

**Memorandum: Marktausblick Sommer 2016**  
Das wirtschaftliche Umfeld  
Konsequenzen für die Finanz- und Rohstoffmärkte

---

## Im Rückspiegel

“The beat goes on”<sup>1</sup>



Wir sind, geschätzte Leser, erklärte Anhänger der „österreichischen Schule“ der Nationalökonomie. Männer wie Friedrich Hayek und Ludwig von Mises haben die amerikanische Wirtschaftsdepression der 30iger Jahre des vorigen Jahrhunderts antizipieren können, weil sie als einzige einen brauchbaren theoretischen Ansatz für die zyklische Entwicklung des Wachstums einer Volkswirtschaft entwickelt hatten. Sie haben darauf hingewiesen, dass eine Volkswirtschaft nur nachhaltig wachsen kann, wenn gespart wird, und Ersparnis in die Realwirtschaft investiert wird. Zwei Zitate von Ludwig von Mises dazu, aus den späten 20iger Jahren des vergangenen Jahrhunderts:

*„Investment can be expanded only to the extent that more capital is accumulated by savings. If men are not prepared to save more by cutting down their current consumption, the means for a substantial expansion of investment are lacking. These means cannot be provided by printing banknotes or by loans on the bank books.”*



*“In fact, all this amazing wealth is fragile, a castle built on the sands of illusion. The artificial prosperity cannot last because the lowering of the rate of interest, purely technical as it was and not corresponding to the real state of the market data, has misled entrepreneurial calculations. Deluded by false reckoning, businessmen have expanded their activities beyond the limits drawn by the state of society’s wealth. In short, they have squandered scarce capital by malinvestment“.*

Mit diesem Gedankengut ausgerüstet waren wir in der Lage, die Weltwirtschaftskrise 2008/9 kommen zu sehen, ausgehend von der prekären Situation des amerikanischen Wohnimmobilienmarktes, begleitet von den vor- und nachgelagerten Exzessen im Finanzierungsbereich.

In unserem Jahresausblick 2007 war zu lesen: *„Wir beharren nach wie vor darauf, dass sich die amerikanische Volkswirtschaft in einer Sackgasse befindet, an deren*

---

<sup>1</sup> Sonny & Cher, Lied aus 1967  
<https://www.youtube.com/watch?v=bS3O5zg290k>

*Ende eine tief greifende, bereinigende Rezession auf sie wartet, mit ausgeprägter Deflation und Krise des Finanzsystems, oder aber lange Jahre siechenden Wachstums, verbunden mit einem langsamen Ausbluten des amerikanischen Mittelstandes.“*

Letzteres ist eingetreten, picture perfect, dank enormen „deficit spendings“ auf beiden Seiten des Atlantik, und des beherzten Einspringens aller Zentralbanken der fünf Hauptwährungen.

Und noch einmal der Jahresausblick 2007: *„Die kommende Systemkrise wird zunächst nicht eine Wirtschaftskrise, sondern eine des Finanzwesens sein, verbunden mit einem Austrocknen der Liquidität, die zu einem deflationären Wertverfall führen wird.“*

In unserem Marktausblick vom August 2007 sind wir dann - hinsichtlich der Entwicklung in den Vereinigten Staaten – noch etwas konkreter geworden: *„Ein kreditlastiges System, wie das amerikanische, in dem heute für jeden US-Dollar Realwachstum annähernd zehn USD an zusätzlichen Kreditvolumen aufgebracht werden müssen, ist zu ständig weiterem Wachstum verdammt, und daher in hohem Maße vom Vertrauen abhängig, vom Vertrauen des Kreditnehmers, dass sein Kredit nicht vorzeitig fällig gestellt werden wird, vom Vertrauen der Finanziere, dass Kredite regelmäßig bedient werden, und vom Vertrauen aller, dass jene, die Kreditrisiken übernommen haben, sie entsprechend einzuschätzen wissen, ausreichend kapitalisiert sind und über entsprechend stabile Refinanzierungsmöglichkeiten verfügen. Schwindet dieses Vertrauen, beeinflusst dies das Verhalten der Marktteilnehmer, sie werden vorsichtiger, misstrauischer, und das hat vor allem einen Effekt – Liquidität trocknet aus.“*

und an anderer Stelle: *„Banken, vor allem in den USA, sind weitgehend zu Intermediatoren geworden, die Kreditengagements nicht mehr in ihre Bilanz nehmen, also kein eigenes Risiko eingehen, sondern sie bündeln, mit Hilfe von Investmentbanken und Rating-Agenturen zu Kapitalmarktprodukten verpacken und an Unbekannt verkaufen. Sie haben außerdem von ihren eigenen Büchern ausgelagerte, gebündelte Kreditstrukturen geschaffen, die mit wenig Kapital unterlegt sind, und langfristige Kredite kurzfristig refinanziert. Wo sind diese Problemkredite gelandet, wie steht es um ihre Refinanzierung und um wieviel sind die Risiken durch weiteres „Leverage“ (Kreditaufnahmen) potenziert worden?“*

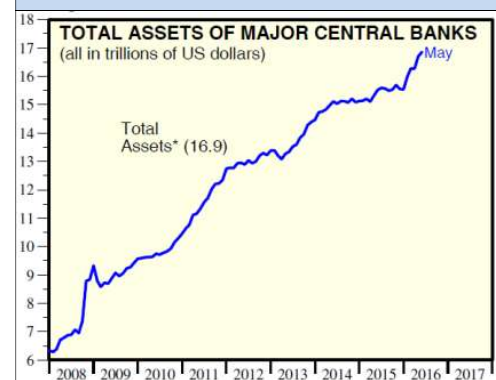
Diese Zeilen stammen aus dem Jahr 2007, über ein Jahr vor dem Kollaps von Lehman Brothers, dem Auslöser der Weltwirtschaftskrise.

Wir haben deswegen diesen Blick in den Rückspiegel getan, um der „österreichischen Schule“, deren Erkenntnisse derzeit kaum praktische Anwendung finden, eine Lanze zu brechen. Ihr konjunkturzyklisches Gedankengut hat uns dazu verholfen, die richtigen Schlüsse aus den Entwicklungen vor Ausbruch der Weltwirtschaftskrise zu ziehen, und die uns anvertrauten Vermögen vor nachhaltigem Schaden zu bewahren.

Ein Schlüssel zum Verständnis hayekianischen Denkens ist wohl Hayeks Feststellung: *„Once the free working of the market is impaired beyond a certain degree, the planners will be forced to extend their controls until they become all comprehensive.“*

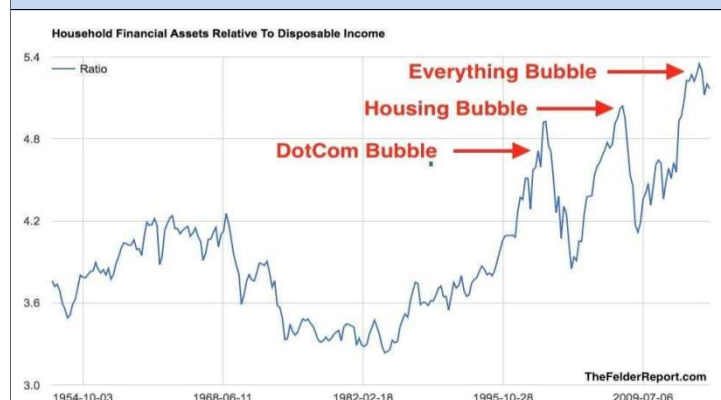
Genau dort sind wir heute angelangt, geschätzte Leser, die zentralen Planer in der Politik und in den monetären Hochburgen, allesamt Neokeynesianer, können nicht mehr zurück, sind Gefangene ihres eigenen Handelns, Männer und Frauen mit einem Hammer, für die jedes Problem wie ein Nagel aussieht. Die einen, die Politiker, greifen immer tiefer in die Realwirtschaft ein und marginalisieren sie mit einem stetig anwachsenden Staatsanteil am Bruttoinlandsprodukt (innerhalb der EU etwa ist der Staatsanteil am BIP von 45% im Jahr 2007 bis heute auf etwa 50% angestiegen). Die anderen, die Zentralbankräte – niemandem verantwortlich und frei von jedweden persönlichen Risiko – lassen mit ihrer schrankenlosen Geldschöpfung die großen Finanziere der Machthaber früherer Tage, wie die Fuggers, die Medicis oder die Rothschilds, vergleichsweise wie kleine Geldwechselstuben aussehen. Ihnen beiden, den Politikern und den Zentralbankräten, ist es primär zu verdanken, dass wir heute ein Umfeld vorfinden, das als gefährlicher einzuschätzen ist, als jenes im Jahr 2007. Damals waren es vor allem die explosiv zunehmenden Hypothekarkredite, ein USD 10 Billionen Markt, vom Mantra beflügelt, dass der amerikanische Wohnimmobilienmarkt niemals einer nennenswerten Korrektur ausgesetzt würde, ein klassisches Szenario von Malinvestitionen und spekulativen Exzessen, dessen „Minsky Moment“<sup>2</sup> nur eine Frage der Zeit war.

#### Schrankenlose Geldschöpfung der wichtigsten Zentralbanken



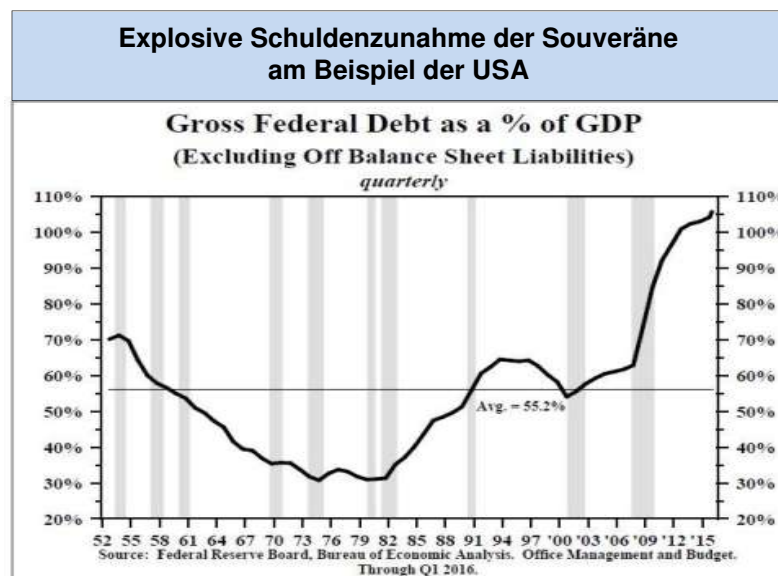
Heute finden wir keine so offensichtliche Gefahrenquelle vor, wie sie der amerikanische Wohnimmobilienmarkt 2007 repräsentiert hat, die „bubbles“ sind mannigfaltiger, und nicht so konzentriert. Wenn allerdings ein Krisenszenario schlagend werden sollte – wir werden auf zwei Möglichkeiten für einen Auslöser eingehen – dann sind wir heute schlechter vorbereitet als 2007, aus zwei Gründen:

#### Finanzvermögen der US privaten Haushalte relativ zum verfügbaren Einkommen



<sup>2</sup> Hyman Minsky, US Ökonom und Krisenforscher

- Die Souveräne sind ungleich höher verschuldet als das 2007 der Fall war, sie können sich heute keine „bail outs“ (Sanierung systemrelevanter Industrien und Banken) im Umfang jener während der Weltwirtschaftskrise leisten, während den Zentralbanken die Munition konventioneller geldpolitischer Maßnahmen in Anbetracht des herrschenden negativen Zinsszenarios weitgehend abhandengekommen ist.



- Das politische Umfeld ist sowohl auf nationaler wie internationaler Ebene deutlich rauer geworden, als zur Zeit der letzten Weltwirtschaftskrise, die Wahrscheinlichkeit, dass sich rasch ein Konsens hinsichtlich notwendiger Maßnahmen zur Krisenüberwindung findet, ist daher deutlich geringer geworden als damals.

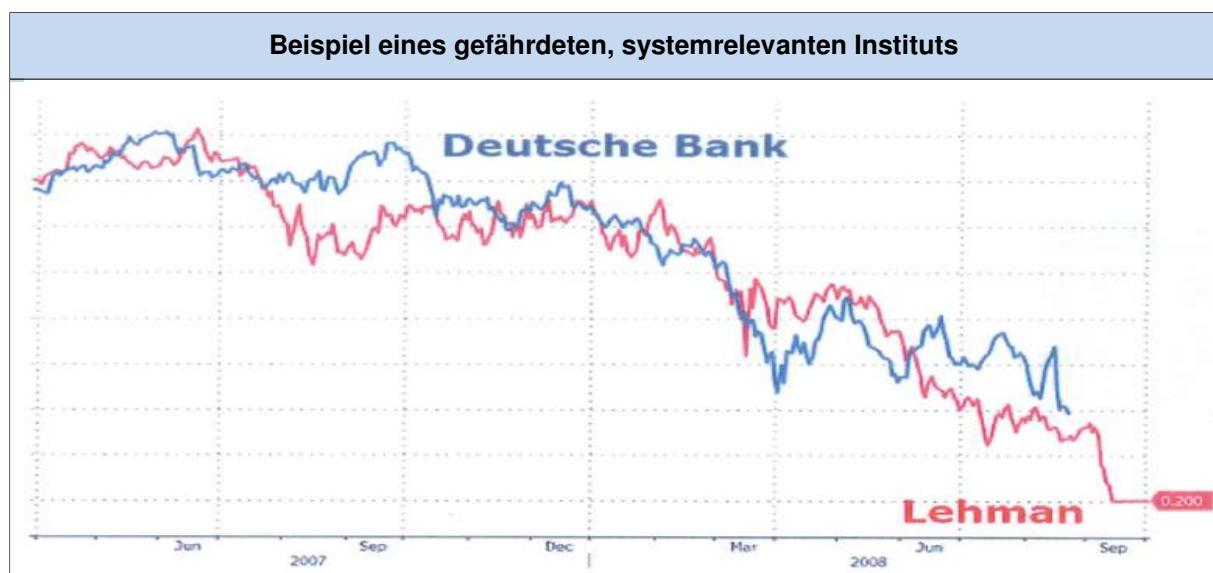
Insgesamt ist also die Verteidigung des „status quo“ im Krisenfall ungleich schwieriger geworden. Darin liegt allerdings auch eine Hoffnung für die Zukunft, die wir aus dem folgenden Zitat von Ludwig von Mises ablesen können: *„The depression is the first step on the return to normal conditions, the beginning of recovery and the foundation of real prosperity based on the solid production of goods and not on the sands of credit expansion.“* Die Kurzfassung dazu wäre *“no pain, no gain”*.

Bevor Sie uns endgültig Ihre Gefolgschaft aufsagen, geschätzte Leser, lassen Sie uns noch zwei Worte zu den möglichen Auslösern der nächsten Krise verlieren:

Auslöser 1: 2007 war – wie schon bemerkt – der allgemeine Konsens, dass der USD 10 Billionen private US-Immobilienmarkt keinen Rückschlag erleben könnte, dass es also angesagt war, sich Hals über Kopf zu verschulden, weil Wohnimmobilien nur teurer werden könnten. Heute haben wir global einen Staatsanleihenmarkt von etwa USD 13 Billionen, dem eine negative Rendite anhaftet. Dieser wiederum lebt vom Konsens der Marktteilnehmer, dass die Zentralbanken dafür gerade stehen, die Zinsniveaus weiter zu senken, womit gewährleistet ist, dass die Preise dieser

Anleihen stetig weiter steigen werden. Das Problem ist nur, dass die Käufer von Anleihen mit negativer Rendite (zuletzt sogar eine 50jährige Schweizer Franken Staatsanleihe) nur ein Ziel haben, nämlich Preissteigerungen zu lukrieren. Sollte der Trend eines Tages brechen, weil sich in der Eile niemand mehr findet, dem letzten Käufer seine Anleihe zu einem noch höheren Kurs abzunehmen (= der „Minsky Moment“), dann könnte ein Schneeballeffekt eintreten, der mindestens ebenso systemgefährdend ausfallen könnte, wie das Platzen der Wohnimmobilienblase nach 2007.

Auslöser 2: Den Banken ist ihre traditionelle Einnahmenquelle, das Zinsspannungsgeschäft, dank der innovativen monetären Politik der Zentralbanken, verschärft durch die Anforderungen von Basel III, abhandengekommen. Compliance und sonstige regulatorische und steuerliche Auflagen tragen das ihre dazu bei, dass Banken dem langsamen Siechtum ausgesetzt sind. Für manche mag das Ende aber schneller und vielleicht ganz plötzlich kommen. Wenn es sich dabei um ein systemrelevantes, global tätiges Institut handelt, könnten wir ein zweites Lehman Debakel erleben.



Die Langfristfolgen von Brexit – so traurig diese Entwicklung ist – könnten im Vergleich zum Eintritt eines dieser beiden Krisenszenarien in den Annalen der Geschichte verblassen. Vorläufig aber heißt es noch „*the beat goes on*“.

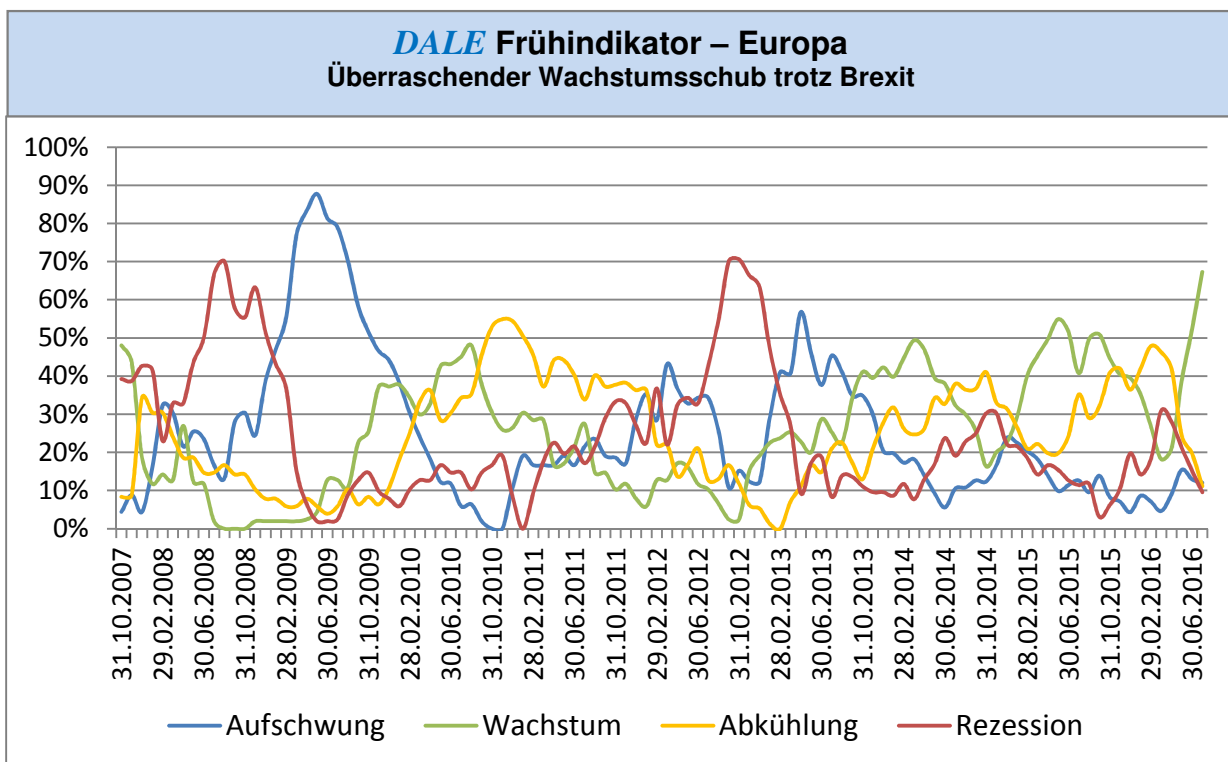
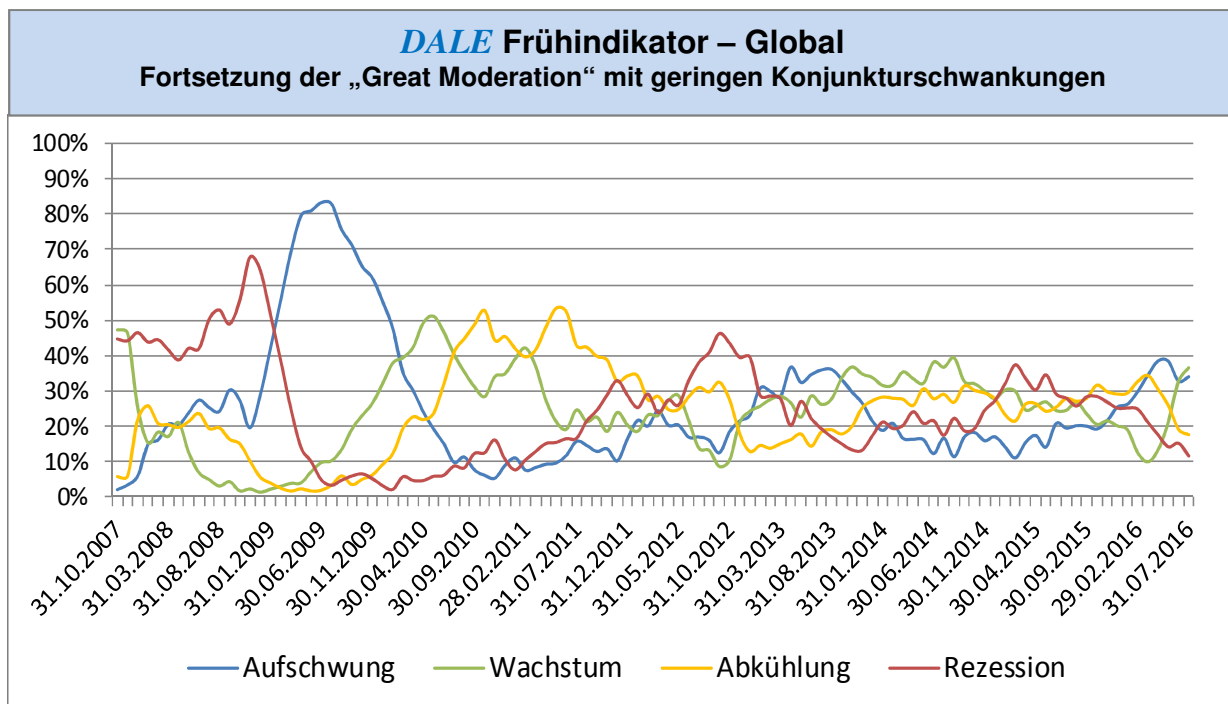
Und nun zu den Niederungen des aktuellen Geschehens.

## Der **DALE** Frühindikator

Der globale **DALE** Frühindikator deutet weiter auf eine Fortsetzung der „Great Moderation“ hin, ohne große zyklische Konjunkturausschläge, mit unterdurchschnittlichem Wachstum, und ohne nennenswerte



Wachstumsschwankungen. Der positive Ausreißer ist diesmal – Brexit zum Trotz – Europa, hier versprechen die Signale für die kommenden Monate einen deutlichen Wachstumsschub.



## Konsequenzen für die Finanz- und Rohstoffmärkte<sup>3</sup>

### Zinsen

In einem hat Brexit Sicherheit geschaffen, die globale Zinslandschaft hat noch einmal einen Ruck nach unten erfahren. 10jährige US-Treasuries haben ein Allzeittief um 1,3% p.a. erreicht, die Schweiz hat eine 50jährige Staatsanleihe mit einer Negativrendite begeben. Während wir diesen Marktausblick schmieden, unterhält sich der japanische Premierminister Abe mit Herrn Bernanke, Vorgänger von Frau Yellen als Gouverneur der US-Federal Reserve Bank, über die Einführung von „Helicopter Money“, also die direkte Finanzierung des Staatshaushaltes durch die Bank of Japan. Dieser Pagat Ultimo Zug innovativer Geldpolitik wäre ein Eingeständnis der Neokeynesianisten, das selbst die aggressiven QE-Programme der Bank of Japan nicht ausgereicht haben, der Realwirtschaft auf die Beine zu helfen. Wir kämen damit der Weimarer Republik des Jahres 1923 einen Schritt näher, je nach Ausmaß dieses Programms wären eine kräftige Geldentwertung mit inflationären Tendenzen die Folge. Das Bild des Zauberlehrlings, der den Besen nicht mehr loswird, drängt sich auf.

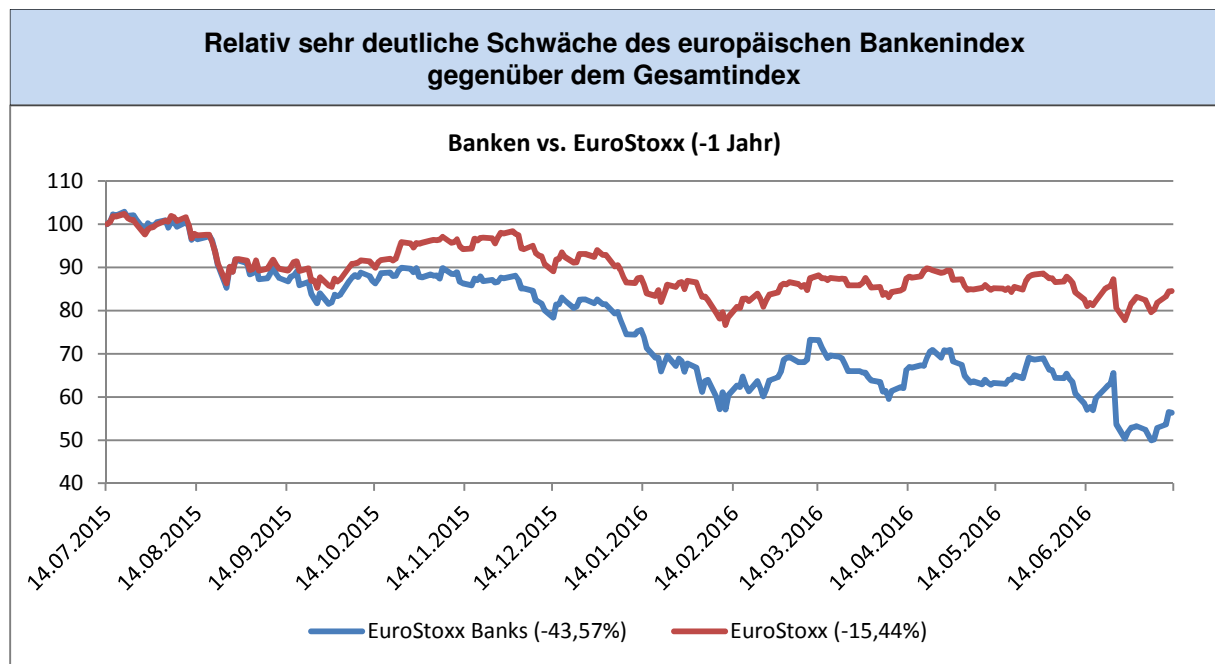
Für die nähere Zukunft rechnen wir aber nicht mit einer nachhaltigen Trendwende der Kapitalmarktzinsen, insbesondere deswegen, weil die Federal Reserve Bank voraussichtlich 2016 keine weiteren Leitzinserhöhungen vornehmen wird. Frau Yellen hat einer Analyse des Bank Credit Analyst (BCA) zufolge größere Angst, mit einer verfrühten Zinserhöhung zu irren, als mit einer Beibehaltung des Zinsniveaus Inflation zu schüren. Sie ist, wie es bei BCA heißt „*super data dependent*“.

### Aktien

Der globale Leitindex S&P 500 hat soeben sein letztes Allzeithoch vom Juni vergangenen Jahres überschritten. Formal gesehen müssen wir also unsere Arbeitshypothese aufgeben, dass wir uns seit damals in einem zyklischen Bärmarkt befinden. Defacto hat sich allerdings an den Überlegungen, die zu unserer Hypothese geführt haben, nichts geändert, lediglich das Zinsumfeld ist auf neue Tiefststände abgesackt. Somit suchen immer mehr, die es sich nicht leisten können, die Flucht ins Risiko. Während Aktienbewertungen außerhalb der Vereinigten Staaten, etwa in Kanada und der Eurozone, als fair eingestuft werden können, und britische, australische und japanische Aktien einer BCA Studie zu Folge sogar als billig einzustufen sind, waren die US-Börsen erst zweimal, 1929 und 2000, teurer als heute. Und wenn der S&P 500 Index einbricht, reißt er erfahrungsgemäß alles andere mit. Die Unternehmensumsätze und Gewinne in den USA sind deutlich rückläufig, ebenso die industrielle Produktion, nicht unbedingt ein Umfeld, das neue Höchstkurse rechtfertigt. Wem das noch keine Sorgen macht, sollte wenigstens die Kursentwicklung der europäischen Banken zur Vorsicht mahnen.

---

<sup>3</sup> Redaktionsschluss 12.07.2016



## Währungen

Die post-Brexit Hektik an den Währungsmärkten hat sich gelegt, die Volatilitäten sind wieder deutlich zurückgegangen. Aus Sicht des Euro ist wohl das Interessanteste an der post-Brexit Entwicklung, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro lediglich um etwa 2,5% aufgewertet hat, und der Euro die 1,10 zum US-Dollar halten konnte. Maßgeblich dafür ist wohl ein Konsensumschwung hinsichtlich der weiteren Leitzinspolitik der amerikanischen Notenbank, von der nunmehr erwartet wird, dass sie für heuer keine weiteren Erhöhungen vornehmen wird. Halten die 1,10 auch in der bevorstehenden „risk off“ Phase, wird die beinahe 18 Monate währende Trading Range von 1,05 bis 1,15 einer neuen Trading Range mit einem Boden von 1,10 Platz machen, möglicherweise mit einem Deckel um 1,20. Der japanische Yen hat zuletzt den Status einer Zufluchtwährung eingenommen, er mausert sich seit Brexit zur absolut stärksten aller Hauptwährungen, keine glückliche Entwicklung für eine Wirtschaft, die selbst in der langen Schwächephase des Yen kein nennenswertes BIP-Wachstum generieren konnte. Kein Wunder, dass Abe mit Bernanke konferiert.

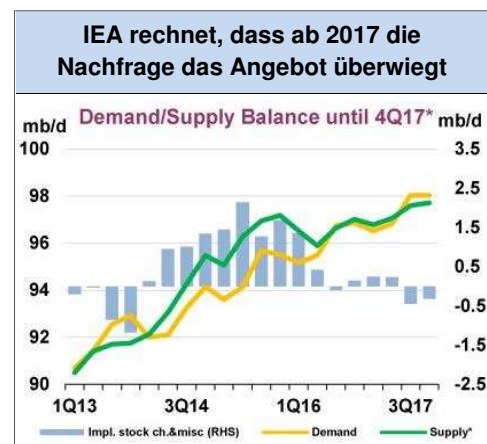
## Gold und Rohstoffe

Gold profitiert derzeit von vier Faktoren - der Unsicherheit, die Brexit ausgelöst hat, der Angst vor einer erneuten Bankenkrise, die sich in der Kursentwicklung des Bankensektors widerspiegelt, der nunmehrigen Erwartung, dass die US-Federal Reserve Bank 2016 keine Leitzinserhöhung vornehmen wird, und den erneut fallenden Kapitalmarkttrenditen.



Während wir ein neues Zwischenhoch um USD 1.400/Feinunze nicht ausschließen wollen, ist augenblicklich doch eher Vorsicht angesagt. Zum einen haben die spekulativen „long“ Positionen an der COMEX Goldbörse ein neues Allzeithoch erreicht, was allerdings für sich noch zu keiner Trendumkehr führen muss. Zum anderen ist eher wahrscheinlich, dass das „gap“, das Brexit mit einer Eintagesbewegung von USD 1.260 auf 1.360/Feinunze aufgemacht hat, sich langsam füllen wird, ehe wiederum ein Anlauf auf neue Gipfel unternommen werden kann. So prognostizieren wir für die kommenden Wochen eine Trading Range zwischen USD 1.360 und USD 1.280/Feinunze.

Die International Energy Agency (IEA) schreibt in ihrem Halbjahresbericht, dass das Angebot an Öl bis auf weiteres relativ stabil bleiben wird, während die Nachfrage im zweiten Halbjahr 2016 zunehmen und ab 2017 leicht höher liegen sollte als das Angebot. Sie rechnet daher tendenziell mit einem Anstieg des Ölpreises, wobei sie selbst einige Unsicherheitsfaktoren dieser Einschätzung anführt, wie etwa die extrem hohen Lagerbestände, und die mögliche Rückkehr Nigerias und Libyens als Erdöl exportierende Länder. Wir unterstellen außerdem, dass die IEA von relativ optimistischen globalen Wachstumsaussichten ausgeht, und bleiben daher bei unserer Meinung, dass wir mit USD 50/Barrel (Nymex Crude, aktuell USD 47/Barrel) die Jahreshöchststände bereits gesehen haben. Sollten die industriellen Metalle, wie etwa Kupfer, Nickel und Aluminium ihre Aufwärtsentwicklung seit Anfang Juni fortsetzen, könnte der globale Rohstoffindex CRB sein Jahreshoch knapp übertreffen.



## Konsequenzen für die Veranlagung

Da uns die vollen Konjunkturzyklen im Zeitalter der „Great Moderation“ abhandengekommen sind, und dank der massiven Zinsmanipulationen der Zentralbanken eine weitere Orientierungsgröße fehlt, gibt es derzeit keine verlässlichen Anhaltspunkte dafür, wie eine Vermögensallokation zu gestalten wäre, die langfristig Bestand haben könnte. Hinzu kommt, dass Veranlagungen in Staatsanleihen kaum mehr als sicher einzustufen sind, keine laufende Rendite erbringen, und als Element der Diversifikation zu Risikoveranlagungen versagen. Dazu wiederum eignet sich heute ausschließlich Gold, das aber so hohen Preisschwankungen unterliegt, dass es nur in relativ geringer Dosierung verträglich ist.

So bleibt als Alternative nur ein gut strukturierter, streng systematischer Ansatz einer taktisch orientierten Vermögensverwaltung, der konsequent umgesetzt wird und in

der Lage ist, größere Wertminderungen zu vermeiden und Erholungsphasen, wie wir sie aktuell post-Brexit erleben, zu nützen.

Dazu fällt uns zum wiederholten Mal ein Refrain aus dem 100-jährigen Krieg ein:

*„he who fights and runs away  
lives to fight another day.“*

Bis zum nächsten Mal im Herbst,

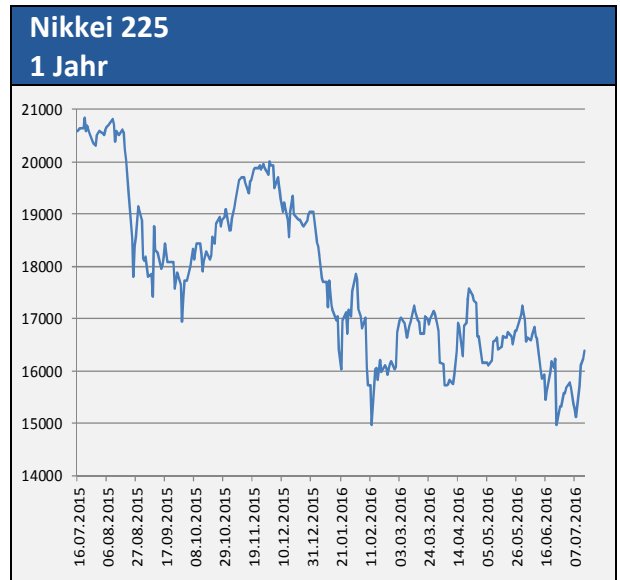
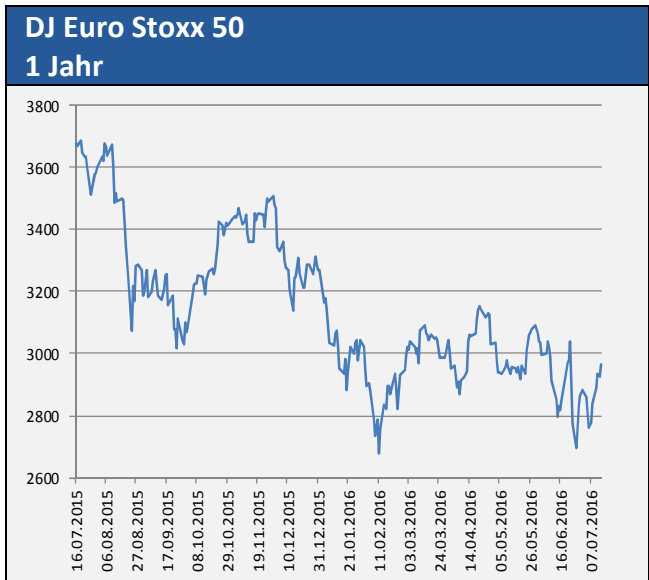
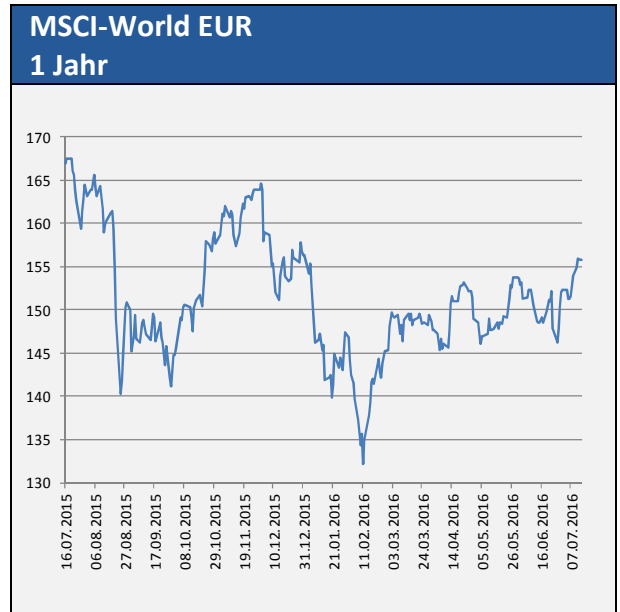
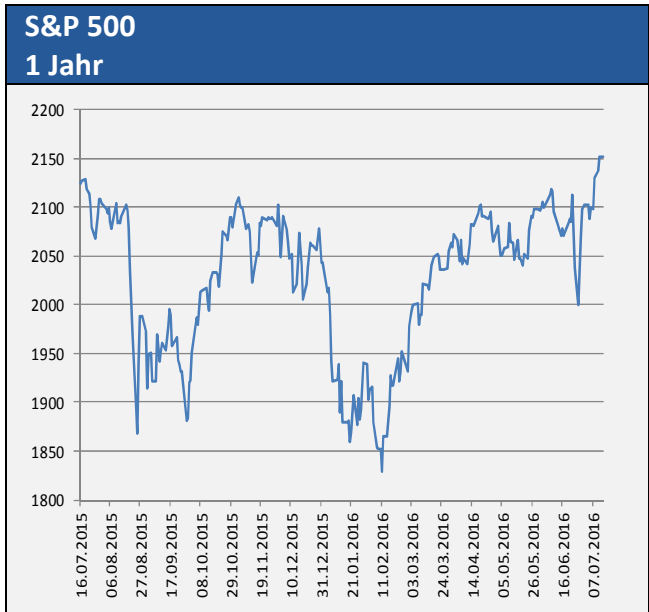
Ihr Marko Musulin

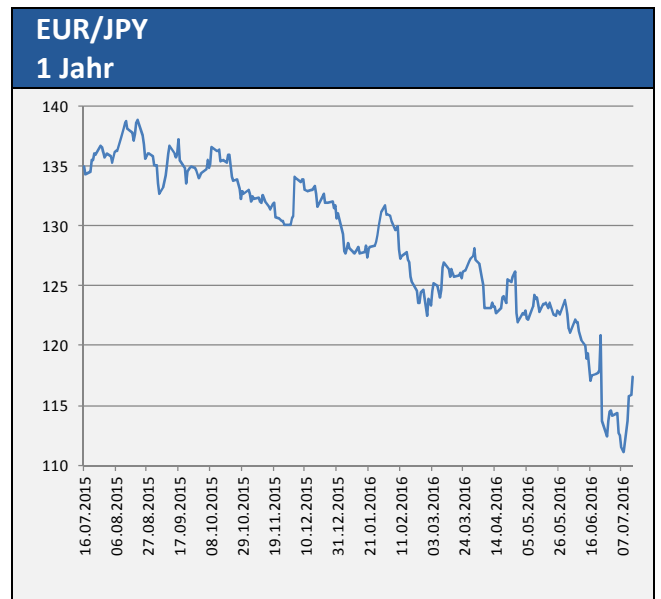
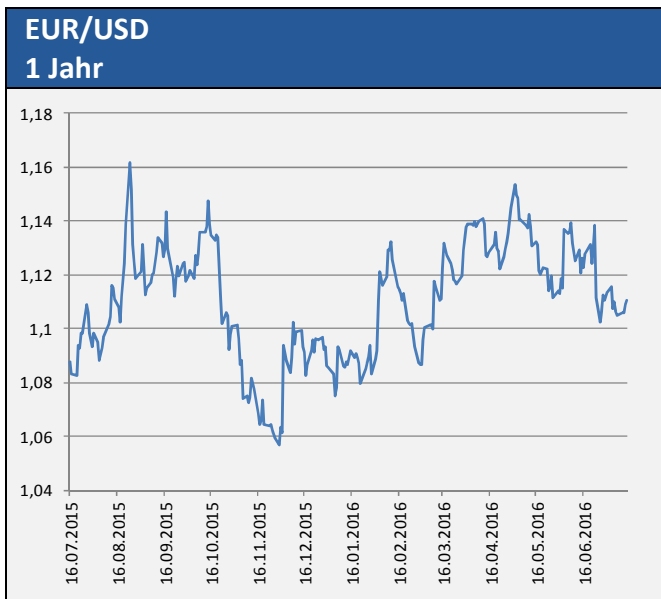
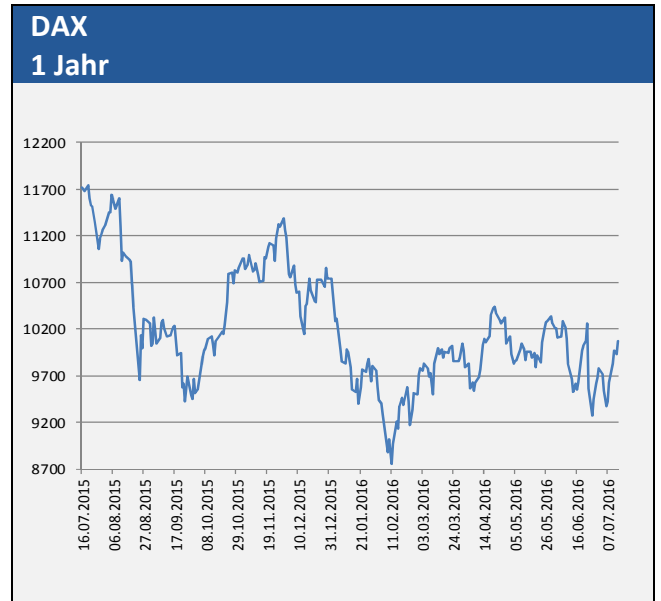
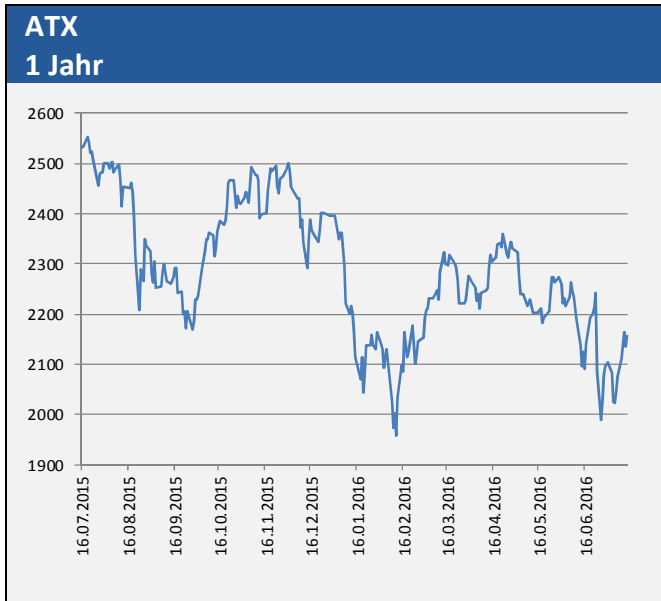
Juli 2016

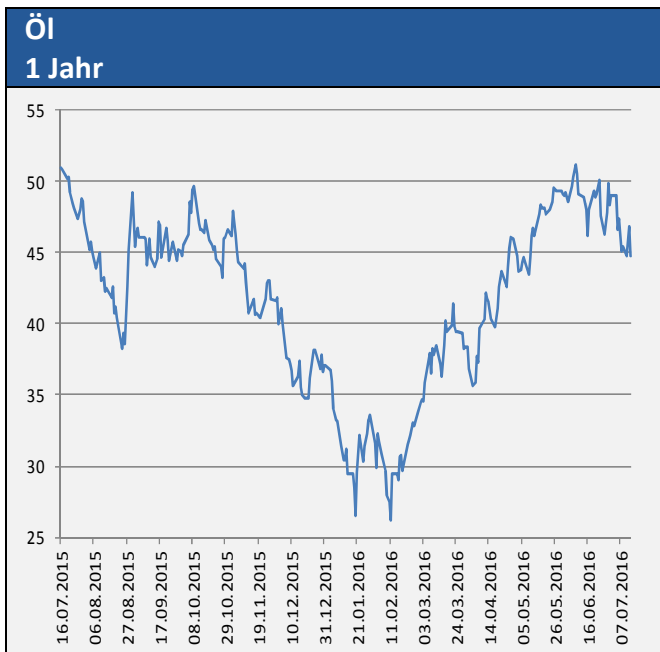
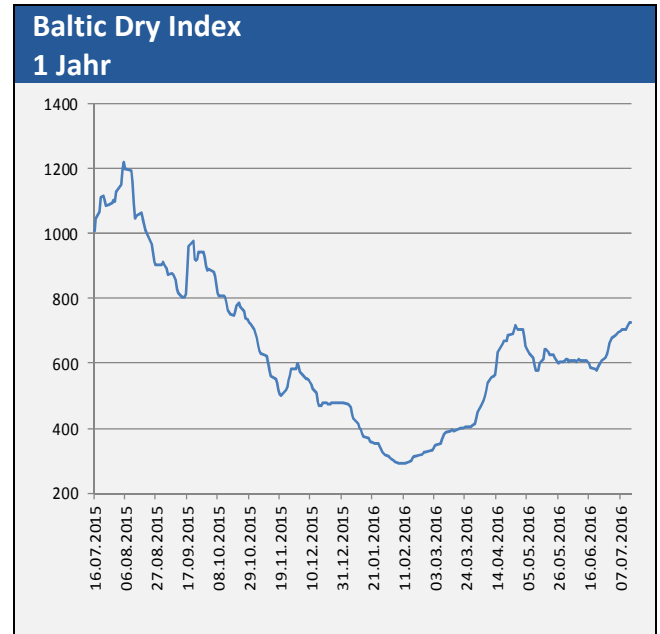
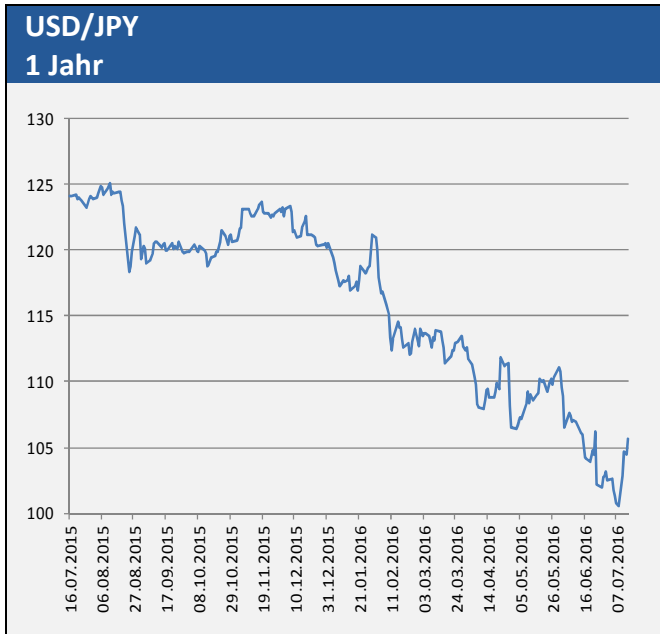
---

S&P 500	2.152,43	Europa 10y Zinsen	-0,07%
DJ Euro Stoxx 50	2.964,10	USA 10y Zinsen	1,49%
Nikkei 225	16.385,89	EUR/USD	1,111
Gold (\$/Feinunze)	1.325,85	EUR/JPY	117,26
Öl (\$/Barrel)	45,07	EUR/CHF	1,090

**P.S.** Wir möchten darauf hinweisen, dass jeder Marktausblick eine Momentaufnahme darstellt, wenn Fakten sich ändern, ändern wir unsere Meinung, mit den entsprechenden Konsequenzen für die Vermögensallokation.







## Unser Team

**Dr. Anton Fink**  
Geschäftsführer  
Gesellschafter

Tel.: +43/1/890 35 07 - 70  
Fax: +43/1/890 35 07 - 50  
E-Mail: af@dale.at



**Dr. Marko Musulin**  
Geschäftsführender  
Gesellschafter

Tel.: +43/1/890 35 07 - 11  
Fax: +43/1/890 35 07 - 50  
E-Mail: mm@dale.at



**Mag. (FH) Josef Reiter**  
Geschäftsführer  
Gesellschafter

Tel.: +43/1/890 35 07 - 22  
Fax: +43/1/890 35 07 - 50  
E-Mail: jr@dale.at



**Barbara Hager, M.A.**  
Senior Relationship Manager

Tel.: +43/1/890 35 07 - 35  
Fax: +43/1/890 35 07 - 50  
E-Mail: bh@dale.at



**Mag. Heimo Neuhold, CPM**  
Investment Manager

Tel.: +43/1/890 35 07 - 44  
Fax: +43/1/890 35 07 - 50  
E-Mail: hn@dale.at



**Mag. Karol Zygmunt, CFA**  
Direktor

Tel.: +43/1/890 35 07 - 33  
Fax: +43/1/890 35 07 - 50  
E-Mail: kz@dale.at



Die genannten Anlageziele stellen Richtlinien für die Beratungstätigkeit dar. Die Entwicklung der nationalen und internationalen Kapitalmärkte ist volatil: Eine Vorhersage zukünftiger Entwicklungen ist daher nicht möglich. In der Vergangenheit erzielte Erträge sind keine Garantie dafür, dass derartige Erträge in der Zukunft wieder erreicht werden können. Eine Haftung der für die Erreichung von in dieser Publikation genannten Anlagezielen, oder für die Erreichung von Erträgen die in der Vergangenheit erzielt wurden, ist ausgeschlossen.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information, und stellt kein Angebot oder Aufforderung zur Offerterstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Einzelne Dienstleistungen und Produkte sind rechtlichen Restriktionen unterworfen, und können deshalb nicht uneingeschränkt weltweit angeboten werden.

Alle Daten und Informationen wurden mit größter Sorgfalt zusammengestellt und geprüft. Die Inhalte werden regelmäßig aktualisiert und spiegeln den Informationsstand zum Aktualisierungszeitpunkt wider. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann nicht übernommen werden.

Alle Angaben ohne Gewähr.