

ÜBERBLICK*

Es war nie einfach, sich aus der Vielfalt an Nachrichten und einschlägigen Analysen ein politisches und makroökonomisches Weltbild zu zimmern und daraus Schlüsse für eine optimale Portfoliokonstruktion zu ziehen. So auch heute nicht.

Besonders schwierig ist es einzuschätzen, worauf Marktteilnehmer fokussieren und wie sie auf bestimmte Entwicklungen reagieren werden. Ein gutes Beispiel ist die Türkei, ein Land, dessen Währung im Verlaufe des Jahres um über 60% abgewertet hat, und das mittlerweile zu wenig an Währungsreserven aufweist, um seinen internationalen Kreditverbindlichkeiten innerhalb der kommenden sechs Monate gerecht werden zu können. Das Land droht dank der Egomane seines Diktators in einen unkontrollierten Staatsbankrott zu schlittern. Und dennoch – eine Euro-Anleihe der Türkei mit einer einjährigen Restlaufzeit notiert nach wie vor um 100% - für uns kaum nachvollziehbar. Ein anderes Beispiel für eine Entwicklung, die bislang kaum Nervosität auszulösen scheint, ist die Situation um den Iran, die sich bald dramatisch zuspitzen könnte. Ab dem 5. November treten US-Sanktionen gegen alle jene in Kraft, die weiterhin iranisches Erdöl kaufen. Der Hauptabnehmer ist China, womit sich das Verhältnis der beiden größten Wirtschaftsmächte USA

und China, das durch den eskalierenden Handelskrieg bereits schwer belastet ist, noch einmal dramatisch verschlechtern könnte, vor allem zu Lasten chinesischen Wachstums. Die Börse Shanghais hat in Anbetracht der zunehmenden Konfrontation einen deutlichen Dämpfer erlitten, der Rest der Welt scheint ungerührt, der globale Leitindex S&P 500 hat soeben historische Höchststände erklommen.

Solange Amerika boomt, und daran ist vorläufig nicht zu zweifeln – jüngsten Prognosen zufolge könnte das dritte Quartal mit einem annualisierten realen Wachstum von über 4% ein ähnlich hohes Niveau erreichen wie das Zweite – werden zunehmende geopolitische Risiken anscheinend nicht allzu ernst genommen.

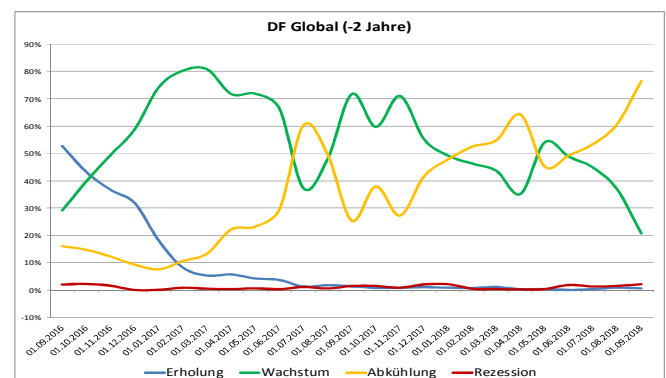
Im globalen **DALE** Frühindikator überwiegen in zunehmendem Maße die Abkühlungstendenzen, zuletzt erstmals auch in den Vereinigten Staaten, nicht unbedingt ein Widerspruch zum eben Gesagten, weil der Frühindikator Entwicklungen aufzeigt, die sich in den aktuellen Statistiken noch nicht niedergeschlagen haben. Rezessionssignale sind allerdings nach wie vor nirgendwo im Vormarsch, womit das insgesamt relativ positive Wirtschaftsklima bis gegen Mitte 2019 bestehen bleiben dürfte.

Märkte hinsichtlich Türkeikrise relativ ungerührt. Euro/türkische Lira



Quelle: finanzen.at

Globaler DALE Frühindikator Globales Wachstumsklima kühlt weiter ab



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

* Redaktionsschluss: 03.09.2018, 12:00

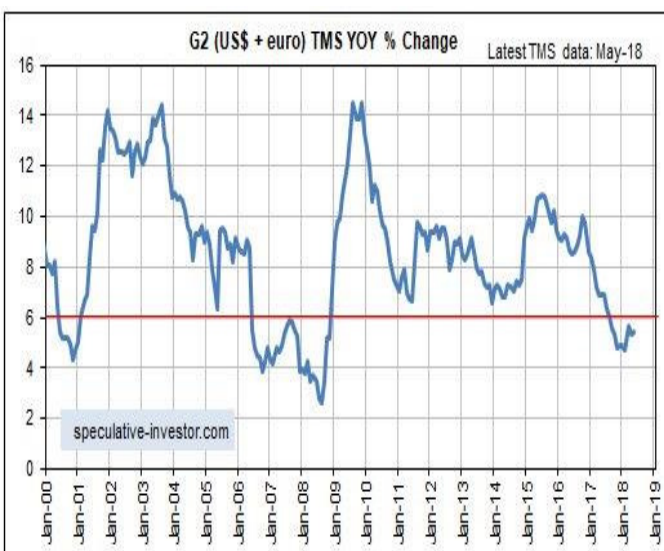
ZINSEN

Nach wie vor geht das Gespenst der großen Zinswende um, es beansprucht einen erheblichen Teil der Diskussion um eine dem aktuellen Umfeld angepasste Portfoliokonstruktion. Als die US-Federal Reserve Bank Ende 2015 damit begonnen hat, mit Zinserhöhungen und einer langsamen Bilanzreduktion eine traditionellere Phase der Notenbankpolitik einzuleiten, lag die Rendite der 30-jährigen Staatsanleihen bei 3% p.a. Genau dort liegt sie auch heute, und das trotz kräftigem Wachstums und leicht inflationären Tendenzen. Die hohe und weiterhin zunehmende gesamtwirtschaftliche Verschuldung, das rückläufige Geldmengenwachstum, und vor allem die abnehmende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die in allen großen Volkswirtschaften vorherrscht, verhindert, dass sich Auftriebskräfte im Zinsumfeld voll durchsetzen können.

Wir schließen nicht aus, dass 10-jährige US-Treasuries vor dem Einsetzen der nächsten Rezession ein Niveau von 3,3% p.a. (aktuell 2,85%) und deutsche Staatsanleihen eines von etwa 1% (aktuell 0,35% p.a.) erreichen könnten, aber damit sollte es sich mit der großen Wende bewenden haben.

Das eigentliche Problem des Zinsumfeldes ist nicht das Risiko größerer Bewertungsverluste, sondern dass es im Portfoliokontext keinen Ergebnisbeitrag liefert.

Geldmengenwachstum USA/Europa in Nähe früherer Wirtschaftskrisen



Quelle: speculative-investor.com

AKTIEN

Wer hätte das gedacht – trotz einer deutlichen Befestigung des US-Dollar haben die US-Börsen gegenüber Europa und Japan eine massive Outperformance hingelegt, eine äußerst ungewöhnliche Entwicklung. In aller Regel profitieren Börsen von Währungsschwäche, weil sie die Konkurrenzfähigkeit der heimischen Unternehmen unterstützt. Die Erklärung? Wachstum – sowohl volkswirtschaftliches als auch jenes der Unternehmensgewinne – sticht Währung, so scheint es.

Während der Börsenaufschwung Freude macht, wächst naturgemäß das Rückschlagspotential. Es hat nach Schätzungen des weltweit größten Asset Managers Black Rock inzwischen ein Ausmaß von 35 - 40% erreicht.

Wir bleiben dennoch vorsichtig optimistisch, einmal weil weder in den USA noch sonst wo ein spürbares Zunehmen der Rezessionssignale feststellbar ist, und zum anderen deshalb, weil die strukturelle Verfassung der US-Börsen, die vor allem in Rückschlagsphasen das globale Geschehen bestimmen, nach wie vor keinerlei Indizien für einen baldigen Verfall liefert.

Korrekturen in einer Größenordnung von 10% oder etwas mehr sind allerdings jederzeit möglich, kurzfristig gesehen bieten sie eher eine Kaufgelegenheit.

US-Börsen outperformen trotz USD-Stärke



Quelle: onvista.de

WÄHRUNGEN

Wie wir erwartet hatten, konnte sich der US-Dollar gegen Ende Juli mit einem Durchbruch durch den wichtigen Widerstand bei 1,156 gegen den Euro durchsetzen. Der Weg in Richtung der alten Höchststände (bzw. Tiefststände des Euro) bei 1,05 war somit offen.

Die wesentlichen Gründe für diese Entwicklung sind rasch aufgezählt: die größere Attraktivität des US-Wirtschaftsraumes, das deutlich höhere Wachstum, bessere Unternehmensergebnisse, eine wesentlich festere Börse und der historisch weit überdurchschnittliche Abstand der Renditen der 10-jährigen US-Treasuries über jenen der deutschen Staatsanleihen (derzeit ca. 2,5%).

Gegen Mitte August kam es dann zu einer Gegenbewegung, die dadurch ausgelöst wurde, dass Trumps ehemaliger Anwalt und Vertrauter seinen ehemaligen Chef strafbarer Handlungen bezichtigt hat, womit die Möglichkeit eines „Impeachment“-Verfahrens gegen den Präsidenten im Raume steht.

Wir vermuten, dass sich diese Aufregung bald legen wird, und sich der vorherrschende Trend zu einem festeren US-Dollar erneut durchsetzen kann (USD/Euro aktuell 1,16).

US-Dollar sollte Stärkephase demnächst fortsetzen



GOLD

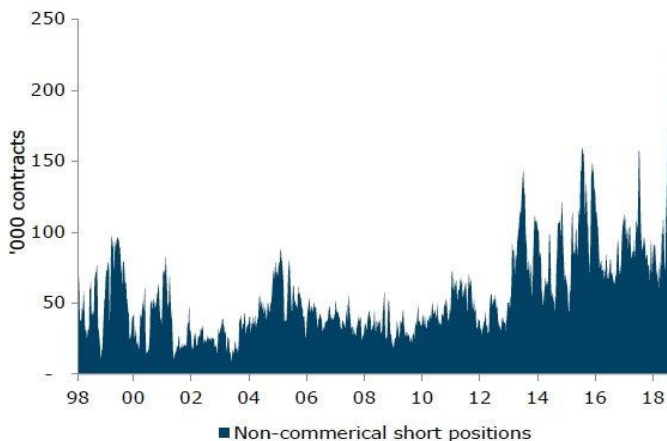
Der Goldpreis befindet sich seit Mitte April diesen Jahres in einem Abwärtskanal, dessen Talsohle sich derzeit bei US-Dollar 1.180/Feinunze befindet. Erst ein nachhaltiger Ausbruch über USD 1.220 würde ein mögliches Ende dieses Trendverlaufes signalisieren und einer über USD 1.240 Hoffnung auf eine Trendumkehr schöpfen lassen.

Ein durchaus ernstzunehmendes Indiz dafür, dass diese Entwicklung eintreten könnte, sehen wir darin, dass spekulative „short“-Positionen in Gold das höchste Ausmaß erreicht haben seit es diesbezügliche Aufzeichnungen gibt, seit 1993 also.

Ähnlich massive „short“-Positionen haben in der Vergangenheit Preissteigerungen von über 10% zur Folge gehabt. Keine Prognose, aber eine Möglichkeit.



Gold „short“ Positionen auf Rekordhöhe – Indiz für mögliche Rallye



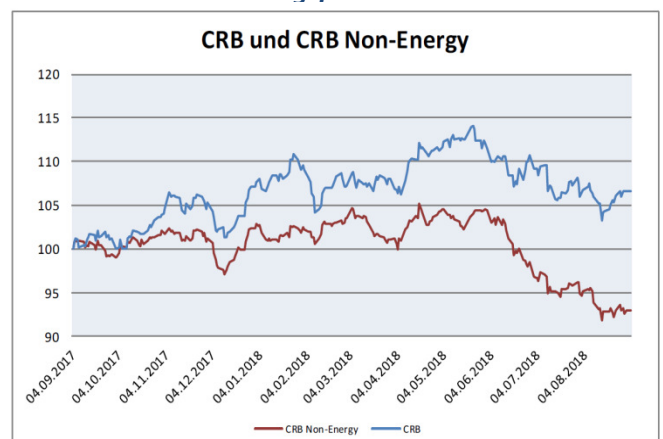
Source: CFTC, Bloomberg, ANZ Research

ROHSTOFFE

Sowohl die saudischen also auch die amerikanischen Ölförderungen haben zuletzt zugenommen und dem Preis von WTI (West Texas Intermediate) bei etwa USD 70/Barrel, nahe den Jahreshochständen, einen Deckel aufgesetzt. Zwei Umstände könnten in absehbarer Zukunft für einen deutlichen Preisanstieg sorgen: da ist einmal die eingangs erwähnte Entwicklung um die US-Sanktionen gegen Importeure iranischen Erdöls, die ab 5. November umgesetzt werden sollen, zum anderen tritt 2020 eine Verordnung der *International Maritime Organisation* (IMO) in Kraft, welche die internationale Schifffahrt zwingen wird, auf qualitativ höherwertige, weniger schwefelhaltige Treibstoffe umzusteigen. Die *International Energy Agency* (IEA) schätzt, dass diese Verordnung eine Preissteigerung für entsprechende Dieselqualität von mindestens 30% auslösen wird.

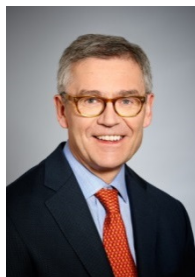
Die meisten industriellen Metalle, allen voran Kupfer, rangieren deutlich unter ihren Jahreshochständen, primär eine Folge des eskalierenden Handelskrieges zwischen USA und China, der entsprechende Ängste um einen kräftigen Wachstumsrückschlag Chinas ausgelöst hat. Wir vermuten, dass die chinesische Führung erneut wachstumsfördernde Maßnahmen setzen wird, und es in der Folge zu einer deutlichen Erholung in diesem Rohstoffsegment kommen dürfte.

Rohstoffe sollten demnächst eine Erholungsphase mitmachen



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

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

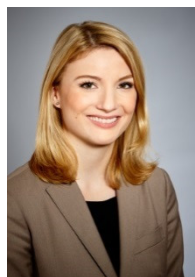
E-Mail: kz@dale.at



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.