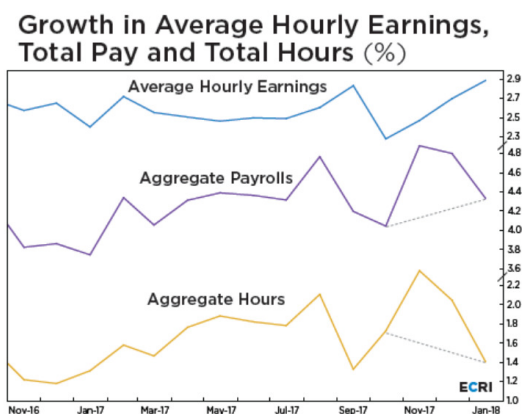


## ÜBERBLICK\*

Ein wesentlicher Grund für die abrupte Zunahme der Nervosität der Marktteilnehmer Anfang Februar war die Sorge, die US-Inflation könnte kräftig anziehen und im Tandem die Renditen 10-jähriger US-Treasuries die kritische 3%-Schwelle überwinden. Auslöser der Panik in den Aktienmärkten dürfte ein sprunghafter Anstieg der Jahresrate der US-Stundenlöhne auf 2,9% gewesen sein, das höchste Niveau der letzten neun Jahre. So stand es jedenfalls allenthalben zu lesen, ein unbestreitbares Wissensgut also. Anscheinend hat sich niemand – außer dem Economic Cycle Research Institute (ECRI) – die Mühe gemacht, diese statistische Größe etwas tiefergehend zu analysieren. Sie errechnet sich nämlich aus der Summe der wöchentlich bezahlten Gehälter, dividiert durch die Summe wöchentlich geleisteter Stunden. Die unerwartet hohe Steigerung der Stundenlöhne kam in diesem Fall nicht durch gestiegene Löhne, sondern durch rückläufige Arbeitsstunden zustande, kein inflationäres Signal also, vielmehr – so jedenfalls ECRI – ein Anzeichen nachlassenden Wachstums.

### ECRI – „Anstieg“ der Stundenlöhne nicht inflationär<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Quelle: <https://www.businesscycle.com/ecri-news-events/news-details/economic-cycle-research-ecri-lakshman-achuthan-up-is-down-jump-in-ahe-growth-confirming-economic-slowdown> (Stand: 01.03.2018)

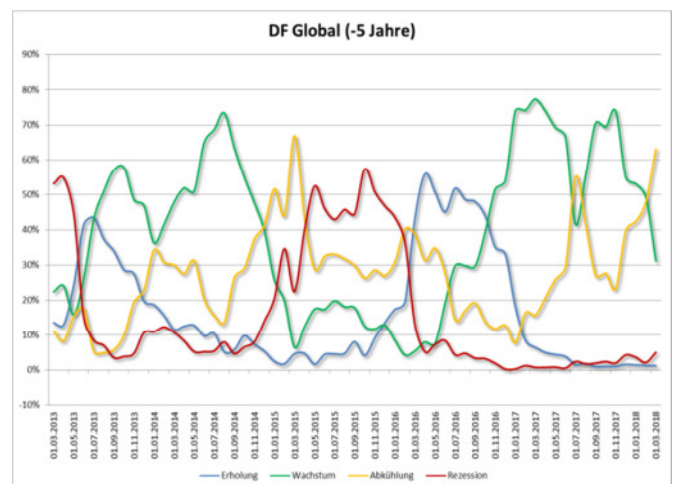
<sup>2</sup> Quelle: Bloomberg Finance L.P., DALE eigene Berechnungen

In unserem **DALE** Frühindikator für die USA überwiegen zwar nach wie vor die Wachstumssignale, jene, die auf eine Abkühlung in den kommenden Monaten hindeuten, haben allerdings zuletzt deutlich zugenommen. Auch Europa und Japan könnten alsbald enttäuschen. Hier überwiegen die Indizien bereits, die für eine deutliche Abkühlung sprechen, ebenso auch im globalen Frühindikator. Rezessionssignale sind allerdings nach wie vor weit und breit nicht vorzufinden.

So könnte sich die Phase der Great Moderation mit geringen Wachstumsschwankungen, gemäßigter Inflation und nachhaltig tiefem Zinsniveau für eine Weile fortsetzen, gepaart mit etwas höheren Volatilitäten in den Aktienmärkten als wir sie während der vergangenen Jahre gewohnt waren. Vorsichtiger Optimismus ist weiterhin angebracht.

### Globaler DALE Frühindikator

**Globaler Wachstumstrend nimmt deutlich ab, Abkühlungstendenzen überwiegen<sup>2</sup>**



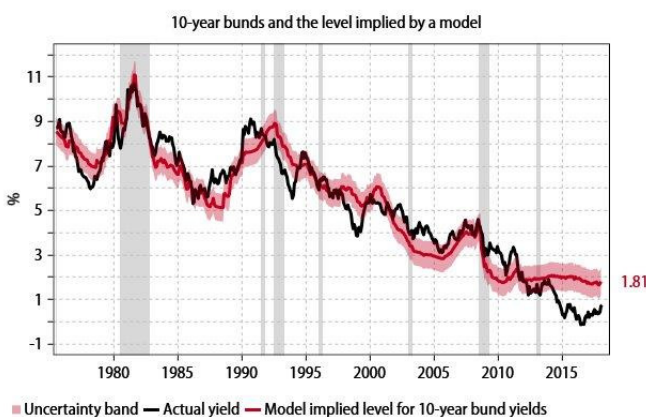
\* Redaktionsschluss: 01.03.2018, 12:00

## ZINSEN

Wir haben an dieser Stelle immer wieder angemerkt, dass wir zwar davon ausgehen, dass die historischen Tiefststände in diesem Zinszyklus, die wir 2016 erlebt haben, Allzeittiefststände bleiben werden, dass wir aber nicht an einen Renditeaufschwung in Richtung historischer Durchschnittsniveaus glauben. Unser Fokus waren dabei primär die 10-jährigen US-Treasuries, die wir in Anbetracht des Niveaus der kurzfristigen Zinsen und des natürlichen Wachstumspotentials der US-Wirtschaft mit etwa 3% p.a. (aktuell 2,87% p.a.) für relativ fair bewertet halten.

Selbiges trifft allerdings nicht auf das Zinsniveau der 10-jährigen deutschen Staatsanleihen (aktuell 0,67% p.a.) und generell nicht auf das Zinsniveau in der Eurozone zu, das sich seit Mario Draghis berühmten Aussage aus dem Jahr 2012 „whatever it takes“ weit unterhalb einer fairen Bewertung angesiedelt hat, so jedenfalls eine Analyse des von uns hochgeschätzten Research Institutes GaveKal. Sollte Draghi, wie angedeutet, gegen Ende 2018 das QE-Programm einstellen verbunden mit einer Ankündigung, 2019 erstmals wieder die Leitzinsen anzuheben, könnte die Eurozone eine schmerzliche Zinsanpassung an ein faires Niveau erfahren, das gemäß GaveKal bei etwa 2% p.a. anzusiedeln ist.

### Renditen im Euroraum gemäß GaveKal Modell deutlich unter fairem Niveau<sup>3</sup>



Gavekal Data/Macrobond

3 Quelle: GaveKal Data/Macrobond

4 Quelle: StockCharts.com

## AKTIEN

Diese Korrektur, die wir anfangs Februar erlebt haben, war nicht nur hinsichtlich der Heftigkeit der Preisbewegungen außergewöhnlich, sie war auch insofern ein seltener Ausnahmefall, als keine der üblichen Zufluchtshäfen Schutz geboten haben, weder Gold, Staatsanleihen, der US-Dollar, noch der Schweizer-Franken. Die Erklärung dafür, dass diese Ausweichmöglichkeiten nicht wie sonst beansprucht wurden, dürfte darin liegen, dass Anleger der Meinung waren, es handle sich um eine vorübergehende Korrektur mit der Konsequenz, dass lediglich Liquidität aufgebaut wurde, um erneut in Aktien zu investieren.

Die „buy the dip“ Mentalität bleibt also durchaus aufrecht, die 200-Tageslinie, die im August 2011 und um das Jahresende 2015 mehrmals deutlich durchbrochen wurde, hat diesmal gehalten. Da wir eine US-Rezession während der kommenden 12 Monate für äußerst unwahrscheinlich halten und erwarten, dass sich das Niveau der 10-jährigen US-Treasuries um etwa 3% p.a. stabilisieren wird, sollten im Verlaufe des Jahres neue Indexhöchststände durchaus möglich sein, allerdings von spürbaren Volatilitäten begleitet. Dass Warren Buffet derzeit keine Investitionsmöglichkeiten zu vertretbaren Preisen ortet ist allerdings für die längerfristige Zukunft ein deutliches Warnsignal.

### S&P500 Index – 200-Tageslinie hat gehalten „buy the dip“ aufrecht<sup>4</sup>



## WÄHRUNGEN

Von Zeit zu Zeit ändern sich die Faktoren, welche die Entwicklung des Währungspaares Euro/US-Dollar beeinflussen. So waren es etwa in den Jahren 2005 bis 2007 die Sorge um das wachsende Zahlungsbilanzdefizit der USA, in der Krise 2008/09 der US-Dollar als Zufluchtswährung, ebenso 2011-2013 in der Eurokrise, 2014 bis Anfang 2017 das Zinsdifferential der 10-jährigen Staatsanleihen, und seither die zunehmende Attraktivität der Eurozone, verbunden mit einer expansiven US-Fiskalpolitik, die zu einer deutlichen Stärkung des Euro geführt haben.

Nunmehr könnte eine etwas restriktivere Zentralbankpolitik unter dem neuen Fed-Chairman Powell, der 2018 bis zu vier Leitzinserhöhungen vornehmen könnte, eine relative Stärkephase des US-Dollar auslösen. Die aktuelle enge Tradingrange von 1,20 bis 1,25 (aktuell €/USD 1,22) könnte von einer etwas erweiterten Tradingrange zwischen 1,15 und 1,25 abgelöst werden.

*Euro / US-Dollar*  
*US-Dollar könnte sich bis 1,15 befestigen*  
*neue Tradingrange: 1,15 – 1,25<sup>5</sup>*

### EUR/USD (-1 Jahr)



<sup>5</sup> Quelle: Bloomberg Finance L.P., DALE eigene Berechnungen

## GOLD

Im US-Dollar kann man einen langsamen Aufwärtstrend des Goldpreises konstatieren, in Euro allerdings lediglich eine Seitwärtsbewegung, die US-Währung und Gold haben derzeit eine negative Korrelation von nahezu eins.

Ein leicht anziehendes Zinsniveau, das anhaltend desinflationäre Klima, ein aufrechtes Vertrauen in das Agieren der Zentralbanken, all das spricht gegen einen nachhaltigen Aufwärtstrend des Edelmetalls. Sollte der hartnäckige Widerstand von USD 1.360/ Feinunze (aktuell USD 1.330) beim dritten Anlauf fallen, könnte allerdings etwas spekulatives Interesse aufkommen.

**Gold - fällt der Widerstand bei USD 1.360/ Feinunze, könnte spekulatives Interesse aufkommen<sup>6</sup>**



<sup>6</sup> Quelle: StockChart.com

<sup>7</sup> Quelle: StockChart.com

## ROHSTOFFE

Die wesentlichen Gründe, die zu einem Ölpreis von über USD 60/Barrel (aktuell USD 62) geführt haben, sind rückläufige OECD-Lagerbestände, die beachtliche Selbstdisziplin Saudi-Arabiens hinsichtlich der vereinbarten Produktionsbeschränkungen, der signifikante Produktionsrückgang des implodierenden Venezuela, und ein zunehmend hohes spekulatives Interesse.

Die Zurückhaltung Saudi-Arabiens dürfte solange anhalten, bis der Börsegang des saudischen Staatsmonopols Aramco im zweiten Halbjahr über die Bühne gegangen ist. Der enorme Zuwachs der US-Produktion, der gemäß einer Schätzung der International Energy Agency (IEA) 2018 den gesamten Zuwachs globaler Nachfrage abdecken sollte, dürfte jedenfalls auch isoliert dafür sorgen, dass der Ölpreis gegen Jahresende wieder unter USD 60/Barrel zu liegen kommt, im Falle einer nachhaltigen „risk off“ Phase vielleicht auch schon früher.

**Ölpreis (Nymex Crude) könnte sich bis gegen Jahresende über USD 60/Barrel halten, er ist allerdings – siehe Chart – „risk off“ anfällig<sup>7</sup>**





## Unser Team



**Dr. Anton Fink**  
**Geschäftsführer**  
**Gesellschafter**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 70

E-Mail: af@dale.at



**Dr. Marko Musulin**  
**Geschäftsführender**  
**Gesellschafter**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 11

E-Mail: mm@dale.at



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

Tel.: +43/1/890 35 07 - 22

E-Mail: jr@dale.at



**Mag. Gerhard Gallner**  
**Mitglied der erweiterten**  
**Geschäftsführung, Prokurist**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 66

E-Mail: gg@dale.at



**Mag. Karol Zygmunt, CFA**  
**Deputy CIO**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 33

E-Mail: kz@dale.at



**Mag. Heimo Neuhold, CPM**  
**Senior Portfolio Manager**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 44

E-Mail: hn@dale.at



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

Tel.: +43/1/890 35 07 - 35

E-Mail: bh@dale.at



**Maximilian Zdrzil, B.A.**  
**Client Relationship**  
**Manager**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 55

E-Mail: mz@dale.at



**Mag. Julia Krawczyk**  
**Assistenz der Geschäftsführung**  
**Administration**

Tel.: +43/1/890 35 07 - 60

E-Mail: jk@dale.at

## Herausgeber

*DALE Investment Advisors GmbH*  
Mariahilfer Straße 17/6  
1060 Wien

## Disclaimer

Die genannten Anlageziele stellen Richtlinien für die Verwaltungs- und/oder 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 Offertenstellung 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.

Dieser Marktausblick kann Informationen enthalten, die vertraulich sind und/oder dem Berufsgeheimnis unterliegen. Diese Information ist nur für die in dieser Aussendung benannte Person oder Rechtseinheit bestimmt. Jede unautorisierte Durchsicht, Verwendung, Offenlegung oder Verbreitung ist verboten. Falls Sie nicht der beabsichtigte Empfänger sind, bitten wir Sie, den Absender zu benachrichtigen, die empfangene E-Mail zu löschen sowie alle Kopien hiervon zu vernichten. Vielen Dank.

Da über das Internet versandte E-Mails während des Übermittlungsprozesses leicht verfälscht und/oder unter fremden Namen erstellt werden können, übernehmen wir keine Verantwortung für den Inhalt der E-Mail oder der Anhänge. Folglich kann der Inhalt kein rechtlich bindendes Angebot und keine rechtlich bindende Annahme eines Angebots begründen, sofern nicht ausdrücklich schriftlich anders vereinbart. Diese E-Mail dient ausschließlich dem Informationsaustausch. Es gelten unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen.

Wir bemühen uns, unser Netzwerk von Viren freizuhalten. Dennoch sollten Sie diese E-Mail und seine Anhänge auf Viren überprüfen, da wir keine Verantwortung für Computerviren übernehmen, die durch diese E-Mail unbeabsichtigt übermittelt werden.