

ÜBERBLICK*

Märkte sind, wie ein uns humoristisch Überlegener festgestellt hat „serial monogamists“, sie fokussieren gerne auf ein Thema, und dann wieder auf ein anderes, einmal sind es Beschäftigungsdaten, dann politische Krisen, dann Rezessionssignale. Als Auslöser der Korrektur im Februar war es der Anstieg der durchschnittlichen US-Stundenlöhne über zwölf Monate.

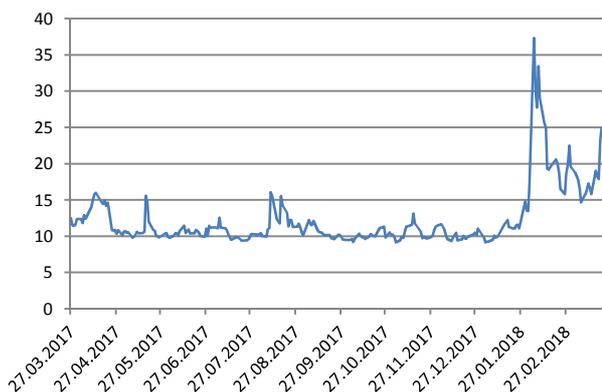
Nunmehr beginnt sich der anbahnende Handelskrieg zwischen den Vereinigten Staaten und dem Rest der Welt als das marktbewegende Kriterium zu etablieren, mit der aktuellen Eskalation von Tarifen bis zu 25% auf eine noch unspezifizierte Liste von Importen aus China. Die Replik Chinas kam rasch und wohl dosiert. Gleichzeitig hat Trump die Einführung von Tarifen auf Stahl- und Aluminiumimporte mit einer Reihe von Handelspartnern suspendiert, unter anderem auch mit der Europäischen Union, ein Indiz dafür, wie schlecht vorbereitet die amerikanischen Maßnahmen sind, aber auch wie unvorhersehbar. Und Unsicherheit in diesen Dimensionen ist etwas, was den Risikomärkten erheblich zu schaffen machen kann.

Die Trump'schen Maßnahmen sind schon deshalb besonders bedauerlich, weil sie ohne wirtschaftliche Not gesetzt werden. Die amerikanische Wirtschaft hält sich, wie unser **DALE** Frühindikator das erkennen lässt, überdurchschnittlich gut. Es sind zwar auch hier Abkühlungstendenzen erkennbar, aber in deutlich geringerem Ausmaß als etwa in der Europäischen Union oder in Japan. Auch von der Inflationsfront droht keine übermäßige Gefahr, der breit kolportierte Anstieg der US-Stundenlöhne um 2,9% war, wie wir in unserem letzten Marktausblick festgehalten haben, eine Fehlinterpretation der Datenlage und eher ein Indiz für ein leicht rückläufiges Wirtschaftswachstum.

Somit dürften sich auch die Ängste vor einem kräftigen Anstieg der Kapitalmarktrenditen als unbegründet erweisen, einer Rückkehr in ein ruhigeres Fahrwasser, einer erneuten Phase der „Great Moderation“, stünde nichts im Wege. Wenn es da nicht die Gefahr eines eskalierenden Handelskrieges gäbe.

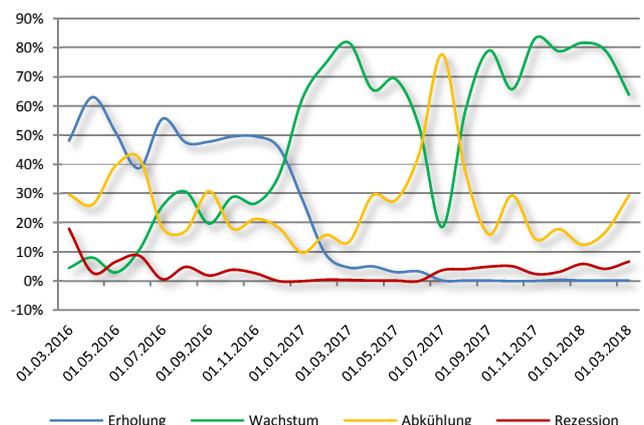
Handelskrieg löst Nervosität aus¹

CBOE S&P500 Volatility Index (VIX, -1 Jahr)



US-Wirtschaftswachstum wird etwas nachlassen, aber kaum Rezessionssignale²

DALE Frühindikator USA (-2 Jahre)



¹ Quelle: Bloomberg Finance L.P., **DALE** eigene Berechnungen

² Quelle: Bloomberg Finance L.P., **DALE** eigene Berechnungen

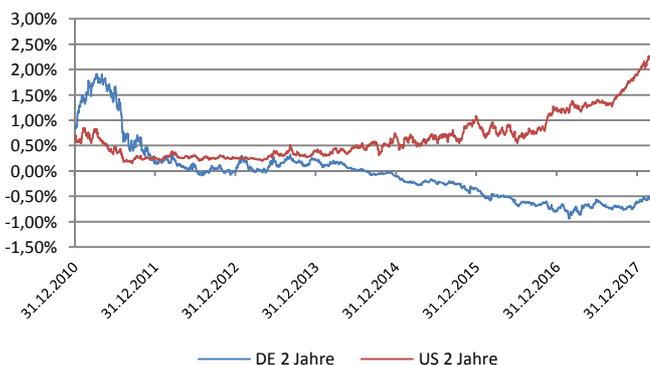
ZINSEN

Das Ungewöhnliche an der Zinsentwicklung der letzten Jahre ist das zunehmende Auseinanderdriften der kurzfristigen Zinsen der Eurozone von jenen in den USA. In den USA erleben wir seit 2013 – noch ehe die Fed ihr QE-Programm beendet hatte – einen Anstieg der zweijährigen US-Treasuries, von damals 0,4% auf aktuell 2,2% p.a.

Diese Entwicklung hat nahezu Marktcharakter, wird wenigstens ansatzweise von Angebot und Nachfrage bestimmt. Hingegen ist jene in der Eurozone – mit Renditen der zweijährigen deutschen Staatsanleihen, die seit Anfang 2015 relativ unverändert bei etwa -0,5% liegen – ausschließlich ein Ausfluss kompromissloser Manipulation seitens der europäischen Zentralbank. Das QE-Programm der EZB ist auch heute noch – gemäß einer Kalkulation der Deutschen Bank – dreimal so groß wie das gesamte Nettoemissionsvolumen der Eurozone, während das QE-Programm der amerikanischen Zentralbank nie mehr als 90% der Nettoemissionen der US-Treasuries ausgemacht hat. Mit einem Ende dieses Programms gegen Jahresende droht ein kräftiger Anstieg der gesamten Euro-Zinskurve, unter anderem der Renditen der 10-jährigen deutschen Staatsanleihen (aktuell 0,53% p.a.) auf bis zu einem Prozentpunkt unter das Niveau der 10-jährigen US-Treasuries, die aktuell eine Rendite von 2,84% p.a. aufweisen.

US-Renditen relativ marktnahe, Renditen der Eurozone EZB-manipuliert³

2-jährige Staatsanleihen DE & US (seit 2011)



3 Quelle: Bloomberg Finance L.P., DALE eigene Berechnungen

4 Quelle:

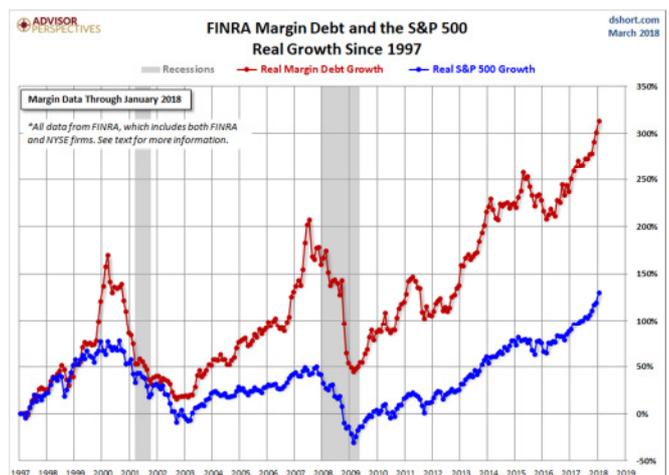
<https://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/2018/03/09/margin-debt-and-the-market> (Stand: 27.03.2018)

AKTIEN

Während wir diese Zeilen formulieren findet gerade ein Test der Jahrestiefstände der Aktienbörsen weltweit statt. Rein markttechnisch gesehen könnte dies ein durchaus üblicher Prozess einer Marktkonsolidierung sein, in der die schwachen Hände abgeschüttelt werden, die darauffolgende Erholung könnte dann zu neuen Höchstständen führen. Was uns diesmal etwas verunsichert, sind die Unterschiede dieser Korrektur zu jener im Februar. Auslöser waren diesmal nicht die Ängste vor Inflation und steigenden Zinsen, sondern vor einem eskalierenden Handelskrieg.

Auch die Symptome sind ganz andere. Im Gegensatz zur Februarkorrektur sind nunmehr auch die Fahnenträger des alternden Bullmarktes unter die Räder gekommen, etwa Facebook, Tencent und Microsoft, während die Renditen der „risikolosen“ Staatsanleihen diesmal gefallen sind und der Goldpreis zugelegt hat. Letzteres ist ein Indiz dafür, dass Anleger nunmehr den Schutz in sicheren Häfen suchen, während sie im Februar in Cash gegangen sind, in der Absicht, die Kurskorrektur auszunützen, um zu günstigeren Kursen erneut zu investieren. Wenn diese „buy the dip“ Mentalität verloren gegangen sein sollte, könnte diese Korrektur um einiges kräftiger ausfallen. Noch glauben wir allerdings nicht an das Einsetzen eines zyklischen Bärmarktes, noch sprechen vor allem markttechnische Indizien, unter anderem die anhaltenden Zukäufe von Aktien auf Pump, für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends.

Käufe auf Pump (Margin Debt) nehmen weiter zu, Indiz für anhaltenden Bullmarkt⁴



WÄHRUNGEN

Während die Aktienmärkte ein klares Votum dafür abgegeben haben, dass Handelskriege nichts Gutes verheißen, steht jenes der Währungsmärkte noch aus. Grund dafür ist wohl, dass Importtarife in einer globalisierten Wirtschaftswelt in ihren Auswirkungen schwer einzuschätzen sind. So exportieren etwa amerikanische Technologiefirmen und ihre Zulieferanten aus China in die Vereinigten Staaten. Somit fehlt den Währungsmärkten, insbesondere dem Währungspaar Euro/US-Dollar, aktuell ein Thema, das einen klaren Trend vorgeben könnte. Die lange Zeit bestimmende Renditedifferenz zwischen den 10-jährigen amerikanischen

und deutschen Staatsanleihen spielt offenbar keine Rolle mehr, der beträchtliche Abstand von knapp 2,3% p.a. spräche eindeutig für den US-Dollar.

Solange die aktuelle enge Tradingrange von 1,20 bis 1,25 Bestand hat, sind Spekulationen hinsichtlich der weiteren Entwicklung müßig, erst wenn sie fällt, lohnt sich eine Analyse der möglichen Ursachen und längerfristigen Konsequenzen.

*EUR/USD Bandbreite von 1,20 – 1,25 bestimmend,
vorläufig kein Trend absehbar⁵*



⁵ Quelle: StockCharts.com

GOLD

Gold scheint sich in dieser „risk off“ Phase als Zufluchtshort zu behaupten (aktuell USD 1.348/Feinunze). Mit einer wesentlichen weiteren Befestigung rechnen wir allerdings nur dann, wenn der Handelskrieg weiter eskalieren sollte und die Korrektur der Risikomärkte anhält.

Von einem nachhaltig positiven Trend würden wir erst dann reden, wenn der hartnäckige Widerstand um USD 1.360/ Feinunze überwunden wird. Die eigentliche Hürde liegt allerdings bei USD 1.400, sie wird voraussichtlich erst mit dem Einsetzen eines zyklischen Aktienbärmarktes fallen.

Gold - Aufwärtstrend

Hartnäckiger Widerstand bei USD 1.360/Feinunze⁶



⁶ Quelle: StockCharts.com

⁷ Quelle: Bloomberg Finance L.P., DALE eigene Berechnungen

ROHSTOFFE

In der Vergangenheit war es in der Regel so, dass der globale Rohstoffindex CRB und der globale Aktienindex MSCI World eine positive Korrelation aufgewiesen haben, die Preise also annähernd im Tandem steigen bzw. fallen. Seit 2011 beobachten wir eine zunehmend negative Korrelation, der Rohstoffindex hat seither etwa 40% an Wert eingebüßt, die globalen Aktienmärkte um knapp 80% zugelegt.

Damit sind Rohstoffe, relativ gesehen, extrem billig, bzw. die Aktienmärkte ebenso teuer. Die Schere wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach eines Tages schließen, ob durch ein Anziehen der Rohstoffpreise oder einen Verfall der Aktienkurse, oder etwas von beidem, bleibt allerdings offen.

Preisschere Aktien-Rohstoffe weit offen, Annäherung wahrscheinlich⁷



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.