

# Absolutreport

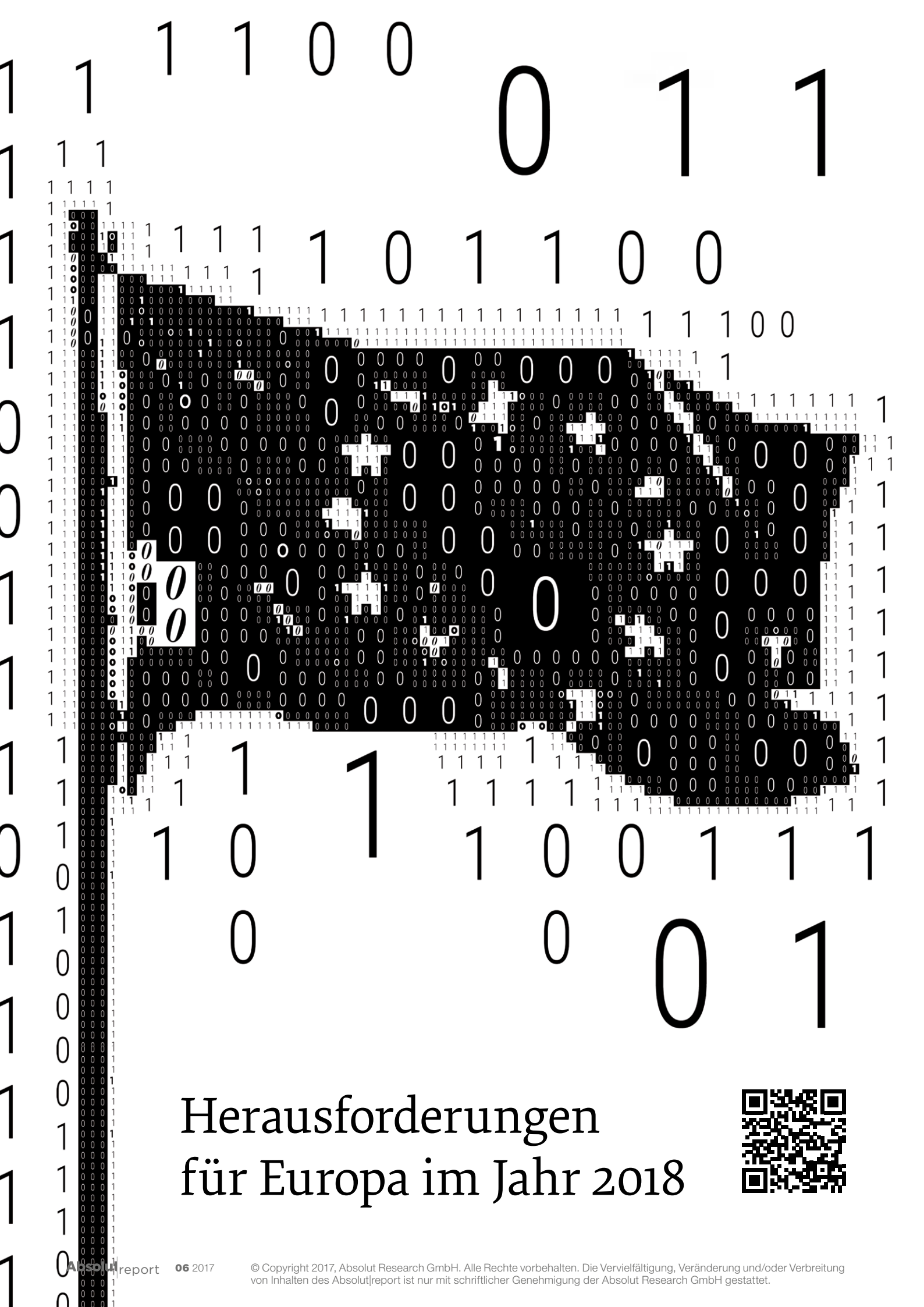
Neue Perspektiven  
institutionelle Investoren

Die  
**100.**

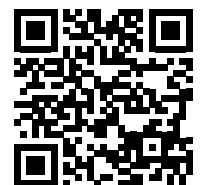
Ausgabe kostenlos  
anfordern!

06 | 2017

**Neue Perspektiven** im Asset Management | Herausforderungen für **Europa** im Jahr 2018  
| Nachhaltigkeit im Finanzsektor – **H4SF** | Finanzmathematische Frühwarnsysteme in der  
**Aktienallokation** | **Factor Investing** in der institutionellen Kapitalanlage | **Risiko managen**  
– Innovative Ansätze für institutionelle Investoren | **Nowcasting** statt Forecasting



# Herausforderungen für Europa im Jahr 2018





**DR. HEINZ-WERNER RAPP**  
Gründer und Leiter  
FERI Cognitive Finance Institute  
Vorstand FERI AG  
Bad Homburg

Das Jahr 2017 hat zu Zweifeln am Fortschritt der europäischen Integration geführt.

Hat die Währungsunion im Zeichen von Brexit, EZB-Politik, Strukturproblemen und Populismus noch eine Zukunft?

Dr. Heinz-Werner Rapp vom FERI Cognitive Finance Institute diskutiert die Herausforderungen, mit denen die europäischen Staaten und auch die institutionellen Anleger im Jahr 2018 konfrontiert werden.

## Einführung

2018 stehen drei gewichtige Themen auf der politischen Agenda der Eurozone (EMU): Zum einen die Parlamentswahl in Italien, zum anderen das Ende der offensiven Wertpapierkäufe der EZB (Tapering) und schließlich noch der Versuch der europäischen Spitzenpolitik, grundlegende Reformen der EMU anzupacken. Jedes einzelne dieser Themen enthält Sprengkraft, sowohl für das politische Koordinatensystem der EMU als auch für die Finanzmärkte. Doch speziell das zeitliche Zusammentreffen dieser drei Faktoren im kommenden Jahr verspricht eine potenzielle Risikodynamik.

Nachfolgend werden diese Überlegungen erweitert und konkretisiert. Im Anschluss erfolgt eine kurze Risikoeinschätzung anhand verschiedener Szenarien.

## QE-Tapering 2018

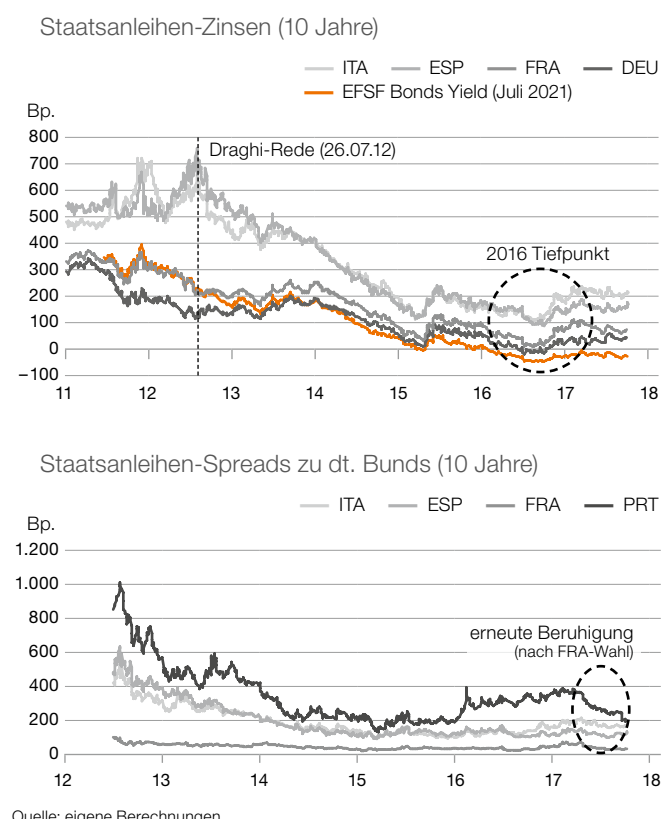
Am 26. Juli 2012, am Hochpunkt der Eurokrise, betrat EZB-Präsident Mario Draghi Neuland in der europäischen Geldpolitik. Mit seiner legendären Aussage, den Euro zusammenzuhalten

„whatever it takes“, sprach Draghi faktisch eine Bestandsgarantie für den Euro aus. Die akute Phase der Eurokrise konnte sich deshalb relativ schnell entspannen, ohne dass Draghi (bzw. die EZB) auch nur einmal wirklich intervenieren musste. Seitdem hat die EZB unter Mario Draghi eine Reihe von Maßnahmen und Sicherheitsnetzen für die Eurozone eingezogen, um diese Bestandsgarantie auch tatsächlich erfüllen zu können. Zunächst hat Draghi, mit machiavellistischer Rhetorik, den Erhalt des Euro zum Kern des EZB-Mandats umdefiniert. Seitdem folgt die EZB genau dieser Logik: Sie tut heute Dinge, die mit ihrem früheren Mandat kaum noch vereinbar wären. Eine Vielzahl verfassungsrechtlicher Prüfungen, Klagen und Beschwerden gegen diese notorische Mandatsverletzung unterstreicht diesen Punkt.

Das zweite Manöver der EZB bestand darin, ab 2014 (und erneut ab 2015) großangelegte Kaufprogramme für Euro-Wertpapiere aufzusetzen. Dieses Quantitative Easing (oder kurz: QE) läuft bereits seit rund drei Jahren und hat ein summarisches Zielvolumen von rund 2,55 Bill. Euro: Die Bilanz der EZB expandiert dadurch gegenüber dem Stand von 2007 um rund das Dreifache; die Finanzierung der Käufe erfolgt in derartigen Fällen schlicht durch neu gedrucktes Zentralbankgeld.

Die Wirkung der QE-Programme zeigt sich in zwei Tendenzen am Kapitalmarkt sehr deutlich: Die Zinsen für Staatsanleihen der Eurozone, noch viel wichtiger aber die Risiko-Spreads innerhalb der EMU, sind seitdem deutlich gefallen. Beide Effekte gelten auch für die Staatsanleihen tendenziell risikoreicher, hoch verschuldeter Länder wie Italien, Portugal oder Griechenland (siehe **ABBILDUNG 1**).

## 1 | Zinsen und Risiko-Spreads in der EMU





# Große Verantwortung braucht verlässliche Lösungen. Wir nehmen Ihren Erfolg persönlich.

Wer mit profitablen Aussichten anlegen möchte, braucht  
echte Kompetenz. Wir sind jederzeit mit passenden Lösungen  
und Anlagestrategien für Sie da.

**Erfolg beginnt mit Respekt.**

**„Deka**  
Institutionell





Das inhärente Risiko potenzieller Staatsschuldenkrisen, und damit auch eines erneuten Aufflommens der Eurokrise, wurde so von der EZB deutlich abgesenkt und faktisch eliminiert. Im Gegenzug hat die EZB durch ihre Politik das Zinsumfeld der EMU massiv verzerrt. Die EZB hält heute bereits rund ein Drittel des Gesamtbestands der europäischen Staatsanleihen und ist so zum entscheidenden Market Maker für EMU-Staatsanleihen mutiert. Die Logik normaler Preisbildung sowie rationaler Risikobewertung sind seitdem quasi außer Kraft.

Dieses artifiziiell „aufgehübschte“ Umfeld wird sich im kommenden Jahr deutlich ändern: Mit Ankündigung vom 26. Oktober 2017 hat Draghi erklärt, das Volumen der monatlichen Wertpapierkäufe deutlich zu reduzieren, von bisher 60 Mrd. Euro auf nur noch 30 Mrd. Euro. Gleichzeitig soll das Kaufprogramm gegen Ende 2018 ganz auslaufen. Dieses Tapering kommt nicht überraschend, sondern ist Grundbestandteil der bisherigen QE-Strategie der EZB. Und schon jetzt hat sich der „monetäre Impuls“, also die positive Veränderungsrate der Ankaufvolumina, deutlich abgeflacht (siehe **ABBILDUNG 2**).

Dies bedeutet, dass Politik und Finanzmärkte 2018 nicht mehr wie bisher im künstlichen Wachkoma einer generösen EZB-Politik dahindämmern können. Stattdessen könnte 2018 die disziplinierende Kraft der Märkte, erstmals wieder nach langer Zeit, diesen Dornröschenschlaf unsanft beenden.

### Politik lässt „Draghi-Put“ verstreichen

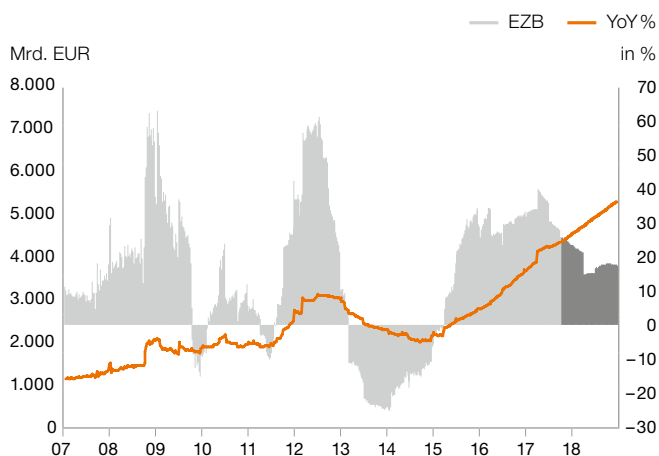
Draghi und die EZB haben der europäischen Politik durch ihr QE-Programm ein großzügiges Zeitfenster „gekauft“. Dieses hätte dringend für strukturelle Reformen der EMU genutzt werden sollen. Draghi selbst hat immer wieder – inoffiziell, aber deutlich – auf diesen Kontext hingewiesen. Auch der Endpunkt des QE-Programms wurde von der EZB frühzeitig benannt, um einen klaren Zeitstrahl vorzugeben. Bisher hat die europäische Spitzenpolitik jedoch diese Steilvorlage, den sogenannten Draghi-Put, weitgehend ungenutzt verstreichen lassen.

Die Lehren aus der Eurokrise von 2010 bis 2012 waren eigentlich sehr klar: Die EMU leidet seit ihrer Gründung unter einer Vielzahl gravierender Konstruktionsmängel, die heute als potenzielle „Bruchlinien“ den Bestand der EMU und des Euro strategisch gefährden. Dazu zählen konzeptionelle Missverständnisse und asymmetrische Anreizsysteme (Moral-Hazard-Problem), stark divergente ökonomische Leistungsdaten der Teilnehmerländer sowie nicht zuletzt ausufernde Staatsschulden und andere gravierende Strukturprobleme (siehe **ABBILDUNG 3**).

Ein markantes Beispiel für gravierende Konstruktionsmängel der EMU sind auch die sogenannten Target-Salden. Diese sind inzwischen – völlig konträr zu ihrer Ursprungsfunktion – innerhalb der Währungsunion zu einer Art „Schattenfinanzsystem“ mutiert. Die missbräuchliche Nutzung des Target-Systems hat dazu geführt, dass sich seit 2010 gewaltige Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen einzelnen Notenbanken der EMU gebildet haben. Die Negativsalden bilden heute eine starke politische Drohkulisse, die von den hoch verschuldeten Ländern der EMU gegenüber Ländern wie Deutschland jederzeit eingesetzt werden kann (siehe **ABBILDUNG 4**).

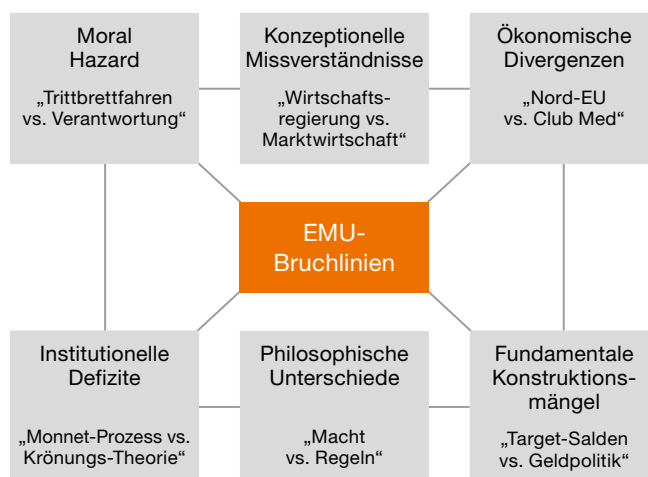
## 2 | Monetärer Impuls in der EMU wird schwächer

EZB-Zentralbankbilanz und Prognose



Quelle: eigene Berechnungen

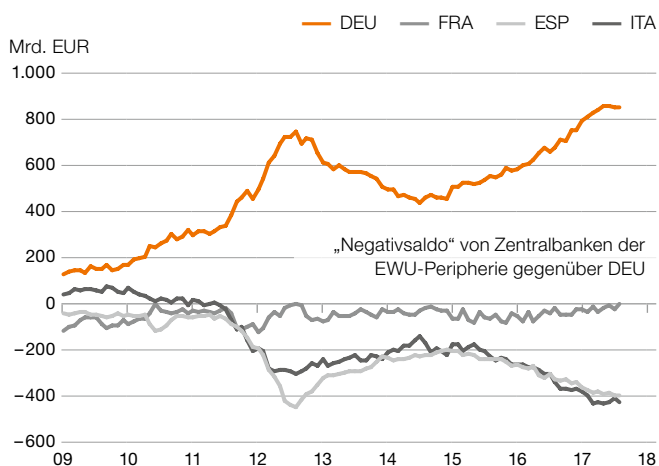
## 3 | Grundprobleme und „Bruchlinien“ der EMU



Quelle: eigene Berechnungen

## 4 | Das Problem der Target-Salden

Euroraum: Target2-Salden



Quelle: eigene Berechnungen

» DIE INFLATION IST  
NOCH NICHT DA,  
WO SIE SEIN SOLLTE. «

MARIO DRAGHI\*  
EZB-Präsident  
20.07.2017

» DER MISCHFONDS  
**DJE - ZINS & DIVIDENDE**  
BEHAUPTET SICH  
IN JEDEM  
INFLATIONSUMFELD. «

DR. JAN EHRHARDT  
Vorstand DJE Kapital AG

Der Mischfonds DJE - Zins & Dividende zeichnet sich durch eine differenzierte Gewichtung von Anleihen und Aktien aus. Zielsetzung ist es, regelmäßige Zinseinkünfte zu generieren sowie eine möglichst nachhaltige positive Wertentwicklung bei geringer Volatilität zu schaffen. Durch diese Strategie behauptet sich der Fonds mit einem Mindestanteil von 50 % Anleihen in den Inflationsumfeldern. **Fordern Sie unsere Unterlagen an: [info@dje.de](mailto:info@dje.de)**



Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Aktienkurse können markt-, währungs- und einzelwertbedingt relativ stark schwanken. Wertpapiere bieten keinen umfassenden Schutz gegen die Geldentwertung. Auszeichnungen, Ratings und Rankings sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu Chancen und Risiken finden Sie auf der Webseite [www.dje.de](http://www.dje.de). Der Verkaufsprospekt und weitere Informationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der DJE Investment S.A. oder unter [www.dje.de](http://www.dje.de) erhältlich. Verwaltungsgesellschaft der Fonds ist die DJE Investment S.A. Vertriebsstelle ist die DJE Kapital AG.

\*Im Original: „inflation is not where we want it to be, and where it should be“, Mario Draghi, Pressekonferenz 20.07.2017, Frankfurt am Main. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170720.en.html>



## Das kleine Einmaleins einer Währungsunion

Jeder Ökonom weiß, dass eine Währungsunion mit großen Divergenzen und Ungleichgewichten nicht dauerhaft funktionieren kann. Für die wirtschaftlich schwachen Länder entsteht schon nach kurzer Zeit ein erhöhter Preis- und Wettbewerbsdruck. Im Regime einer einheitlichen Währung kann dies jedoch weder durch niedrige Zinsen noch eine tiefere Währung kompensiert werden. Im Ergebnis fallen die schwachen Länder immer weiter zurück, was die Ungleichgewichte weiter verstärkt. Sofern die schwachen Länder diejenigen mit der höchsten Verschuldung sind, entsteht das Rezept einer perfekten Krise. Genau das passierte 2014 Griechenland, könnte inzwischen jedoch auch „großen“ Ländern wie Italien drohen.

Der ehemalige britische Notenbankchef Mervyn King hat diese Zusammenhänge in einer einfachen, aber grundlegenden Analyse auf den Punkt gebracht. King identifiziert genau vier Möglichkeiten, die den möglichen Verlaufspfad einer „heterogenen“ Währungsunion definieren:

**Möglichkeit 1** fordert restriktive Reformen von den „schwachen“ Ländern, was diese jedoch meist in eine tiefe Krise stürzen würde (Griechenland als Beispiel).

**Möglichkeit 2** verlangt Anpassungen von den „starken“ Ländern, die ihre Wettbewerbsfähigkeit künstlich drücken und insbesondere „mehr Inflation“ zulassen müssten.

**Möglichkeit 3** läuft auf eine „Transferunion“ hinaus, also die Errichtung eines Systems dauerhafter (substanzialer) Transferzahlungen von den „starken“ zu den „schwachen“ Ländern.

**Möglichkeit 4** ist – als dramatische Variante – schlicht der Zusammenbruch der Währungsunion.

Obwohl King diese Ableitung nicht explizit auf die EMU bezieht, sind die Botschaften sehr klar. Die grundsätzliche Richtigkeit der Analyse wird auch in Brüssel, Paris oder Berlin kaum bestritten. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass die ersten beiden Möglichkeiten in der EMU bereits umgesetzt wurden: Die Reformprogramme für Griechenland, Irland, Portugal oder Spanien, die seit 2012 aktiviert wurden, folgen erkennbar Möglichkeit 1. Sie haben jedoch auch die politischen Risiken und Grenzen solcher Schritte klar aufgezeigt. Doch auch Möglichkeit 2 wird bereits genutzt, was vielen Investoren bisher kaum bewusst ist.

**ABBILDUNG 5** zeigt ein wenig bekanntes Bild der EMU, ausgehend von der Entwicklung der Preiswettbewerbsfähigkeit. Wie die Grafik belegt, hat das „starke“ Deutschland seit 2010 seine Lohnstückkosten deutlich erhöht, seine Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu anderen Ländern der EMU also erkennbar verschlechtert. Ohne dass dies öffentlich bekannt wäre, trägt Deutschland so seit Jahren erhebliche Nachteile zugunsten einer Stabilisierung der EMU. Das bisher stärkste Land der EMU hat damit seinen Kurs deutlich verändert: Faktisch befolgt Deutschland seit 2010 Kings Möglichkeit 2!

Doch weder Möglichkeit 1 noch Möglichkeit 2 scheinen ausreichend, um die EMU dauerhaft zu stabilisieren. Da Möglichkeit 4 in Europa nicht viel Sympathie genießt, kommt Möglichkeit 3, die Errichtung eines Transfersystems, verstärkt ins Spiel. Jüngste politische Vorstöße aus Brüssel und

Paris gehen inzwischen klar in Richtung einer solchen „Europäischen Transferunion“.

## Das Dilemma der Politik

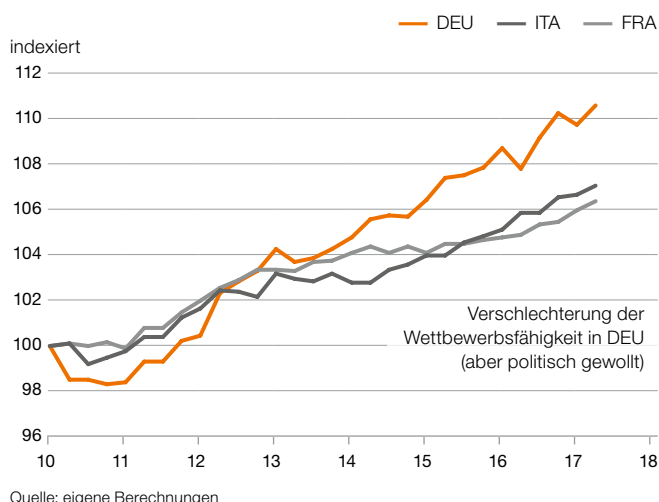
Genau hier beginnt das Dilemma einer „Euro-Challenge 2018“. Um tatsächlich ernsthafte – und im Fall „Transferunion“ sehr tiefgreifende – Reformschritte für die EMU einleiten zu können, bräuchte die Politik vor allem zwei Dinge: politische Handlungsfähigkeit und gleichzeitig Ruhe an den Finanzmärkten. Beides ist 2018 jedoch keinesfalls selbstverständlich angesichts unklarer politischer Konstellationen in Deutschland und des anstehenden Taperings der EZB.

Nun rächt sich, dass die Politik sich lange Zeit auf dem „Draghi-Put“ ausgeruht und kaum Fortschritte gemacht hat. Inzwischen tickt die EMU-Uhr jedoch bereits sehr vernehmlich, und das Zeitfenster für ernsthafte Reformschritte reduziert sich auf wenige Monate im Jahr 2018. Auch Mario Draghi dürfte mit Sorge beobachten, dass die Politik in Europa das großzügig verschaffte EZB-Polster bisher nicht für Fortschritte in der institutionellen und ökonomischen Architektur der EMU genutzt hat. Auf einer EZB-Konferenz zur Notwendigkeit von Strukturreformen in der EMU brachte Draghi diese Sorge erst vor Kurzem klar zum Ausdruck.

Erschwerend kommt hinzu, dass die politische Konstellation in Deutschland sich vor Kurzem grundlegend verändert hat. Im Gegensatz zur europafreundlichen rot-schwarzen GroKo-Regierung in Berlin dürfte eine neue Regierung, getrieben durch eine erstarkte FDP und gezielten Druck der AfD, in der Europapolitik mehr Prinzipientreue und weniger kostspielige Experimente einfordern. Seit dem Platzen einer Jamaika-Koalition erscheint der politische Ausblick für Deutschland sogar noch deutlich unsicherer als zuvor. Da in der EMU alle wichtigen Fragen mit Berlin abgestimmt werden müssen, schränkt dies den Spielraum für Reformprojekte im kommenden Jahr deutlich ein. Der Aufbau neuer EMU-Strukturen und das Schmieden finanzieller Kompromisse

## 5 | Wettbewerbsfähigkeit von EMU-Kernländern

Lohnstückkosten



werden somit deutlich schwerer. Da die Mehrzahl der derzeit vorliegenden Vorschläge deutlich in Richtung „Transferunion“ weist, dürften 2018 kaum echte Fortschritte möglich sein. Gleichzeitig erhöhen sich jedoch die Risiken, die aus einer weiteren Verzögerung oder Verschleppung notwendiger Reformschritte resultieren.

Hierin liegt 2018 ein echtes Dilemma: Allen politischen Spielern der EMU ist inzwischen klar, dass die Währungsunion und der Euro nicht „einfach so“ funktionieren. Vielmehr muss deren Architektur grundlegend verändert und abgesichert werden. Ebenfalls dürfte den Regierungen – auch der deutschen – bewusst sein, dass dafür erhebliche finanzielle Mittel aufgebracht werden müssten (entsprechend Möglichkeit 3 in Kings Analyse). Bisher hat die EZB diese Notwendigkeit erfüllt, indem sie den Euroraum durch massive monetäre Intervention stabilisiert und den ökonomisch schwächeren Ländern erhebliche Erleichterungen verschafft hat. Ab 2018 steht dieses monetäre „Opium“ jedoch immer weniger zur Verfügung. Somit sind andere Lösungen gefordert, und dies eher schnell als langsam. Verpasst die EMU-Politik dieses kritische Zeitfenster erneut, so könnten die Märkte schon 2018 damit beginnen, die Stabilität der EMU erneut auf die Probe zu stellen.

## Vergiftete Geschenke aus Paris?

Schon kurz nach Regierungsantritt hat der französische Präsident Emmanuel Macron eine Vielzahl von Vorschlägen zur Reform der EMU vorgelegt, darunter das Angebot zu einer „Neugründung Europas“. Macrons Thesen sind zwar kreativ und vielleicht seit Langem das Interessanteste, was auf der politischen Bühne der EMU vorgetragen wurde. Dennoch zeigt sich auch dort das klassische Problem der EMU: Die Mehrzahl ihrer Mitgliedsländer sieht den Euro zwar als gemeinsames Prestigeprojekt, lehnt jedoch Eigenverantwortung meist ab. Stattdessen werden immer neue „Finanztöpfe“ gefordert, um die Konstruktionsmängel der EMU zu überbrücken. Selbstredend wird Deutschland, als größtem Nettozahler der EU, dabei die Rolle als Zahlmeister und „financier of last resort“ zugedacht.

Zu den kostspieligsten Vorschlägen dieser Art zählt die „Vollendung der Bankenunion“: Dies würde ein gemeinschaftlich finanziertes System zur Einlagensicherung europäischer Banken bedeuten. Deutsche Steuerzahler müssten im Notfall für Schulden und Altlasten anderer Länder – etwa Italien – geradestehen. Ähnlich gelagert sind Vorschläge zur „Vollendung der Sozialunion“, die auf eine gemeinsam finanzierte europäische Arbeitslosenversicherung hinauslaufen würden. Neuerdings wird auch der Umbau des Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM), ursprünglich eine Notgeburt der Eurokrise, in einen „Europäischen Währungsfonds“ mit zusätzlicher „Finanzierungskapazität“ gefordert, die dann als Instrument zur leichteren Ausweitung und Vergemeinschaftung europäischer Staatsschulden dienen soll.

All diese Vorschläge haben eines gemeinsam: Sie könnten zwar manches akute Problem der Eurozone mildern, wären jedoch am Ende aus den Taschen deutscher Steuerzahler zu finanzieren. Damit verbunden wären erhebliche negative An-

reizwirkungen: Unkonditionierte Haftungsverbünde würden die „schwächeren“ Länder zum „Trittbrettfahren“ und Missbrauch des Systems verleiten. Bestehende Probleme der EMU würden durch derartige Konzepte also nicht behoben, sondern – im Gegenteil – durch negative Anreizwirkungen weiter verstärkt und perpetuiert.

Vor dem Hintergrund der veränderten politischen Konstellation in Berlin ist es inzwischen deutlich unwahrscheinlicher, derartige Vorschläge tatsächlich umzusetzen. Darin liegt – trotz begründeter Skepsis – auch eine gewisse Tragik. Denn: Ohne echte Strukturreformen dürfte die Europäische Währungsunion wohl ihre inhärente Tendenz zu krisenhaften Episoden – oder sogar zum Scheitern – fortsetzen, ganz entsprechend Kings Möglichkeit 4.

## Italien-Wahl 2018 als Risikofaktor

Zu diesen Problemen hinzu kommt 2018 noch die Parlamentswahl in Italien. Ausgelöst durch ein Referendum der damaligen Regierung Renzi, müssen die Italiener spätestens bis Mai 2018 zu Neuwahlen antreten. Dieser Plan sollte Renzi eine stabile Mehrheit verschaffen, erscheint jedoch inzwischen als politisches Vabanquespiel. Die italienischen Wähler sind derzeit sehr anfällig für antieuropäische und populistische Strömungen und stark gegen das politische Establishment eingestellt. Mehrere Parteien haben im Erfolgsfall bereits ein Anti-Euro-Referendum angekündigt. Analog zum Brexit könnten diese Entwicklungen Italien sogar mittelfristig aus der EU führen.

Die Wahrscheinlichkeit für ein solches Szenario ist keinesfalls gering, sondern scheint im Vergleich zu anderen Ländern außergewöhnlich hoch. **ABBILDUNG 6** zeigt deutlich, dass in Italien die proeuropäischen Parteien deutlich hinter die EU-skeptischen Kräfte zurückgefallen sind.

Was steckt hinter diesem Phänomen? Aus heutiger Sicht ist Italien, mit Blick auf die EMU, der Gorilla im Spielzeugladen. Das Land hat mit einer Summe von rund 2,3 Bill. Euro die dritthöchsten Staatsschulden der Welt (nach den USA und Japan) angehäuft. Gleichzeitig ist Italien unter den G7-Ländern dasjenige, das ökonomisch mit deutlichem Abstand am schwächsten erscheint (siehe **ABBILDUNG 7**).

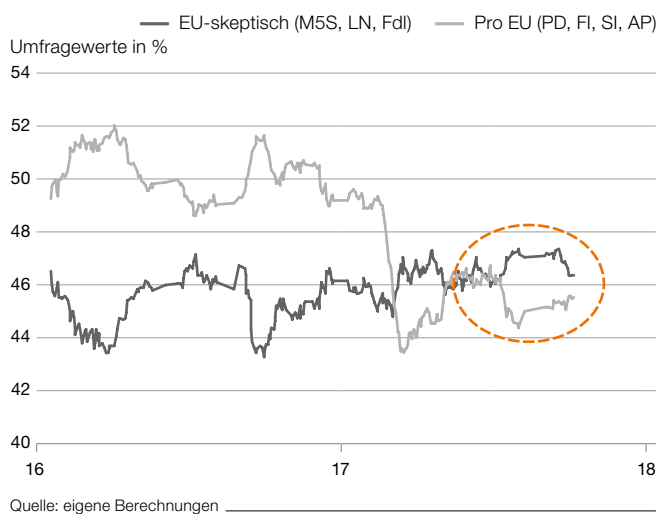
Wie **ABBILDUNG 7** deutlich zeigt, hat Italiens Wirtschaft seit dem Jahr 2000 stagniert, während andere G7-Länder in dieser Zeit – trotz Finanzkrise und Rezession – ein kumuliertes Wachstum von bis zu 35% erzielen konnten. Arbeits- und Perspektivlosigkeit in weiten Kreisen der italienischen Bevölkerung sind die Konsequenz. Hinzu kommen Altlasten und faule Schulden im italienischen Bankensystem von deutlich über 300 Mrd. Euro. In Veranstaltungen in Rom wird offen über die Zukunft der italienischen Staatsschulden diskutiert, bis hin zu Szenarien eines Staatsbankrotts oder einer Schuldenstreichung. Aus Sicht führender Ökonomen, darunter Nobelpreisträger Joseph Stiglitz, ist Italien inzwischen „stehend k.o.“ und müsste schon aus Selbstschutz den Euroraum verlassen.

Die Wahl 2018 in Italien ist insofern ein zentrales Ereignis für die Zukunft der EMU. Der Frust vieler Italiener scheint inzwischen so hoch, dass Vernunftargumente kaum noch



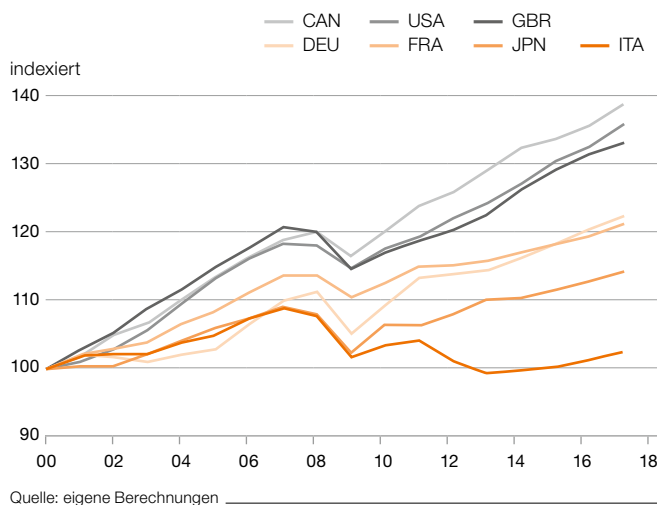
## 6 | Wahlen in Italien als Risiko für EMU

ITA: Umfrage zur Parlamentswahl



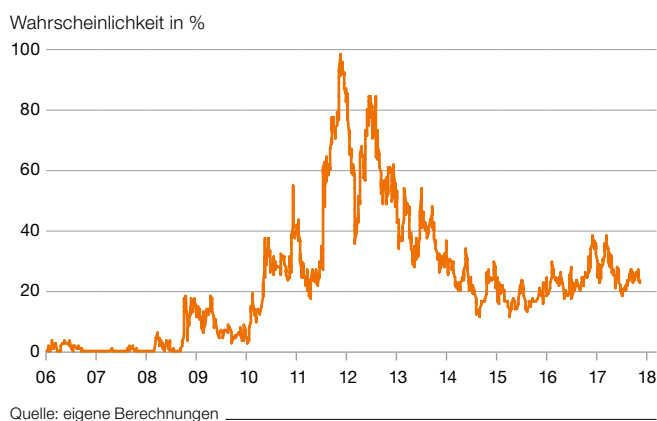
## 7 | Italien und sein ökonomisches Problem

BIP-Wachstum: G7



## 8 | FERI EMU Break Up-Indikator

Implizierte Euro-Break-up-Wahrscheinlichkeit (10 Jahre)



wahrgenommen werden. Nach dem Brexit könnte somit 2018 durchaus auch noch ein „Italeave“ drohen. Bis auf Weiteres sollte dieses Risiko mit Blick auf 2018 sehr ernst genommen und eng überwacht werden.

## Schlussfolgerungen für strategische Investoren

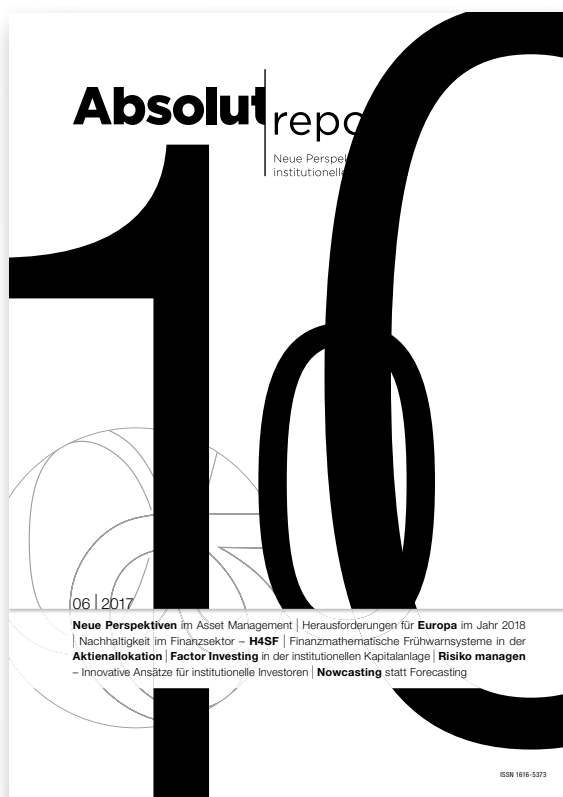
Die dargestellten Überlegungen machen deutlich, dass 2018 – im Gegensatz zu den vergangenen fünf Anlagejahren – durchaus wieder spannend werden könnte. Die zeitliche Überschneidung der drei kritischen Faktoren Italien-Wahl, EZB-Tapering und Reform-Dilemma repräsentiert ein pointiertes Risikoszenario für Europa und die EMU. Dieses könnte sich im ungünstigen Fall dynamisch verschärfen und an den Märkten gefährlich „hochschaukeln“. Spezielle Indikatoren wie etwa der FERI EMU Break Up-Indikator machen derartige Tendenzen frühzeitig sichtbar und können als sinnvolles Frühwarnsystem verwendet werden (siehe **ABBILDUNG 8**).

Bisher scheinen die skizzierten Fragen in der Wahrnehmung der Märkte zwar noch keine allzu große Rolle zu spielen (vgl. aktuell tiefer Stand des FERI EMU Break Up-Indikators). Sobald das Ende des QE-Programms definitiv näher rückt und folglich auch das Valium der EZB seine Wirkung verliert, werden die Märkte aufwachen und wieder verstärkt ihrer Rolle als disziplinierender Faktor nachkommen. Sie dürften dann kritisch hinterfragen, welche Schritte die Politik in puncto Reform der EMU-Architektur tatsächlich plant oder umsetzen kann. Sollte diese Prüfung und deren Ergebnis unbefriedigend ausfallen, könnten die Märkte nervös werden. Diese kritische Phase könnte bereits im Vorfeld der Italien-Wahl beginnen, also schon im ersten Halbjahr 2018.

Grundsätzlich ist zwar anzunehmen, dass auch EZB-Präsident Mario Draghi diese Risiken kennt. Nicht zuletzt deshalb wurde bisher kein verbindliches Enddatum für die QE-Politik der EZB genannt. Die EZB würde wohl erneut gezielt intervenieren, falls Marktverwerfungen dies erfordern sollten. Dennoch dürfte der Spielraum für pauschale Geldspritzen 2018 geringer werden, da die EZB nach ihrer langen Phase monetärer Expansion zunehmend unter Kritik steht.

Es wird spannend sein, die „Euro Challenge 2018“ und die Reaktionen der Finanzmärkte auf die skizzierten Szenarien zu beobachten. Investoren sollten 2018 ein erhöhtes Maß an Wachsamkeit walten lassen. Insbesondere die Umfragewerte in Italien sowie die Entwicklung der Risiko-Spreads europäischer Staatsanleihen sollten vorerst sehr genau verfolgt werden. Auch spezielle Indikatoren wie etwa der FERI EMU Break Up-Indikator, dürften eine gute Risikoüberwachung ermöglichen.

## inhalt 06/2017



### kommentare

**DR. WOLFRAM GERDES** Kirchliche Zusatzversorgungskasse Rheinland-Westfalen  
**DR. JOCHEN KLEEBERG** alpha portfolio advisors GmbH, Kronberg im Taunus

### artikel

**Neue Perspektiven im Asset Management – Märkte im Wandel**  
**MICHAEL BUSACK** Absolut Research GmbH

**Nachhaltigkeit im Finanzsektor – Hub for Sustainable Finance**  
**PROF. DR. ALEXANDER BASSEN** Universität Hamburg  
**YVONNE ZWICK** Rat für Nachhaltige Entwicklung

**Herausforderungen für Europa im Jahr 2018**  
**DR. HEINZ-WERNER RAPP** FERI Cognitive Finance Institute

**Finanzmathematische Frühwarnsysteme in der Aktienallokation**  
**DR. OLIVER SCHLICK, MARKUS WAHL, PROF. DR. RUDI ZAGST**  
Technische Universität München

**Nowcasting statt Forecasting –  
ein Plädoyer für systematische Entscheidungsfindung**  
**ALEXANDER INEICHEN** IR&M

**Factor Investing:  
Implementierung in der institutionellen Kapitalanlage**  
**DR. HUBERT DICHTL, ULF SCHAD** dichtl research & consulting GmbH  
**PROF. DR. WOLFGANG DROBETZ** Universität Hamburg

**Risiko managen –  
Innovative Ansätze für institutionelle Investoren**  
**HERWIG KINZLER, CÄCILIA LUGAUER, MICHAEL SAULER** Mercer

### drei fragen an

**DAVID F. SWENSEN** Chief Investment Officer Yale University

Ja, ich möchte den Absolutreport 06/2017  
als **kostenloses** Printexemplar anfordern.

Bitte ausfüllen, scannen und senden an:  
info@absolut-research.de

Oder online ausfüllen:  
www.absolut-report.de/anf100



Absolut Research GmbH  
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Besuchte Veranstaltung