

**Öl-Futures lassen
stark steigende
Preise erwarten**

**Baldige Umkehr
der US-Dollar-
Abwertung wird
Volatilität
erzeugen**

Theresa Mays Autorität schwindet immer weiter während die EU eine kompromisslose Haltung zur Übergangsphase einnimmt

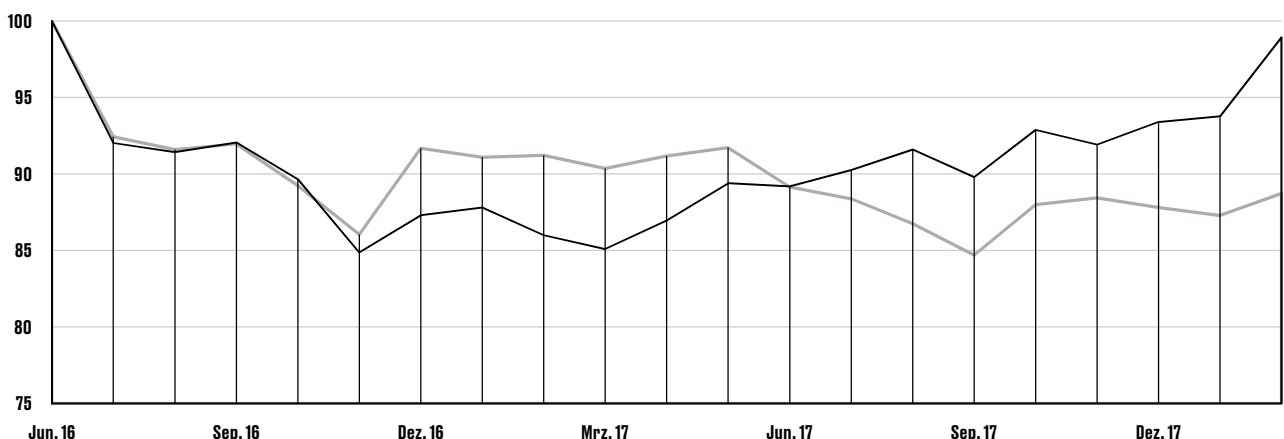
Theresa May es zudem vermocht, ihre Position durch eine der ungeschicktesten aller Kabinettsumbildungen in der Zeitgeschichte zusätzlich zu schwächen. Für gewöhnlich ein Instrument zur Demonstration der Autorität des Regierungschefs, bei dem Kabinettsmitglieder und Staatssekretäre gleichermaßen den berüchtigten Anruf früh am Morgen fürchten, wonach sie entweder gefeuert oder doch mindestens degradiert worden sind, spielten sich die Geschehnisse dieses Mal doch ziemlich anders ab: Nicht ein einziger Top-Posten wurde neu- oder umbesetzt, Philip Hammond, Boris Johnson, Amber Rudd, David Davis und Liam Fox haben alle ihre Ministerien behalten können. In einer bemerkenswerten Ergänzung dieser „Wiederernennung“, wie der politische Korrespondent der BBC, Nick Robinson das spöttisch nannte, gelang es überdies Gesundheitsminister Jeremy Hunt,

Sie hat es wieder geschafft. Nicht nur, dass die britische Premierministerin mit der Entscheidung zur Neuwahl im vergangenen Juni alles auf eine Karte setzte und verlor; nun hat

der eigentlich für einen Wechsel in das Wirtschaftsministerium vorgesehen war, die Premierministerin zu überreden (!), in seinem Job verweilen zu dürfen. Kein Weg hätte besser ausgedacht werden können, um die mangelnde Autorität Theresa Mays deutlicher zur Schau zu stellen. Mehr als jemals zuvor sieht sich ihre Regierung daher der ständigen Gefahr eines jederzeitigen Zusammenbruchs ausgesetzt, was uns zu der Bekräftigung unserer Prognose veranlasst, dass es noch in diesem Jahr eine weitere Unterhauswahl geben wird. Es ist nahezu unvorstellbar, wie diese schwächste aller denkbaren Minderheitsregierungen, die sich nur durch eine völlig abstrakte Übereinkunft mit der launischen, nordirischen DUP an der Macht hält, die nun anstehenden, verzwickten Brexit-Verhandlungen auf Gebieten wie dem zukünftigen Status Britanniens in Bezug auf die europäische Zollunion, die Souveränität über Gibraltar oder die Regelungen zur irischen Grenze überleben soll. Währenddessen hat drüben in Brüssel die EU27 festgelegt, dass die angedachte Übergangsphase aus ihrer Sicht im Dezember 2020 zu enden habe – also drei Monate früher als die von der britischen Seite angedachten vollen zwei Jahre. Und obwohl just dieser Aspekt die erste

■ GBP/USD ■ GBP/EUR

Wechselkurse GBP [1.6.2016 = 100]



Sollbruchstelle in der bisherigen Einheit der EU27 zu werden scheint, kann das Vereinigte Königreich doch nicht auf die zusätzlichen drei Monate hoffen, solange Deutschland und Frankreich sich weiterhin dagegen sperren. Die Angelegenheit wird noch diffiziler, wenn man den tieferen Grund für die harte Position der EU berücksichtigt: Jedwede Verlängerung der formalen Mitgliedschaft Britanniens in der EU bis 2021 hinein würde bedeuten, dass das Land automatisch Teilhaber am dann auszuhandelnden neuen EU-Budget wäre – ein haarsträubender Ausblick für EU-Diplomaten angesichts des Verhandlungspfands, der dem Vereinigten Königreich damit an die Hand gegeben würde. Die Frontlinien verhärten sich nach dem kurzen Aufatmen des Verhandlungserfolgs in der ersten Phase also wieder, während die Gefahr einer Implosion der britischen Regierung infolge ihrer selbst zugefügten Schwächungen immer weiter steigt. Der richtige Schlamassel der Brexit-Verhandlungen hat gerade erst begonnen.

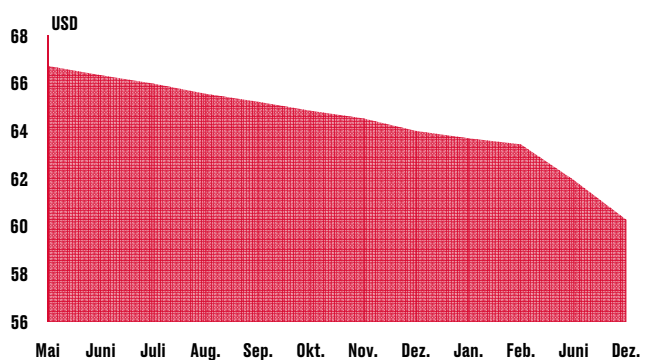
Sprung von Rohöl-Futures zurück in Backwardation-Modus lässt dauerhaft erhöhte Ölpreise erwarten

Während der Contango die Händler im Futures-Markt von einem Schritt zum nächsten vorwärts führt (mit steigenden Preisen bei jedem Schritt entlang der Zeitschiene), schreibt die Backwardation das genaue Gegenteil vor – und das scheint im Upstream-Geschäft für Rohöl auch nur Sinn zu ergeben. Öl ist ein nicht verderblicher, günstig zu lagernder Rohstoff, dessen Wert sich im Zeitablauf nicht erhöht; warum sollten dann die Preise umso weiter steigen je weiter entfernt in der Zukunft der fixe Lieferzeitpunkt liegt? Doch ebenso wie Tänzer nicht einfach abrupt den Schritt wechseln können, so tendiert auch der Futures-Markt für Rohstoffe zur Auto-Stabilisierung, wenn erst mal ein Rhythmus-Wechsel stattgefunden hat. Im Fall des Ölmarkts bedeutet das schlicht, dass Millionen von Barrel, die sogar auf vor der Küste liegenden Öltankern gebunkert worden waren, nun langsam aber beständig an Land spülen, weil es nicht länger sinnvoll ist, sie weiter vorzuhalten. Das ist Teil der Erklärung der Zahlen zur jüngsten, anhaltenden Entleerung von Rohöllagern weltweit, auch wenn dieser Teil im Vergleich

Der Markt für Rohöl-Futures ist vom sogenannten Contango zurück in seinen traditionellen ‚Tanzschritt‘ der Backwardation gefallen.

zu Faktoren wie saisonal erhöhter Nachfrage, geopolitischen Spannungen etc. gering ausfällt. Im Zeitablauf wirkt diese Reduzierung der Lagerbestände natürlich der Backwardation entgegen und lässt sie schließlich wieder in den Contango umspringen; doch wir stehen erst am Beginn des erstenen Zyklus, der noch länger anhalten wird, von einem plötzlichen Nachfrageknick (mit Blick auf das starke Wachstum der Weltwirtschaft sehr unwahrscheinlich) oder einem Zusammenbruch der OPEC-Disziplin (ebenso unwahrscheinlich, da viele Kartellmitglieder selten zuvor so abhängig von ihren Öleinnahmen waren, um ihre Staatshaushalte zu finanzieren). Es ist diese Kombination erhöhter Preise am kurzen Ende des Marktes und fallender Lagerbestände, die in den kommenden 6-9 Monaten eine Welle der Erwartung hinter erhöhten Ölpreisen aufstauen wird. Abgesehen vom unweigerlichen Effekt auf die Inflation (s. nächster Beitrag wie auch die Sektion „Konjunkturticker“ auf unserer Webseite) wird dies zwei Dinge nach sich ziehen: Netto-Ölexporture werden eine Verbesserung ihrer Handelsrelationen (Terms of Trade) erleben, was ihre Leistungsbilanzen stützen wird, während die Nettoimporteure vom Gegenteil betroffen sein werden, was die Inflation dort zusätzlich anheizen wird (z.B. in Japan, wo die Zentralbank geradezu dankbar dafür sein wird). In einem merkwürdig anmutenden Effekt allerdings wird dieser inflationäre Druck voraussichtlich zu einer Aufwertung der Währungen der betroffenen Länder führen, weil die Notenbanken so mehr Spielraum zur Normalisierung ihrer Geldpolitik verschafft bekommen (sprich: zur Beendigung der ultraexpansiven Politik der vergangenen Jahre; auch hier ist Nippon wieder das primäre Beispiel, wo auch nur die geringste Abkehr der Bank von Japan von ihrer ultralaxen Geldpolitik den Yen stark aufwerten lassen

Preiskurve Futures Brent-Öl (06.02.18., 17:06)



Quelle: Intercontinental Exchange

wird). Rohöl spielt damit dieses Jahr ein noch bedeutsamere Rolle als gewöhnlich: Falls wir Recht behalten sollten, und das schwarze Gold sein erhöhtes Preis-niveau beibehalten oder sogar noch ausbauen sollte, wird auf Grund der Folgeeffekte eine umfangreiche Neujustierung globaler makro-ökonomischer Strukturen die Folge sein. 2018 verspricht somit eine Wasserscheide für Mehrjahres- (Aktien- und Rohstoffmärkte, Welthandel) oder gar Mehrdekaden-Rahmenbedingungen (Anleihen) zu werden.

US Dollar-Verkaufswelle wird sich mit steigender Inflation umkehren und steigende Volatilität hervorrufen

aufrichten. Als das Objekt einer der radikalsten analytischen Kehrtwenden seit der Gründung unseres Unternehmens schloss der US-Dollar 2017 als eine der Währungen mit der schlechtesten Wertentwicklungen überhaupt ab, anstatt in Erwartung des kombinierten Effekts aus Zinserhöhungen der Fed und des fiskalischen Impulses der Steuer-senkungen aufzuwerten – und die meisten Analysten gehen sogar von einer Fortsetzung dieser Schwäche auch in diesem Jahr aus. Nicht so schnell, sagen wir da. Obwohl wir sicherlich nicht die Prognose eines starken Greenbacks von Anfang 2017 wiederholen wollen, weichen wir doch von der Konsensmeinung ab und erwarten eine spürbare Erholung des Dollars ab hier. Hier die Gründe: Erstens unterschätzen die Märkte aus unserer Sicht die Entschlossenheit der Federal Reserve, die Zeit des billigen Geldes endgültig hinter sich zu lassen. Wir erwarten, dass die US-Notenbank dieses Jahr mindestens viermal die Zinsen anhebt, mit einer möglichen fünften Erhöhung in Abhängigkeit der faktischen Entwicklung der Inflation (ob in einzelnen Schritten oder beispielsweise auch in Form eines 0,5%-Schritts bei einer der Erhöhungen). Obwohl Zinserwartungen bereits in den Wechselkursen eingepreist sind, sind sie aus unserer Sicht aktuell anfällig für Überraschungen nach oben, was dem Dollar entsprechenden Auftrieb verleihen wird. Doch sogar noch wichtiger wird, zweitens, der tatsächliche Effekt eines Fiskalimpulses sein, der eine ohnehin schon boomende Wirtschaft

Der Greenback hat einstweilen endgültig seine Stärke verloren – und nicht einmal die erfolgreiche Verabschiedung von Donald Trumps Steuer-senkungen konnte ihn wieder

noch zusätzlich anheizen wird: Auch wenn die Inflation bisher ein zahmes Biest gewesen ist, rechnen Sie nicht damit, dass das in den kommenden Monaten so bleibt (s. auch den zugehörigen Post auf der englischsprachigen Version unserer Webseite im Abschnitt „Economic Ticker“). Die Energiepreise mögen vielleicht nicht in ihren starken Anstieg fortsetzen, aber sie werden auch nicht einbrechen und so Inflationsdruck erzeugen, sogar falls nur durch einen statistischen Basiseffekt (s.o.). Das wird allerdings Zweitrundeneffekte nach sich ziehen und zuerst die Inflationserwartungen, später dann die Löhne und Gehälter nach oben treiben. Nun wird zusätzlich dazu durch Donald Trumps Steuer-senkungen noch zusätzliche Nachfrage am Markt erzeugt, was den Güterpreisen unmittelbar Auftrieb verleihen wird. In dem Moment jedoch, da die Inflation tatsächlich spürbar anzuziehen beginnt, könnte der Eindruck entstehen, dass die Fed den Einstieg in diesen Zinserhöhungszyklus zu spät vollzogen hat. Das wird wiederum unweigerlich die Renditen der 10-jährigen Benchmark-US-Staatsanleihe auf über 3% treiben. Sobald dieses Szenario eintritt, wird der Dollar unvermeidlich anziehen, wenn auch in gedämpfter Weise, da die USA nicht das einzige Land sind, das sich Inflationsdruck und folglich einer Normalisierung der Geldpolitik gegenüber sieht. Allerdings gibt eine machtvolle Entwicklung, die einer möglichen Aufwertung des Dollars im Wege stehen könnte: Die drohenden Handelskriege, die der US-Präsident auszulösen entschlossen scheint, werden schließlich eine deutliche Vergeltung Chinas nach sich ziehen. Wenn Pekings Ärger über die errichteten Handelsbarrieren gegen seine immer noch entscheidende Export-industrie überschäumt, könnte es sogar damit drohen, den Ankauf von US-Staatsanleihen zu stoppen – mit verheerenden Folgen. Denn die USA sind just durch ihre neujustierte Haushaltspolitik in diesem Jahr gezwungen, mehr Anleihen zu verkaufen als geplant; und das in einem Zinserhöhungsumfeld. Wenn nun auch noch einer der wichtigsten Käufer in Streik treten sollte, werden die Anleihekurse in den Keller stürzen und die Renditen folglich durch die Decke gehen. Abgesehen von diesem Außenseiter-Szenario (da China dann seine eigenen Währungsreserven schädigen würde) gibt es kaum einen ausreichend starken Faktor, der den Dollar von seiner Erholung abhalten könnte. In jedem Fall werden zwei Effekte folgen, wenn unser geschildertes Basisszenario eintritt:

Erstens werden die bisherigen Investoren-Liebhaber, die Schwellenländer und ihre Schuldbriefe besonders stark in Mitleidenschaft gezogen werden. Zweitens wird ein anhaltender Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen schließlich Auswirkungen auf die Aktienmärkte haben, wenn Anleihen schließlich höher rentieren als die durchschnittliche Dividendenrendite des S&P 500. Sogar noch prononcierter werden die Auswirkungen auf den Markt für Hochzinsanleihen sein, die Investoren in ihrem Hunger nach Rendite bislang fast ohne Rücksicht auf das individuelle Risiko geradezu aufgesaugt haben. In einem ersten Vorgeschmack sind sowohl der US-Aktien- als auch Anleihemarkt am 2. Februar in steilen Sinkflug gegangen, nachdem neue Zahlen für das jährliche Lohnwachstum eine deutliche Beschleunigung und folglich einen erhöhten Inflationsdruck anzeigten. Auch die europäischen Kapitalmärkte hatten rund um dieses Ereignis ihre bislang schwärzesten Tage in diesem Jahr. Diese ersten Zuckungen sollten zwar vorläufig kurzlebig bleiben, und die Wogen dürften sich für den Rest des 1. Quartals wieder glätten; danach allerdings sollten Sie sich besser auf äußerst turbulente Zeiten in der Weltwirtschaft einstellen.

Statistisches Bulletin

PMI Dienstleistungen (Jan.)

Italien: 57,70 ↑ Der Dienstleistungs-PMI für Italien unterstreicht die jüngste Aufholjagd der Volkswirtschaft gegenüber der übrigen Eurozone. Die Wahlen im März allerdings drohen das Land auf eine längere Phase der politischen Unsicherheit zu werfen, was den Aufschwung möglicherweise bereits im Ansatz wieder abwürgen könnte.

Japan: 51,90 → In Japan setzte die Statistik ihren Seitwärtstrend fort, was allerdings als Erfolg gewertet werden muss: Gerade das Dienstleistungsgewerbe hat noch immer unter der mangelnden Inflation und somit festgefrorenen Einzelhandelspreisen zu leiden.

Geschäftsklima (Jan.)

Frankreich: 113 ↑ Das Geschäftsklima in Frankreich hat seinen Höhenflug fortgesetzt in einem weiteren Beleg für die überschäumende Stimmung im Land seit der Umsetzung erster Reformen durch Präsident Emmanuel Macron.

Neuseeland: -37,80 ↓ Neuseelands Unternehmen dagegen haben zuletzt das genau gegenteilige Stimmungsbild an den

Tag gelegt: Seit der überraschenden Bildung einer Regierung aus Labour und der populistischen Rechten im vergangenen Jahr hat das Geschäftsklima Mehrjahrestiefstände erreicht.

Terms of Trade (Dez., Pkt.)

Singapur: 103,22 ↓ Singapurs Außenhandelsrelationen, die sog. Terms of Trade haben sich weiter leicht eingetrübt. Der südostasiatische Stadtstaat sieht sich steigenden Importpreisen vor allem für Rohstoffe ggü., die die Exportpreise für seine elektronischen und sonstigen Industrierzeugnisse zuletzt überrollt haben.

Taiwan: 109,90 ↓ Taiwan sieht sich mit genau derselben Entwicklung konfrontiert, und aus genau denselben Gründen.

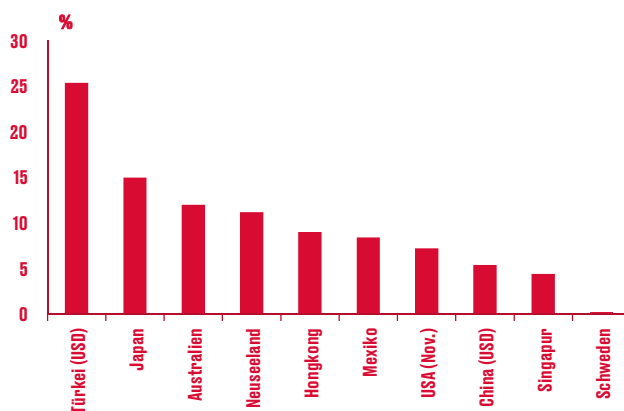
Wechselkurs (Jan., vs. EUR, y/y)

China: -7,5% ↓ Chinas Renminbi ist 2017 auf Tauchstation ggü. dem Euro gegangen, allerdings in geordnetem, einstelligem Rahmen.

Türkei: -20% ↓ Die türkische Lira dagegen ist geradezu kollabiert und droht diese Entwicklung fortzusetzen, von einer überraschenden Zinserhöhung am Bosphorus oder einer Eurokrise infolge der italienischen Wahlen abgesehen.

Importwachstum (Dez., lok. Währung, y/y, nom.)

Das Importwachstum der Türkei ist ungebrochen, zumal in US-Dollar; zugleich ist das jedoch auch die Achillesverse des Landes, dessen Zahlungsbilanz damit zunehmend in Gefahr gerät (s.o.). In China hat die Dynamik dagegen zuletzt spürbar nachgelassen und damit einen weiteren Beleg für ein deutlich verlangsamtes Wachstumstempo geliefert.



Quellen: Trading Economics, bloomberg, comdirect, eigene Berechnungen

Für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten statistischen Angaben kann keine Gewähr übernommen werden. Die J.S. Research KG haftet darüber hinaus nicht für Handlungen, die auf der Grundlage der hier angebotenen Informationen vorgenommen werden. Dies erfasst insbesondere eine Haftung für entgangenen Gewinn, mittelbare Schäden, Folgeschäden, sonstige entgangene finanzielle Vorteile oder andere finanzielle Einbußen oder Vermögensschäden.

Diese Publikation und alle ihre Teile unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der J.S. Research KG. Soweit Inhalte in dieser Publikation nicht von der J.S. Research KG erstellt werden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet; insbesondere werden Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie trotzdem auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bitten wir um einen entsprechenden Hinweis. Bei Bekanntwerden von Rechtsverletzungen werden wir uns umgehend um Abstimmung mit dem Rechteinhaber bemühen.