

## Weltwirtschaftlicher Ausblick 1.Q 2014



jamesthewlis@dodo.com.aurosalie

### **USA ALS LOKOMOTIVE – EUROPA IM SCHLEPPTAU?**

Prof. Dr. Josef Marbacher, FHNW

josef.marbacher@fhnw.ch

- 1 Ausgangslage
- 2 Globale Konjunktorentwicklung
- 3 Wirtschaftspolitik
- 4 Wirtschaftliche Prognose
- 5 Schlussfolgerungen

## **1. Wo steht die Weltwirtschaft?**

josef.marbacher@fhnw.ch

3

Rückblick Jan. 2013:  
Die 2 Euro Extrem-Szenarien  
standen im Mittelpunkt:  
Worst- and Best-Case

## Im Rückblick Jan 2013

### Euro-Szenarium 1: In the Worst Case:

- Politik bringt erforderliche Solidarität nicht auf
- Politische Unruhen in den Peripheriestaaten
- Euro bricht unkontrolliert auseinander
- Flucht aus allen peripheren Ländern
- Flucht aus den Banken
- Liquiditätskrisen der Banken und drohende Insolvenz
- Neuerliche Bankenkrise führt zu Verknappung der Kredite an die Realwirtschaft: Rezession gewiss
- Hohe Vermögensvernichtung, da massive Abwertung der Peripheriestaaten und hohe Inflation
- Wachstumsperspektiven vor allem im Norden eingetrübt, tiefe Inflation oder gar Deflation

josef.marbacher@fhnw.ch

5

## Im Rückblick Jan 2013

### Euro-Szenarien: In the Best Case:

- Europa geht konsequent den Weg der Vertiefung der Staatengemeinschaft
- Südliche Staaten werden über Troika und Stabilitäts- und Wachstumspakt (ESM) auf eine produktive Schiene geführt (Privatisierungen, Kartellabbau, Preis- und Lohnsenkungen, Auswanderung)
- Negative Kettenreaktion wird vermieden
- Risikoprämien für europäisches Kapital kann unter 5% gesenkt werden
- Zinsen im Norden steigen leicht an, da Vergemeinschaftung der Haftung
- Aktienkurse steigen wieder
- Vermögenseffekt führt zu höherem Konsum und höheren Investitionen und damit besseren Wachstumsperspektiven

josef.marbacher@fhnw.ch

6

## Im Rückblick Jan 2013

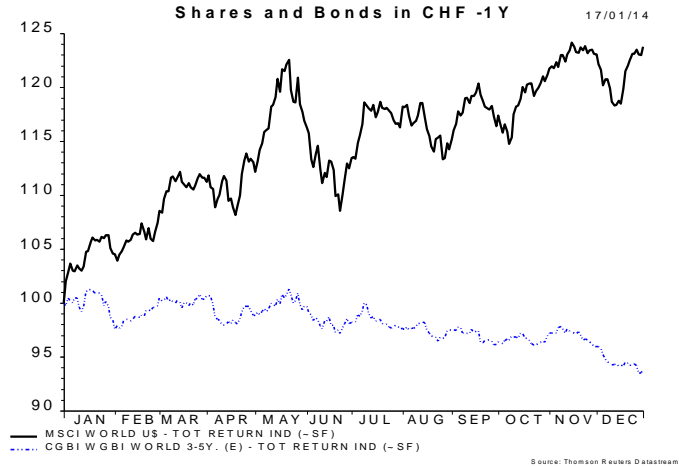
**Das Best Case Szenario hat mit der Entscheidung der EZB vom 2. August und 6. Sept. 2012 deutlich an Wahrscheinlichkeit gewonnen.**

Draghi kündigt den Ankauf von Staatsobligationen der südlichen Staaten in unbegrenzter Höhe an

Pro Euro-Entscheid hat sich enorm bezahlt gemacht

“The lucky punch”

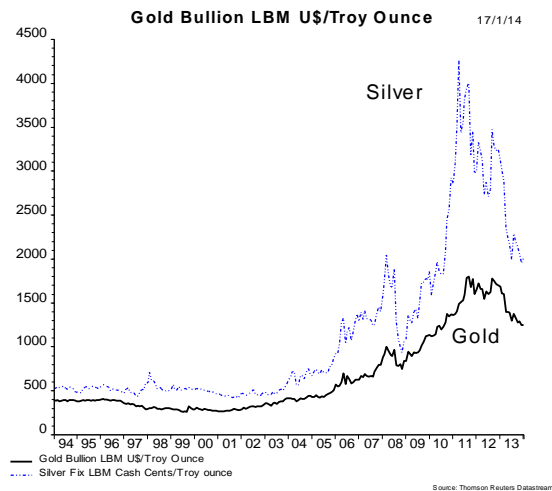
## Aussergewöhnlicher Anstieg der Aktien in 2013; Bonds leicht negativ



josef.marbacher@fhnw.ch

9

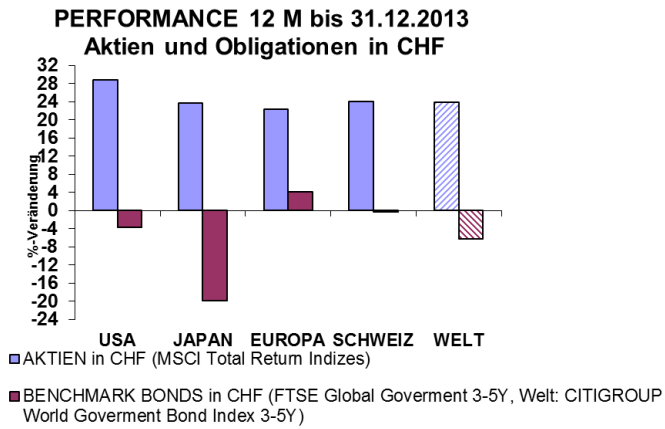
## Euroskeptiker verlieren mit Gold und Silber



josef.marbacher@fhnw.ch

10

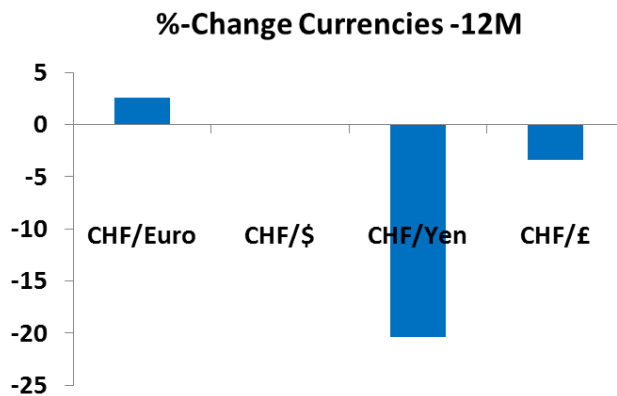
Performance Aktien 2013: +23.75%; Bonds: - 6.2%



josef.marbacher@fhnw.ch

11

### Ausreisser 2013:Yen

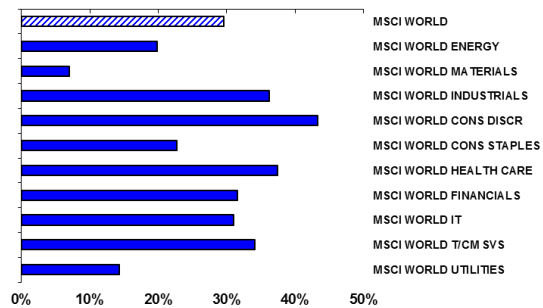


josef.marbacher@fhnw.ch

12

## Alle Sektoren legen zu. Ausnahme: Energie und Rohstoffe (China)

SEKTOREN WELT PERFORMANCE in Lokalwahrung  
ber die letzten 12 Monate bis 31.12.2013



josef.marbacher@fhnw.ch

13

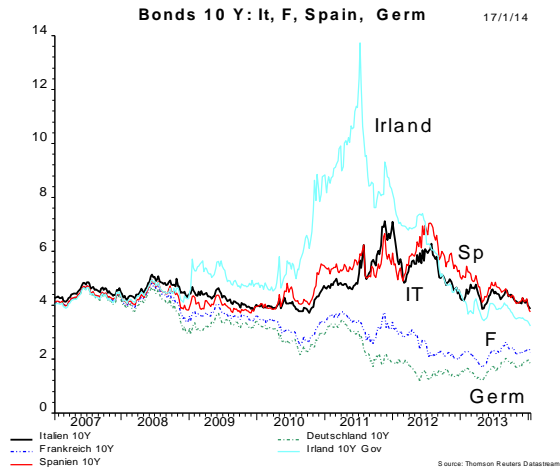
## 2. Wie weiter mit der Weltwirtschaft?

Finanzsystem: stabilisiert

Konjunktur:

- USA übernimmt Lokomotivfunktion
- Europa im Schlepptau
- Japan: Wahrungsgesteuert

## Finanzsystem: Stabilisiert



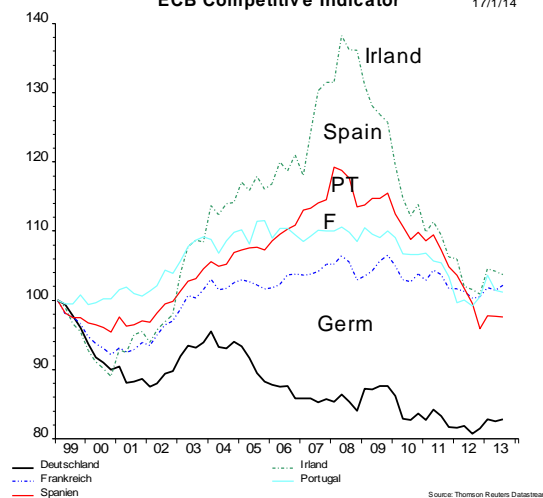
- Starke Kapitalgewinne mit Bonds im Süden
- Der Spread zwischen Bonds im Norden und Süden hat sich deutlich verengt
- Kapitalkosten im Süden immer noch doppelt so hoch wie im Norden

josef.marbacher@fhnw.ch

15

## EURO-Peripherie- und Kernstaaten konvergieren in der

**Wettbewerbsfähigkeit**  
**ECB Competitive Indicator** 17/1/14



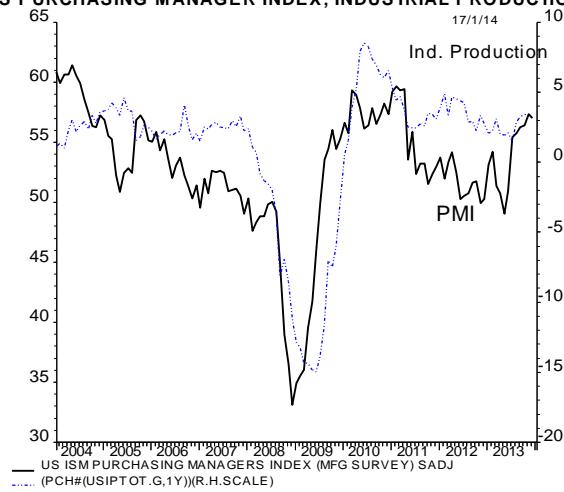
josef.marbacher@fhnw.ch

16



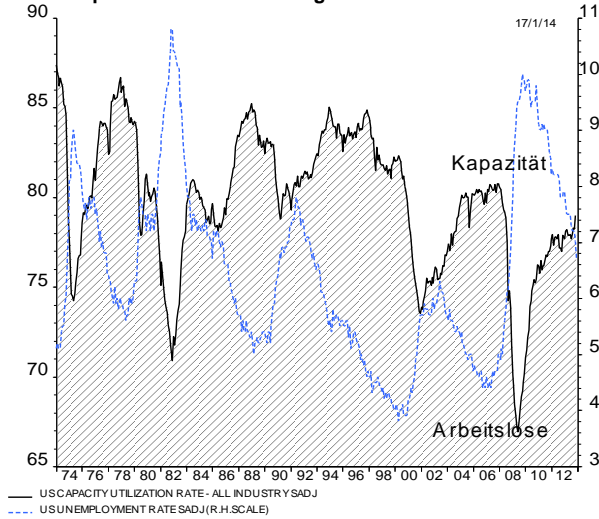
# LÄNDERANALYSEN: US/EU/CH/J/CHINA

US PURCHASING MANAGER INDEX; INDUSTRIAL PRODUCTION



- PMI seit 6 Monaten über 50 und ansteigend
- spricht für Industriebeschäftigung in den kommenden 6 Monaten

### US: Kapazitätsauslastung und Arbeitslosenrate

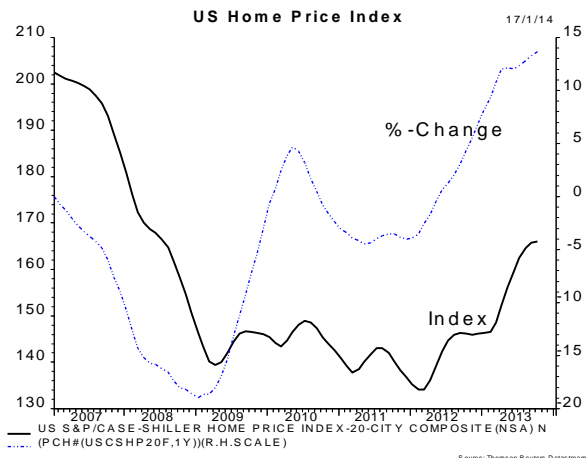


- Kapazitätsnutzung auf langfristigem Durchschnitt
- Leichte Beschleunigung in Q4
- Arbeitslosen-rate abnehmend
- Bernanke's: 6.5% als Wendepunkt relativiert

josef.marbacher@fhnw.ch

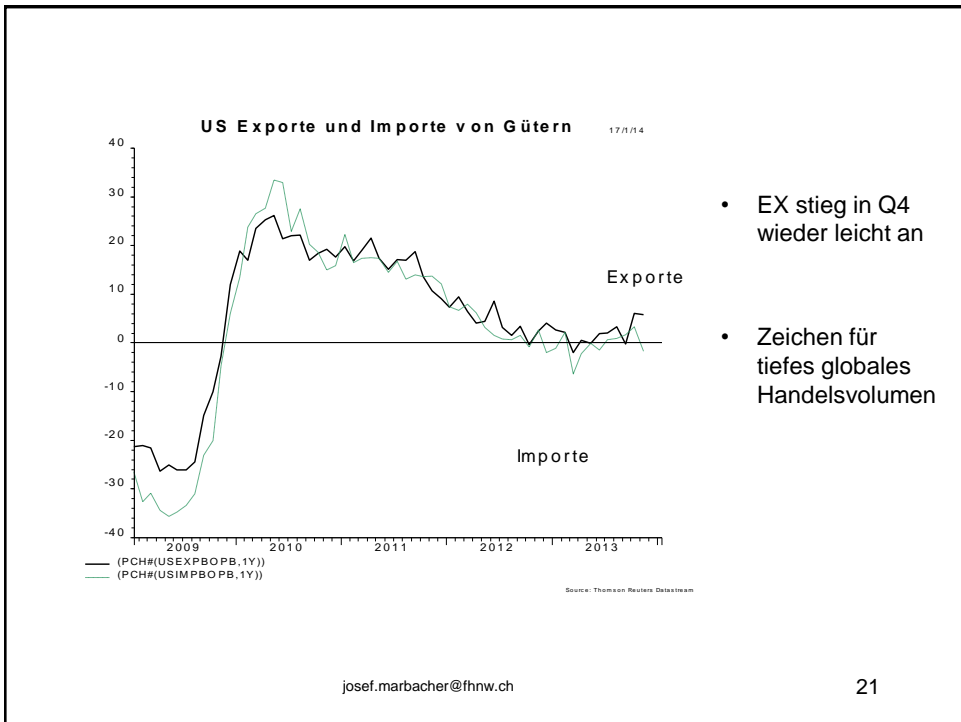
19

### Hauspreisindices in Q4 weiter angestiegen: Vermögenseffekt wirkt sich positiv auf den Konsum aus

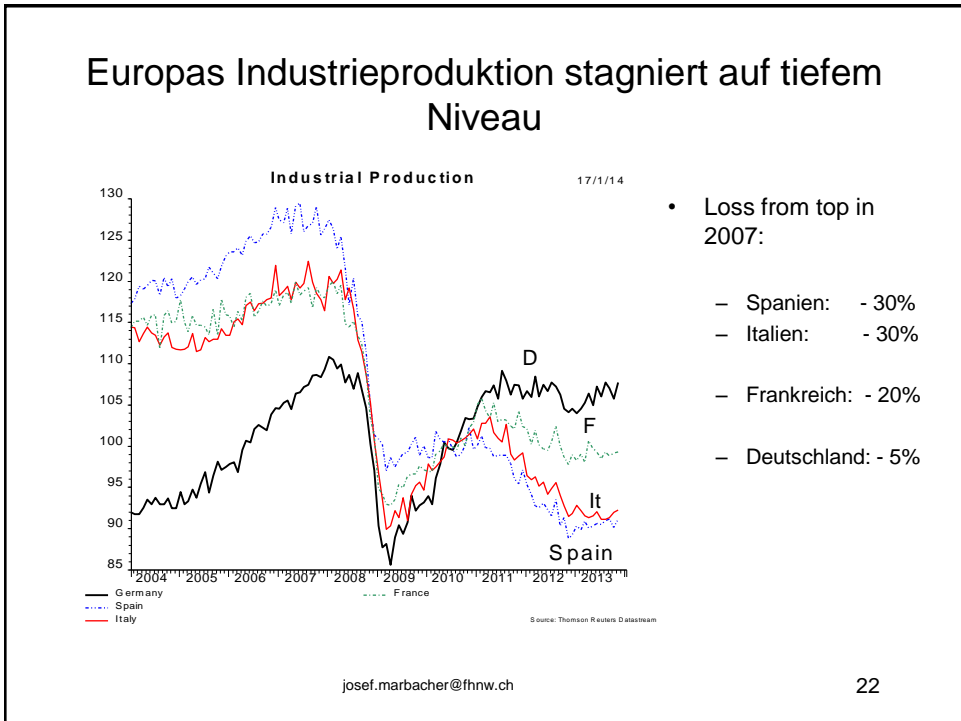


josef.marbacher@fhnw.ch

20

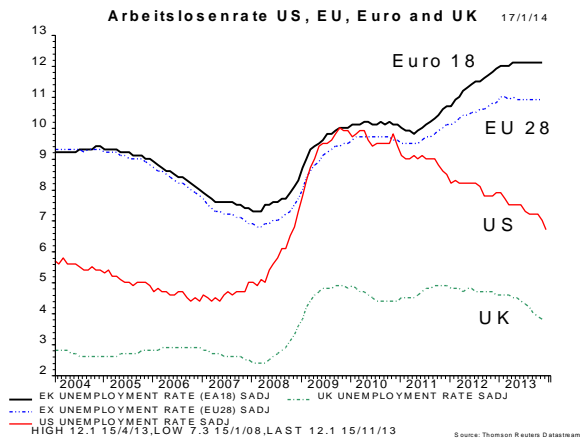


- EX stieg in Q4 wieder leicht an
- Zeichen für tiefes globales Handelsvolumen



- Loss from top in 2007:
  - Spanien: - 30%
  - Italien: - 30%
  - Frankreich: - 20%
  - Deutschland: - 5%

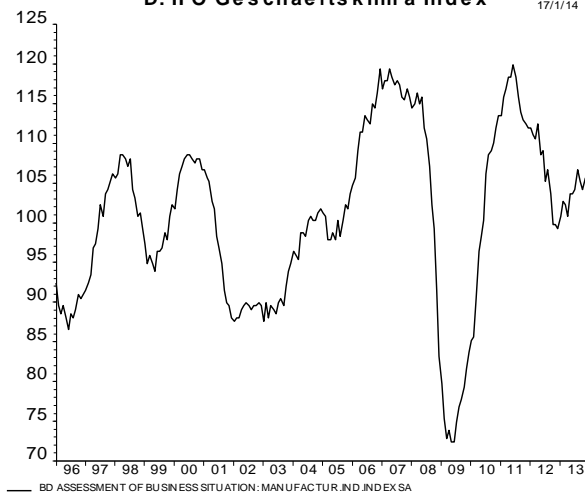
## Arbeitslosenrate auf hohem Niveau stagnierend USA mit deutlichen Fortschritten



josef.marbacher@fhnw.ch

23

## D: IFO Geschaeftsklima Index 17/1/14

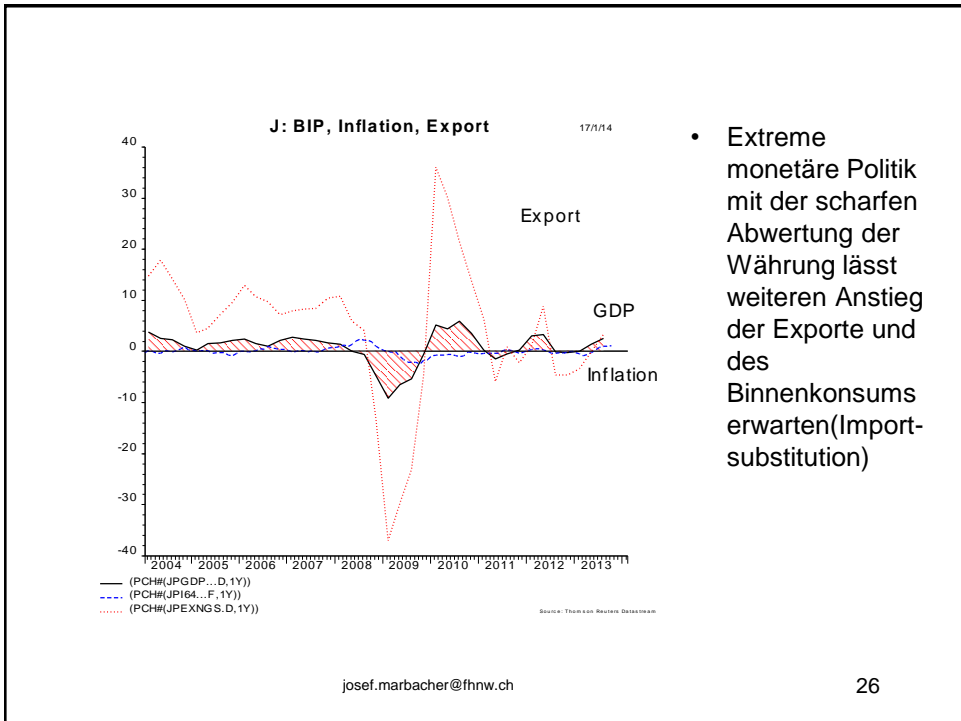
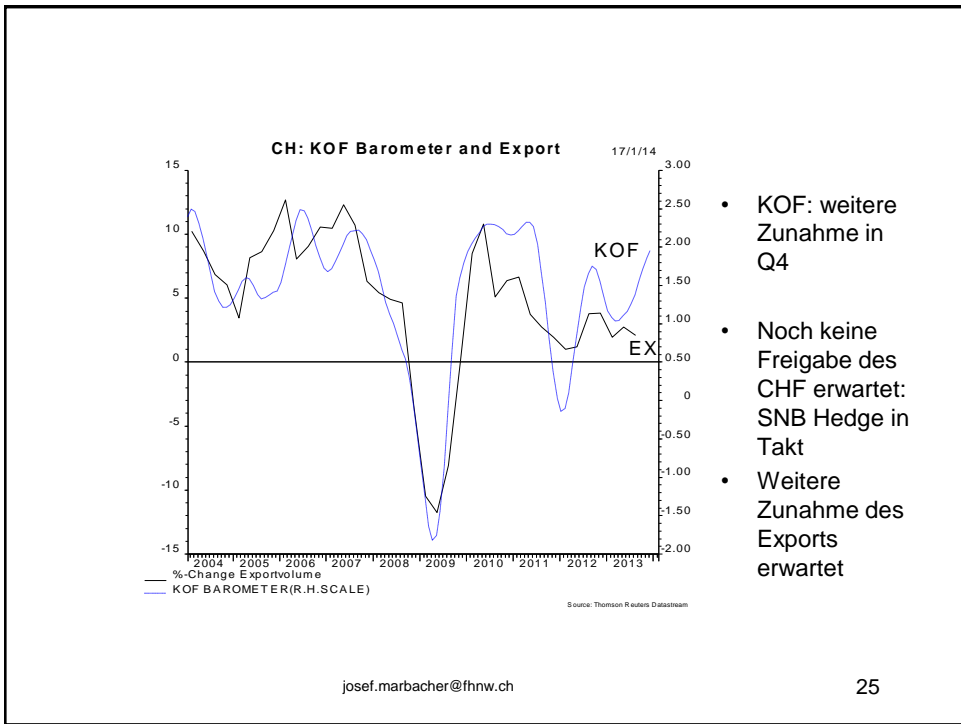


Source: Thomson Reuters Datasstream

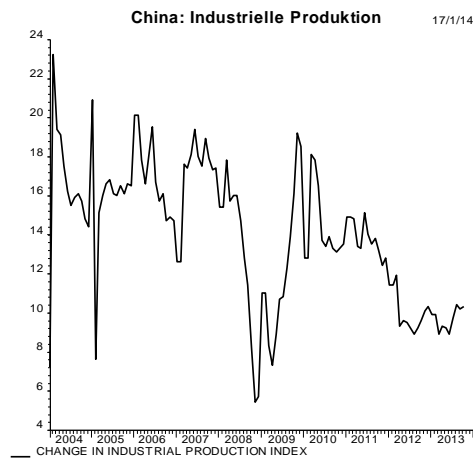
- IFO bleibt in Q4 auf langfristigem Durchschnitt
- leichte Verbesserung in Q4
- Komparative Vorteile (Kapitalkosten, Stückkosten) leicht verringert
- Grosse Koalition spricht für weitere Integrationstendenzen Europas

josef.marbacher@fhnw.ch

24



## China: Industrielle Produktion stabilisiert sich auf tiefen 10%

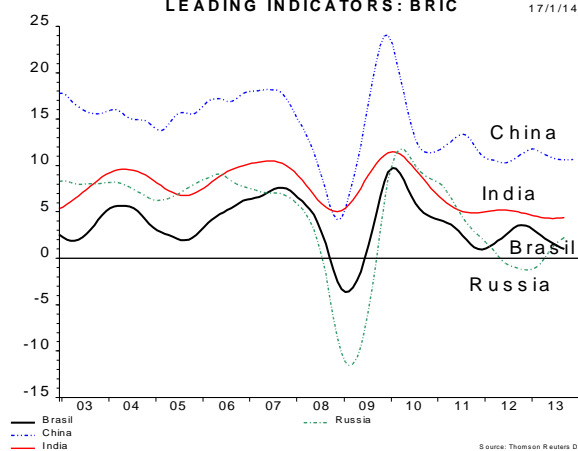


- Restriktive monetäre Politik in Q4 nicht weiter verschärft
- Inflation stabilisiert sich
- Keine harte Landung erwartet

josef.marbacher@fhnw.ch

27

## LEADING INDICATORS: BRIC



- BRIC-Staaten leiden weiterhin unter Kapitalabflüssen, die zu einer massiven Abwertung der Währungen geführt haben
- Höhere Zinsen als Abhilfe wirkt restriktiv
- Lokomotivfunktion an USA abgetreten

josef.marbacher@fhnw.ch

28

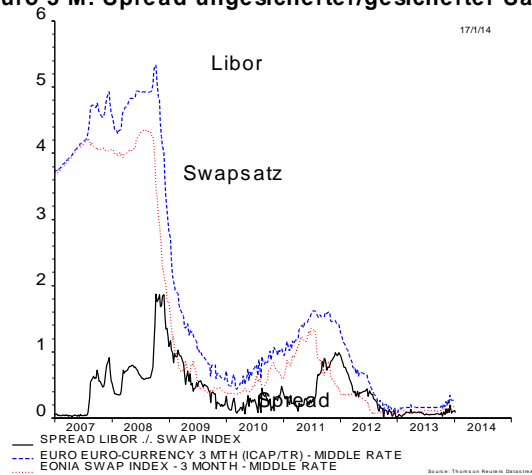
# Monetäre Indikatoren

Geldpolitik: Bleibt aussergewöhnlich –  
Exit in den USA absehbar

josef.marbacher@fhnw.ch

29

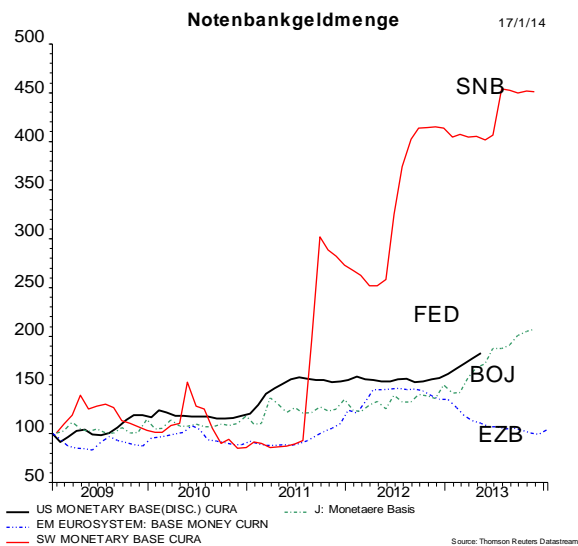
**Euro 3 M: Spread ungesicherter/gesicherter Satz**



- Europäischer Geldmarkt noch nicht funktionsfähig
- EZB finanziert Banken fast vollständig
- Draghi hat tiefe Zinsen für lange Zeit bestätigt und damit Investoren beruhigt
- Draghi-Put weiterhin wirksam
- EZB-Transmissionsmechanismus harzt weiterhin

josef.marbacher@fhnw.ch

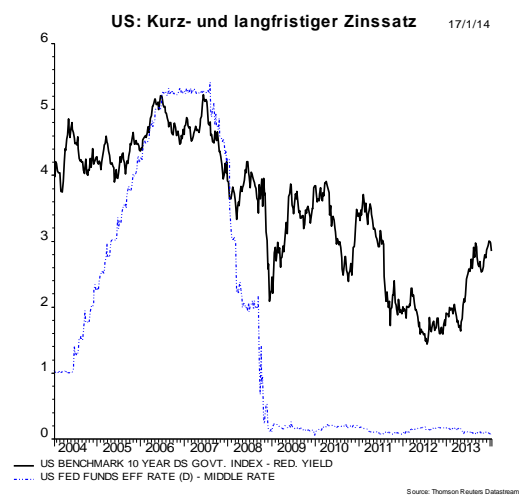
30



- Alle Notenbanken mit Ausnahme der EZB mussten ihre monetäre Basis weiter ausbauen oder auf hohem Niveau halten

josef.marbacher@fhnw.ch

31

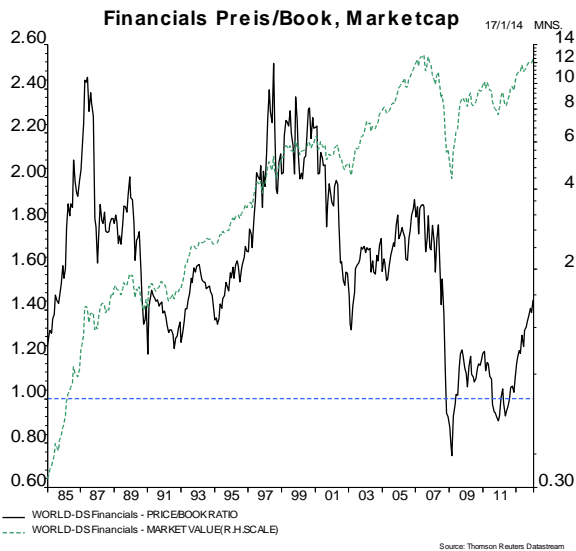


- US Zinsen 10Y verdoppelten sich in der zweiten Hälfte 2013
- Konjunkturaufschwung bestätigt
- Geldpolitik im Rückstand?
- Politisch erwünscht (finanzielle Repression)?

josef.marbacher@fhnw.ch

32





- Preis/Buchwert-Relation der globalen Finanzwerte weiter leicht gestiegen
- Weitere Neuemissionen von Aktien um Marktwert zu halten
- Banken immer noch unterkapitalisiert: Kredite leiden
- Finanzmarktstabilität weiterhin ein Risiko aber Q4 merklich abgenommen

josef.marbacher@fhnw.ch

33

**Fiskalpolitik: Austerität hat an Zugkraft verloren**

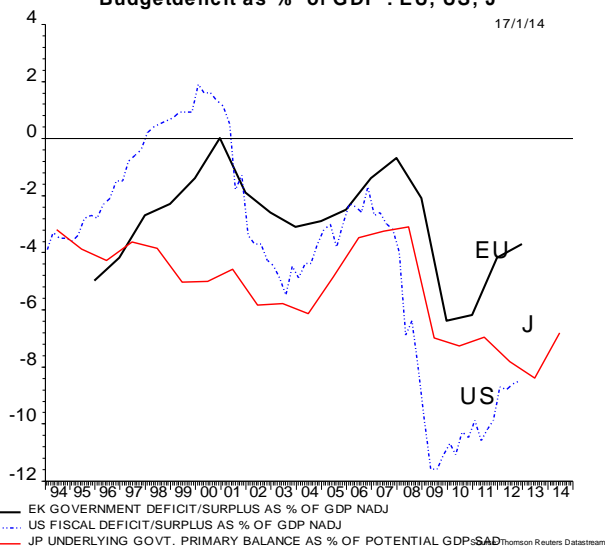
Prioritäten werden stärker auf Wachstum  
 gesetzt

josef.marbacher@fhnw.ch

34

### Budgetdefizit as % of GDP : EU, US, J

17/1/14



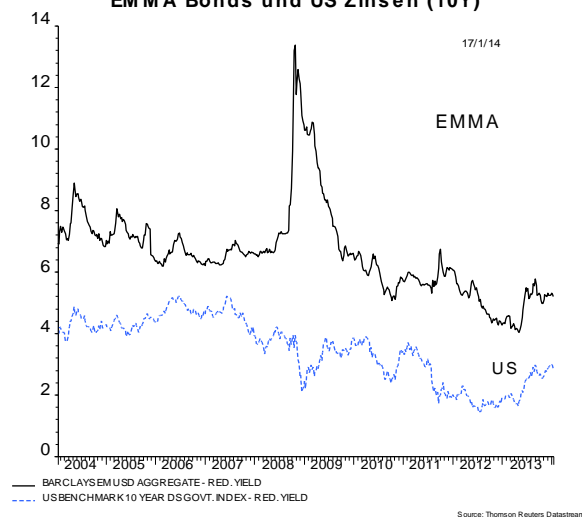
- USA und EU weiterhin prozyklische Fiskalpolitik (Austerität) aber stärker wachstumsorientiert
- Japan hat antizyklische Fiskalpolitik bestätigt

josef.marbacher@fhnw.ch

35

### EMMA Bonds und US Zinsen (10Y)

17/1/14

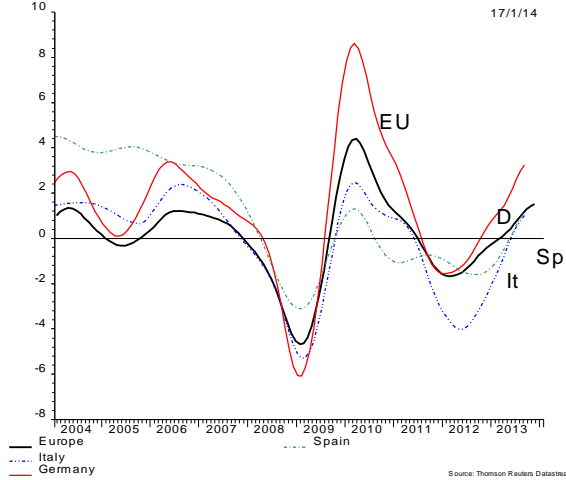


- EMMA überdurchschnittlich von US Tapering betroffen
- Weitere Kapitalabflüsse und Währungsabwertungen erwartet

josef.marbacher@fhnw.ch

36

Leading Indicator Europe, Italy, Germany, Spain

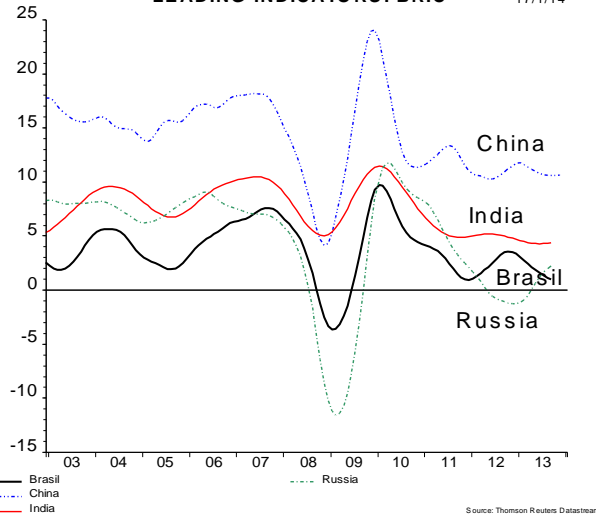


- Vorlaufende Indikatoren für Europa in Q4 deutlich in den positiven Bereich vorgestossen
- Dies gilt auch für die peripheren Staaten
- Rezession sollte nächstens überwunden werden

josef.marbacher@fhnw.ch

37

LEADING INDICATORS: BRIC

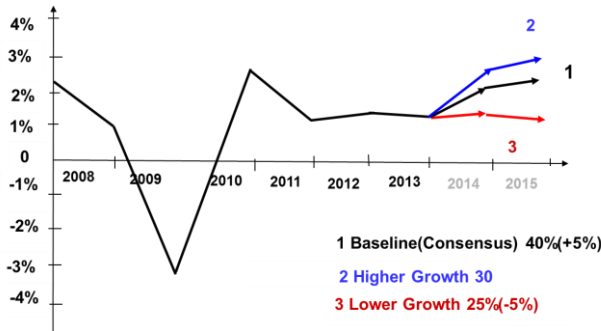


- BRIC-Staaten immer noch am Abschwächen
- Lokomotivfunktion an die USA abgetreten

josef.marbacher@fhnw.ch

38

### Szenarien zum BIP-Wachstum der G-7 Länder für 2013/14



- Lower Growth Szenario um 5% gesenkt, so dass eine Asymmetrie pro Wachstum entsteht
- Volatilität leicht reduziert, da Finanzstabilität weiter zunehmen dürfte (Konsensus +5%)

josef.marbacher@fhnw.ch

39

### Globale BIP- und Inflationsschätzung (7.1.2014)

	GDP REAL %YOY				CPI %YOY			
	2013	2014F	2015F	2016F	2013	2014F	2015F	2016F
World	2.87	3.59	3.96	4.07	3.8	3.8	3.6	3.5
G7 Countries	1.23	1.99	2.45	2.56	1.3	1.8	1.8	1.9
USA	1.56	2.59	3.35	3.48	1.4	1.5	1.8	2.0
European Union	0.02	1.25	1.60	1.76	1.7	1.7	1.7	1.7
Japan	1.95	1.24	1.14	1.17	0.0	2.9	1.9	1.9
Switzerland	1.75	1.79	1.89	1.89	-0.2	0.2	0.7	1.0
Latin America	2.68	3.11	3.53	3.66	6.7	6.5	6.0	5.5
Asia ex Japan	6.32	6.50	6.65	6.66	5.0	4.7	4.3	4.1
Eastern Europe	2.34	2.71	3.28	3.51	4.1	3.5	3.5	3.6

Source: Datastream (Länder: IMF/Eig. Schätzung)

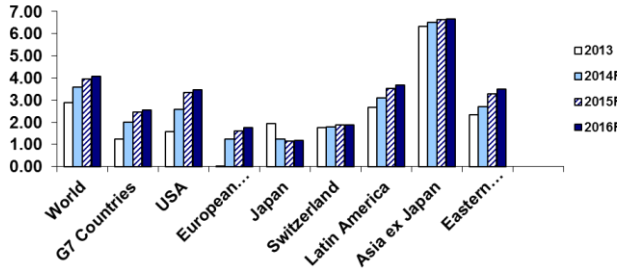
josef.marbacher@fhnw.ch

40

## Globale BIP und Inflationsschätzung

### BIP real nach Regionen 2013 - 2016

(Schätzung: 7. Jan. 2014)

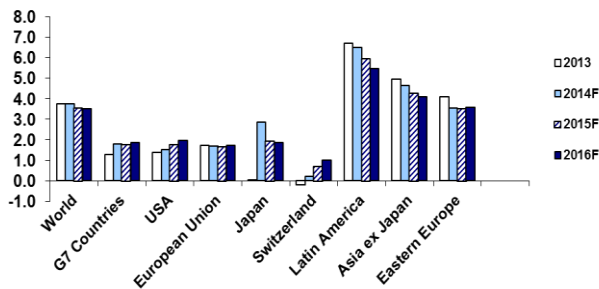


josef.marbacher@fhnw.ch

- USA dürfte 2014 positiv überraschen
  - Geldpolitik wird schneller reagieren müssen
  - Zinsen steigen
  - Euro wertet sich gegen den \$ ab und stützt damit die europäische Konjunktur
- 41

### Inflation nach Regionen 2013 - 2016

(Schätzung: 7. Jan 2014)



josef.marbacher@fhnw.ch

- Inflation global bis 2015 leicht abnehmend
- Europa deutlichere Abnahme im Süden = Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit sichtbar (Ausn. It)
- Nur Japan Zunahme von unter 0 auf +2% in 2014 (Abenomics)
- CH unter 1% in 2014

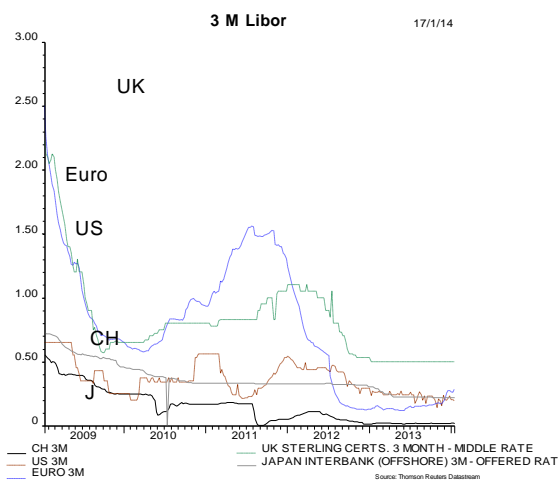
42

## Wohin steuert die Geld- und Fiskalpolitik?

USA fällt 2014 zentrale Rolle zu  
Europa im Schlepptau

josef.marbacher@fhnw.ch

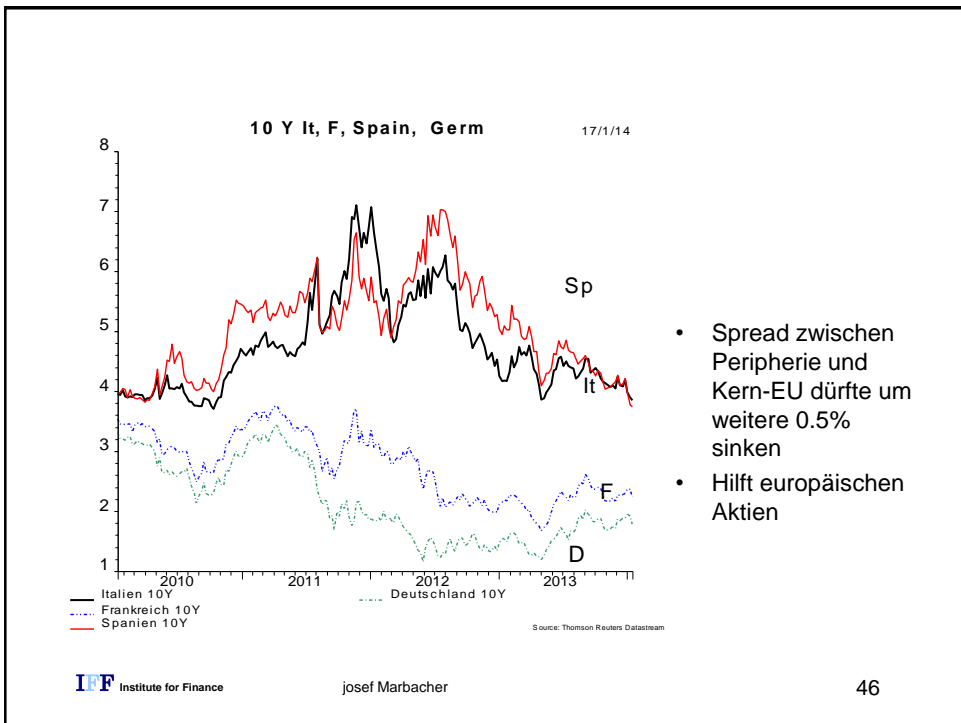
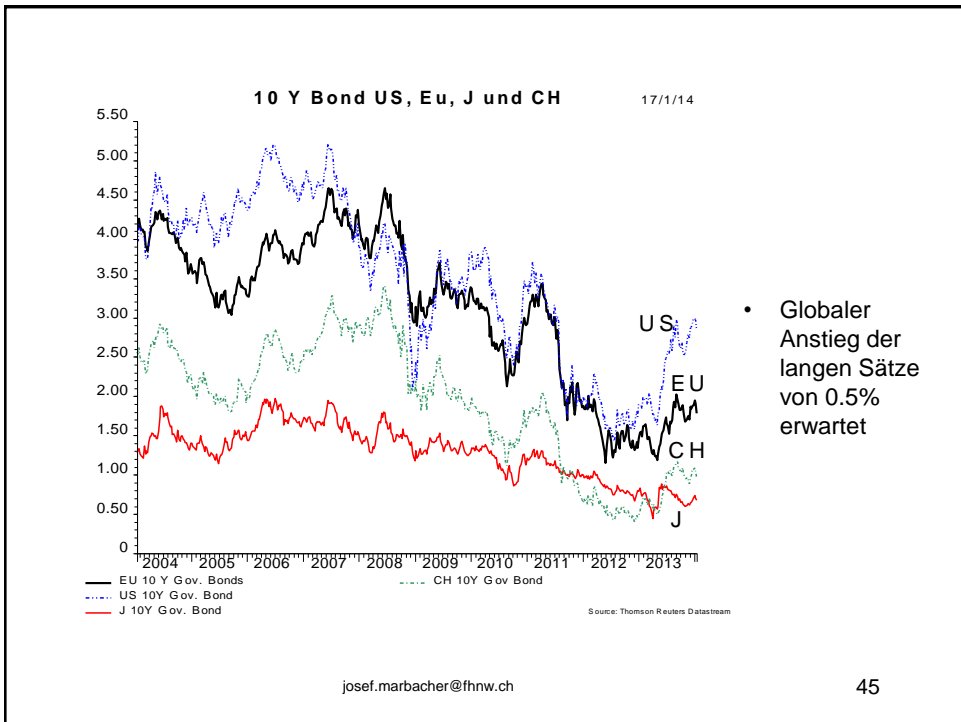
43

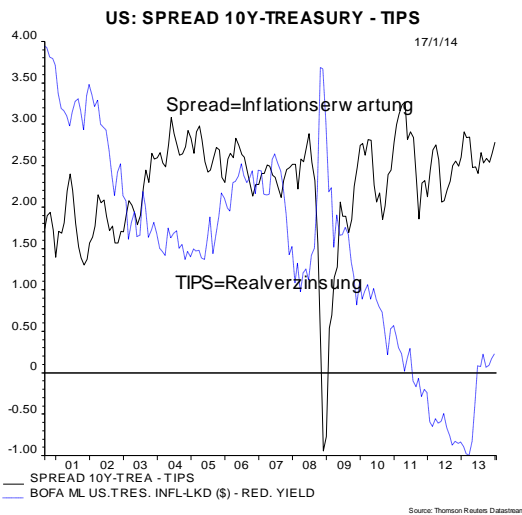


- Erste Zinserhöhung in den USA bereits 2015 erwartet und nicht erst 2016.
- Da Ziele (Beschäftigung < 6.5% oder Inflation > 2.5%) früher als angekündigt erreicht werden dürften
- Europa wird über die tiefere Währung mitgezogen

josef.marbacher@fhnw.ch

44

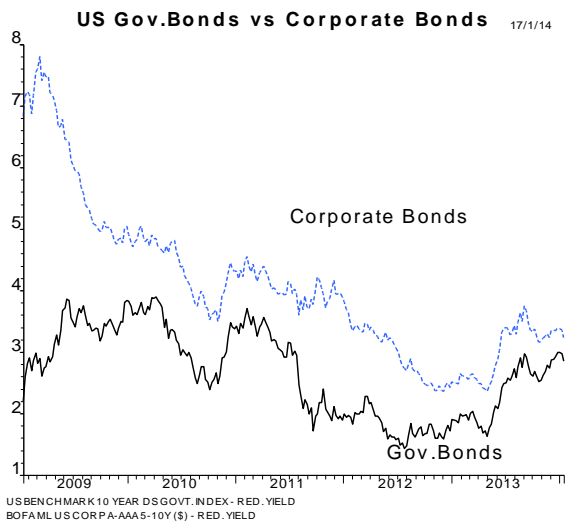




- Konstante bis leicht steigende Inflationserwartungen prognostiziert
- Wachstumserwartungen werden steigen =TIPS steigt um 0.5%

josef.marbacher@fhnw.ch

47



- Spread zwischen Corporates und Staatsanleihen stabil erwartet
- Weniger «Suche mehr nach Return»

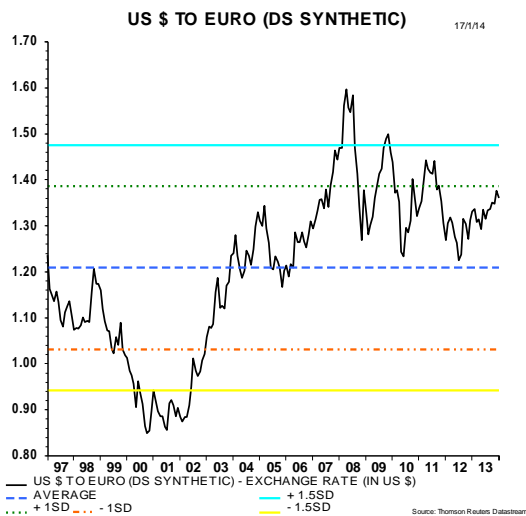
josef.marbacher@fhnw.ch

48

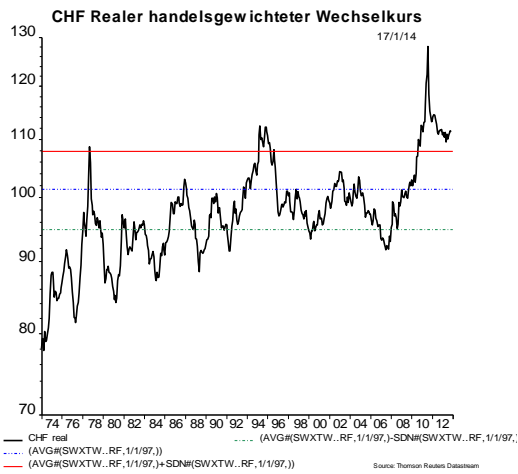


## Währungen: Dollar im Aufwind

Euro tiefer



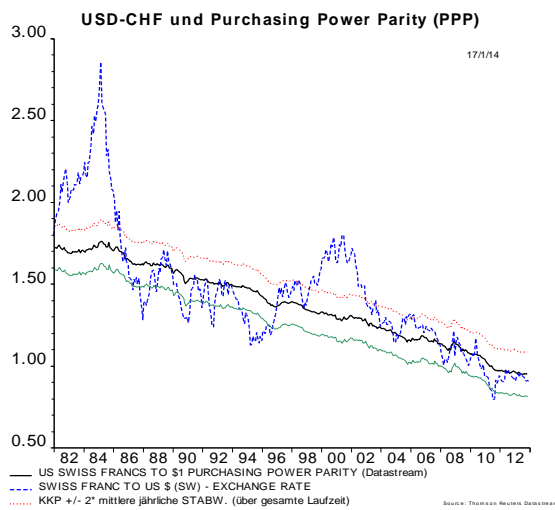
- Die erwartete steigende Zinsdifferenz des Dollarraumes zum Rest der Welt spricht für einen tendenziell weiter steigenden Dollar
- Beim Euro ist weiterhin mit grosser Volatilität zu rechnen



- CHF hat sich real und handelsgewichtet in den letzten 2 Jahren deutlich abgewertet
- Überbewertung nahe dem 1 Sigma-Bereich
- Weitere Abwertung erwartet, da Abbau der Save Haven Funktion erwartet und Kapital transfers zum \$
- Freigabe des Eurokurses ökonomisch möglich aber politisch unwahrscheinlich
- Volatilität des CHF steigt, je weiter er sich von 1.20 wegbewegt

josef.marbacher@fhnw.ch

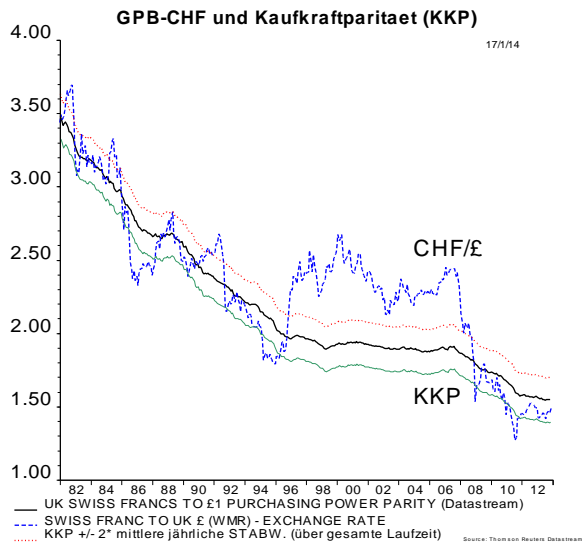
51



- Mit der Fixierung des CHF zum Euro wird eine weitere Abwertung des CHF zum \$ erwartet

josef.marbacher@fhnw.ch

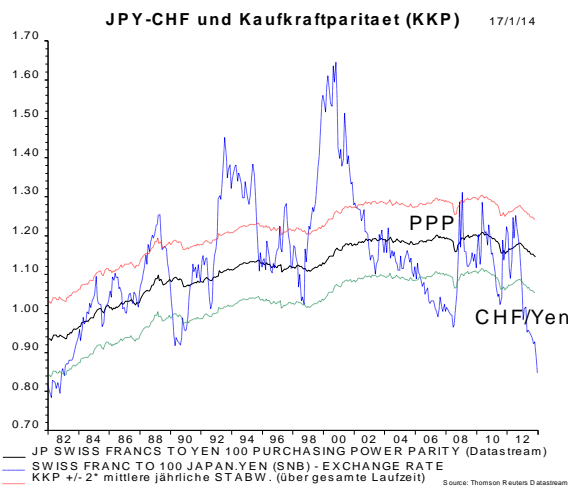
52



- Leichter Anstieg des £ erwartet
- Zinsdifferenz zu Euro und chf erwartet

josef.marbacher@fhnw.ch

53



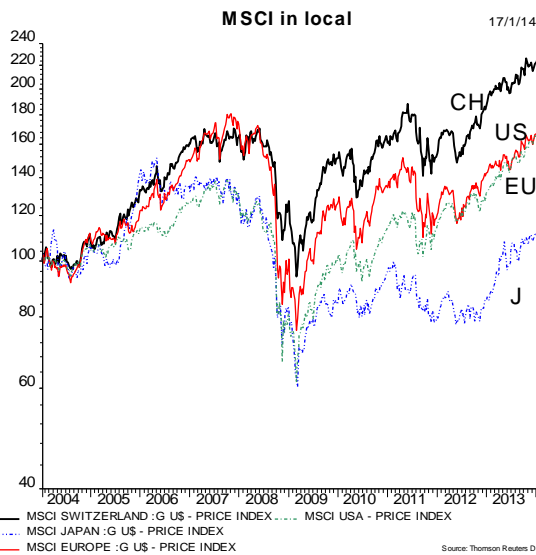
- Yen ist extrem unterbewertet (> 2 sigmas)
- Keine weitere Abwertung erwartet
- Markteintritt ideal

josef.marbacher@fhnw.ch

54

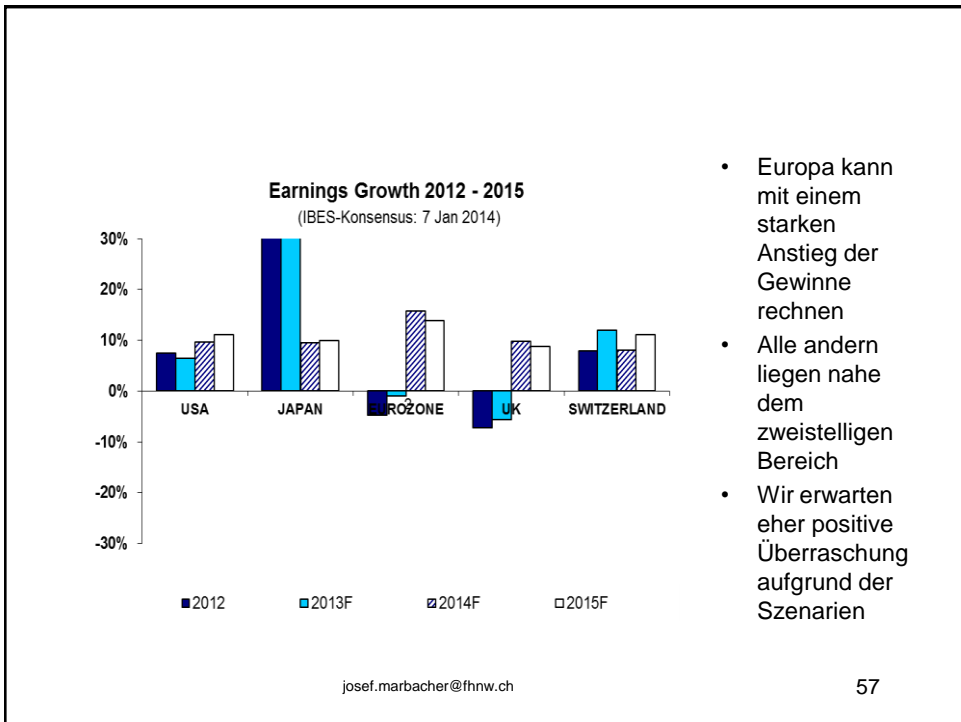
## Aktien- und Bondbewertungen

Bewertungsverzerrungen immer noch gross



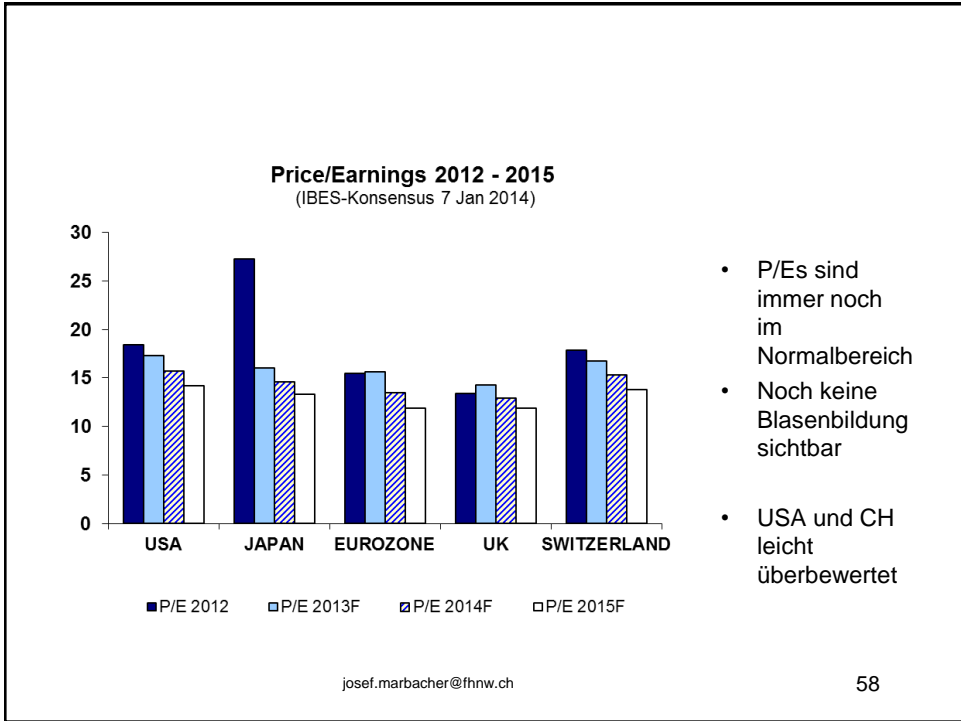
- Wendepunkt der amerikanischen Geldpolitik stellt Risiko für die Aktienmärkte dar

- Dem stehen die Chancen der höheren Gewinne dank der besseren Konjunktur gegenüber



- Europa kann mit einem starken Anstieg der Gewinne rechnen
- Alle andern liegen nahe dem zweistelligen Bereich
- Wir erwarten eher positive Überraschung aufgrund der Szenarien

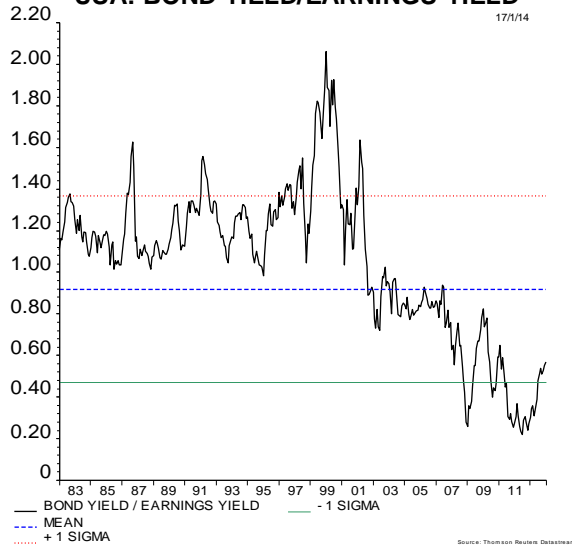
57



- P/Es sind immer noch im Normalbereich
- Noch keine Blasenbildung sichtbar
- USA und CH leicht überbewertet

58

### USA: BOND YIELD/EARNINGS YIELD



- Bewertungsverzerrung bei den Bonds deutlich korrigiert
- Weitere Angleichung der Relation durch primär durch weitere Zinserhöhung, weniger über höheres PE

59

### EMU: BOND YIELD / EARNINGS YIELD (MEAN +/- 1 SIGMA)



- Bewertungsverzerrung zuungunsten der Obligationen nur unwesentlich korrigiert
- Weitere Korrekturen über höhere Zinsen und höhere PE's aber erst in der zweiten Hälfte 2014

60

# Anlagepolitische Schlussfolgerungen 1.Q 2014

## ASSET ALLOKATION (13 Jan 2014)

**Aktien:** Von leicht untergewichteter auf neutrale Position setzen. **Obligationen:** Duration am unteren Rand der Bandbreite halten und über Cash sicherstellen. **Immobilien CH :** auf leicht untergewichteter Position belassen.

### AKTIEN

**Europa:** Von neutraler auf leicht übergewichtete Position setzen (Erstes quartil der Bandbreite). **USA:** Auf leicht untergewichteter Position belassen. Zudem: **Nord- und Südeuropa** gleichmässig gewichtet belassen.  
**CH:** Auf leicht untergewichteter Position belassen. **EMMAS:** Auf neutraler Position belassen.

**Sektorallokation: Finanzsektor and high Beta Sektoren** von neutral auf leicht übergewichtete Position setzen.  
**Defensive Sektoren:** Von neutral auf leicht untergewichtete Position setzen. **Klein- und mittelkapitalisierte Werte:** Von leicht untergewichteter auf neutrale Position setzen.

### OBLIGATIONEN

**Laufzeit** der Obligationen am unteren Rand der Bandbreite halten.

**Euroanlagen/Schweiz/USA:** neutrale Position belassen. Keine **Absicherung** der Euroanlagen, da SNB-Put **Unternehmens-** zulasten der **Staatsanleihen** von leicht untergewichtet auf leicht übergewichtet setzen. **Höher verzinsliche Anlagen** auf leicht übergewichteter Position belassen.

### CASH

Cash bleibt zulasten der Obligationen übergewichtet. Aktien werden zulasten von Cash übergewichtet.