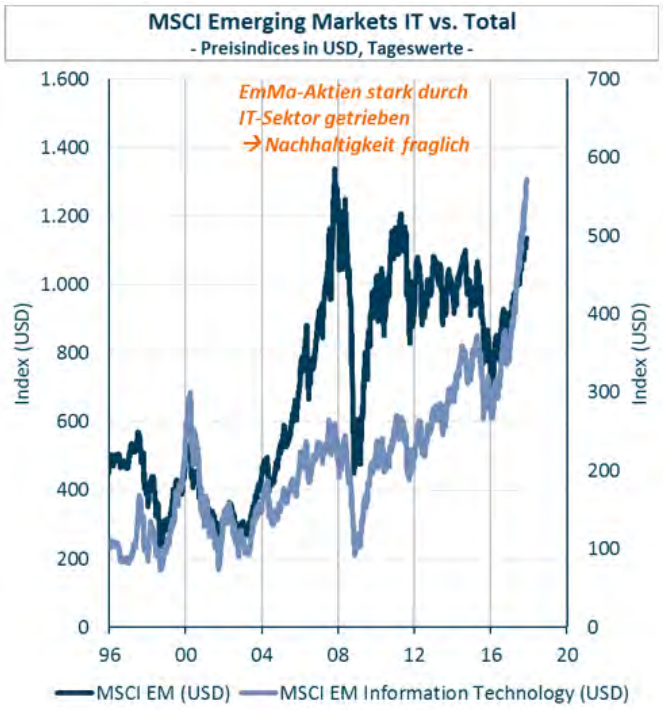
GBR: FTSE 100 Share Price Index
- Tagesdaten -

ABB. 14

JPN: BIP-Wachstum
- Jahreswerte in Prozent -

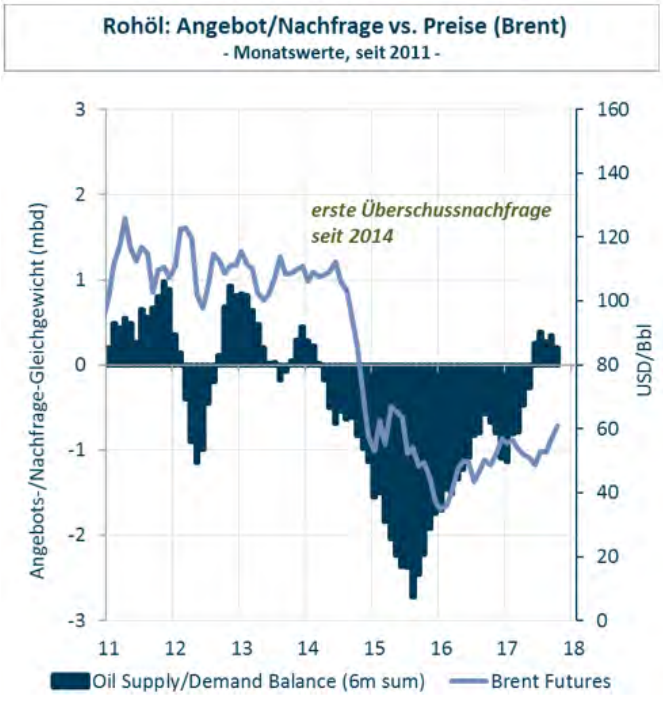
JPN: Nikkei 225 Price Index
- Tageswerte -

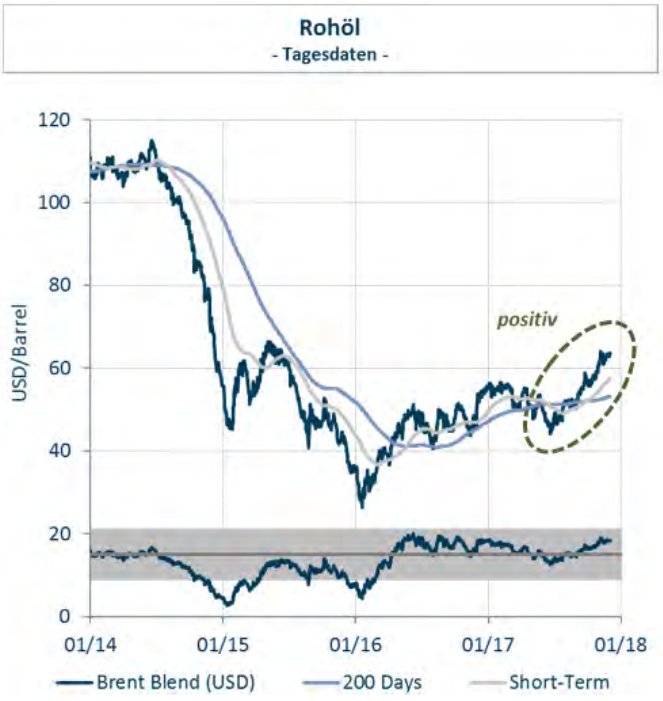
ABB. 15


MSCI Emerging Markets IT vs. Total
- Preisindices in USD, Tageswerte -
EmMa-Aktien stark durch
IT-Sektor getrieben
→Nachhaltigkeit fraglich
Index (USD)
Index (USD)
1.600
1.400
1.200
1.000
800
600
400
200
0
700
600
500
400
300
200
100
0
96
00
04
08
12
16
20
MSCI EM (USD)
MSCI EM Information Technology (USD)

Aktien: Schwellenländer vs. Welt
- Tagesdaten ab 01/2016 -
USD-Abwertung
??
USD-Schwäche =
positive rel. Aktienentwicklung
Index
USD tw.
76
74
72
70
68
66
64
62
90
92
94
96
98
100
102
104
01/16
06/16
11/16
04/17
09/17
02/18
07/18
MSCI (EmMa vs. Welt, LC)
USD Index Spot

ABB. 16


Rohöl: Angebot/Nachfrage vs. Preise (Brent)
- Monatswerte, seit 2011 -
erste Überschussnachfrage
seit 2014
Angebots-/Nachfrage-Gleichgewicht (mbd)
USD/Bbl
3
2
1
0
-1
-2
-3
160
140
120
100
80
60
40
20
0
11
12
13
14
15
16
17
18
Oil Supply/Demand Balance (6m sum)
Brent Futures


Rohöl
- Tagesdaten -
positiv
USD/Barrel
120
100
80
60
40
20
0
01/14
01/15
01/16
01/17
01/18
Brent Blend (USD)
200 Days
Short-Term

Dieser Text dient nur zu Informationszwecken. Er stellt keine Anlageberatung und auch keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung hat auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater zu erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Information.

Potentielle Investoren sollten sich informieren und adäquaten Rat einholen bezüglich rechtlicher und steuerlicher Vorschriften sowie Devisenbestimmungen in den Ländern ihrer Staatsbürgerschaft, ihres Wohnorts oder ihres Aufenthaltsorts, die möglicherweise für die Zeichnung, den Kauf, das Halten, das Tauschen, die Rückgabe oder die Veräußerung jeglicher Investments relevant sein könnten.

Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Information wird keine Gewähr übernommen.

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Jede weitere Verwendung, insbesondere der gesamte oder auszugsweise Nachdruck oder die nicht nur private Weitergabe an Dritte ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von FERI gestattet. Die nicht autorisierte Einstellung auf öffentlichen Internetseiten, Portalen oder anderen sozialen Medien ist ebenfalls untersagt und kann rechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.

Die angeführten Meinungen sind aktuelle Meinungen, mit Stand des in diesen Unterlagen aufgeführten Datums.

FERI AG, Bad Homburg