

## ÜBERBLICK\*

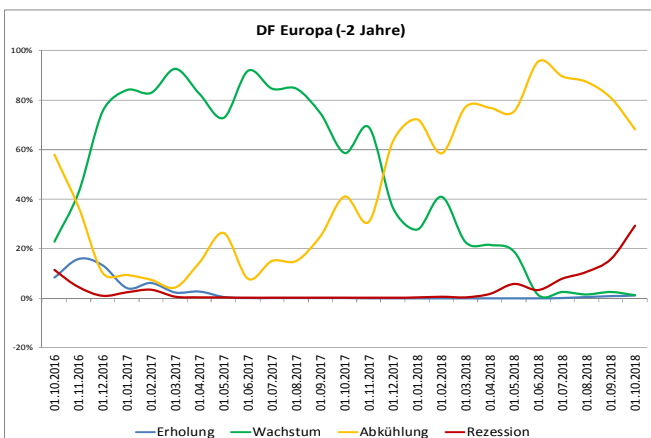
Mit der aktuellen „risk-off“ Phase in den Aktienmärkten mehren sich die Stimmen, die das Schreckgespenst einer globalen Rezession an die Wand malen. *Ned Davis Research* etwa beziffert die Wahrscheinlichkeit mit 80%, ohne allerdings eine Zeitachse hinzuzufügen, womit sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit einer derartigen Prognose stellt.

Wir sehen die Korrektur an den Aktienmärkten noch nicht als einen Vorboten eines unmittelbar bevorstehenden Wachstumseinbruches, sondern als eine überfällige Wertanpassung einer relativ extrem überteuerten US-Börse. Als Auslöser der aktuellen Korrektur bieten sich einige der üblichen Verdächtigen an, etwa der erwartete Rückgang des Wachstums der US-Unternehmensgewinne, ebenso jener des volkswirtschaftlichen Wachstums selbst, das zuletzt weit über das eigentliche Potential hinausgeschossen ist. Dann die restriktive monetäre Politik der US-Federal Reserve Bank, die ungelöste Brexit-Situation, gepaart mit der brodelnden Italienkrise. Tatsache ist, dass wir in diesem überdurchschnittlich langen zyklischen Bullmarkt im S&P 500 Index bereits vier derartige Korrekturen erfahren haben, im

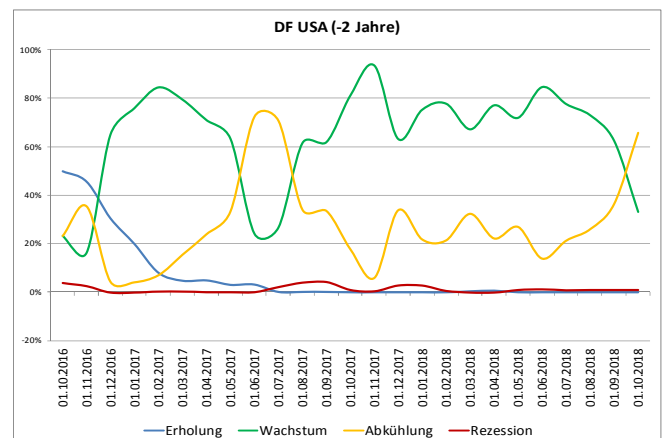
Juli/August 2011 mit 17%, im August 2015 mit 11%, um die Jahreswende 2015/16 ebenfalls mit 11%, und im Februar diesen Jahres mit 10%. Der Grund für diese ungewöhnliche Häufung derartiger kräftiger Rückschläge dürfte vor allem darin zu suchen sein, dass die klassische „marketmaker“ Funktion der Banken seit der Weltwirtschaftskrise durch das zunehmend restriktive regulatorische Umfeld weitgehend verloren gegangen ist. Ohne Intermediäre, die bereit sind, Risikokapital einzusetzen, um einen geregelten Marktablauf zu gewährleisten, fallen Kurseinbrüche kräftiger und abrupter aus, als dies vor der Weltwirtschaftskrise der Fall war.

Wir vermuten, dass der Staub sich auch diesmal alsbald legen wird, vorausgesetzt wir behalten mit unserer Annahme recht, dass in den kommenden neun bis zwölf Monaten mit keiner US- bzw. globalen Rezession zu rechnen ist. Gemäß unserem *DALE* Frühindikator für die USA scheint sich dort lediglich eine Abkühlung von einem hohen Wachstumsniveau abzuzeichnen, während sich nunmehr sowohl in Europa als auch in Japan eine deutliche Zunahme der Rezessionssignale bemerkbar macht. Bleibt zu hoffen, dass diese Tendenz nicht zur dominierenden wird.

### Zuletzt deutliche Zunahme der Rezessionssignale



### Auch hier Abkühlung zu erwarten, allerdings von hohem Niveau

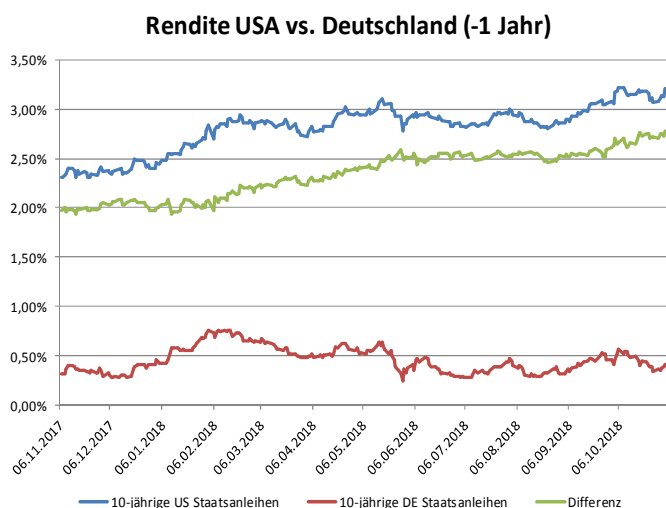


## ZINSEN

Das Verhalten der Renditen der 10-jährigen „risikolosen“ deutschen und amerikanischen Staatsanleihen in der aktuellen „risk-off“ Phase hat uns einen wichtigen Hinweis geliefert. Die deutschen Renditen haben um etwa 10 Basispunkte nachgegeben (auf 0,35% p.a.), die amerikanischen um ca. 20 Basispunkte (auf 3,10% p.a.).

Wenn wir davon ausgehen, dass die aktuelle Korrektur der Aktienmärkte nicht etwa der Beginn eines zyklischen Bärenmarktes ist – unsere Arbeitshypothese – und wenn wir weiters davon ausgehen, dass wir innerhalb der kommenden zwölf Monate dank amerikanischen Wachstums nicht mit einer globalen Rezession zu rechnen haben, dann ergibt sich aus der Entwicklung der vergangenen Wochen eine klare Schlussfolgerung: wenn sich die Rezession eines Tages abzeichnet und der zyklische Aktienbärenmarkt einsetzt, werden wir einen wesentlich deutlicheren Rutsch der Renditen nach unten erleben als zuletzt, vor allem auf amerikanischer Seite. Mit dem Ausklingen der aktuellen „risk-off“ Phase ist allerdings erneut mit einem Anstieg der Renditen zu rechnen, für die 10-jährigen US-Treasuries auf 3,3% (aktuell 3,2% p.a.) und für ihre deutschen Pendanten auf 0,5 - 0,6% (aktuell 0,4% p.a.).

**Renditeabstand (grüne Linie) geht immer weiter auf, „risk-off“ Phase unterbricht Anstieg der US-Zinsen**



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

## AKTIEN

Erste Anzeichen einer positiven Trendbefestigung liegen vor, gepaart mit Indikatoren, die wir regelmäßig überprüfen, die ebenfalls darauf hindeuten, dass wir dem Ende der aktuellen Korrekturphase nahe sein dürften. Das Bild ähnelt jenem, das gegen Ende der Korrekturphasen um die Jahreswende 2015/16 und im Februar dieses Jahres zu sehen war.

Die vorrangige Frage ist natürlich die, was wir von den Aktienmärkten in dieser spätzyklischen Phase noch zu erwarten haben. Für die nächste Zukunft rechnen wir mit einer Erholung von einigen Prozentpunkten, und danach mit einem erfolgreichen Test der Tiefststände dieser Korrektur. Dann wären die Märkte reif für eine monatelange Erholung bis in das erste Quartal hinein, bis nahe an die alten Höchststände.

Danach wird man sich sehr genau die innere Struktur der amerikanischen Börse ansehen müssen: haben die kleinkapitalisierten Werte im Russell 2000 Index mit dem S&P 500 Index mithalten können, hat ihr relativer Verfall bereits auf die mittelgroßen Werte übergegriffen, und welcher Prozentsatz der Aktien hat den Index hochgezogen? Aber wie gesagt, diese Fragen stellen wir uns dann, vorläufig bleiben wir vorsichtig optimistisch, die „buy the dip“ Mentalität der Marktteilnehmer dürfte ihr Leben noch nicht vollends ausgehaucht haben.

**S&P 500 Index  
Fünfte Korrekturphase seit 2011  
könnte ausgestanden sein**



Quelle: stockcharts.com

## WÄHRUNGEN

Die zwei Faktoren, die das Verhältnis zwischen US-Dollar und Euro nachhaltig beeinflussen – der Zinsabstand und das Wirtschaftswachstum der beiden Zonen – spricht nach wie vor für eine weitere Befestigung des US-Dollar bzw. für eine anhaltende Schwäche des Euro. Die amerikanische Wirtschaft könnte nach jüngsten Schätzungen (Atlanta Fed GDPNow) im 4. Quartal noch einmal real um knapp 3% wachsen, während die Eurozone auf kaum mehr als ein Drittel dieser Marke zurückfallen dürfte.

Auch der Zinsabstand, vor allem am kurzen Ende, wird mit den bevorstehenden Leitzinserhöhungen der Fed weiter aufgehen, die EZB dürfte frühestens ab Mitte nächsten Jahres beginnen nachzuziehen. Der Grund dafür, dass die Aufwärtsentwicklung des US-Dollar nicht rascher vorangeht liegt vermutlich darin, dass er „overbought“ ist, eine Folge des anhaltend positiven Sentiments für die US-Währung. Dieser Umstand dämpft den Trend, wird ihm aber kaum Einhalt gebieten können.

### *Trendbefestigung des US-Dollar sollte sich demnächst fortsetzen*



Quelle: stockcharts.com

## GOLD

Die aktuelle „risk-off“ Phase, gepaart mit dem Renditerückgang der Staatsanleihen, hat Gold vorübergehend Flügel verliehen, bis hin zum kräftigen Widerstand bei USD 1.240/Feinunze. Wir vermuten, dass es damit auch schon sein Bewenden haben wird, und dass die nunmehrige Unterstützung bei USD 1.220/Feinunze nicht halten wird, wenn sich die Gemüter wieder beruhigt haben und der Volatilitätsindikator VIX für den S&P 500 Index wieder gegen 15 (aktuell 19,5) absackt.

Sollten die Demokraten bei den Kongresswahlen am Dienstag dieser Woche nicht nur die Mehrheit im Abgeordnetenhaus gewinnen – was erwartet wird – sondern wider Erwarten auch im Senat, könnte Gold noch einmal ein deutliches Lebenszeichen von sich geben.

### Wenig Hoffnung auf nachhaltig positiven Trend



Quelle: stockcharts.com

## ROHSTOFFE

Der abrupte Verfall des Ölpreises seit Anfang Oktober – von USD 77/Barrel (WTI) auf USD 63, ein Rückgang von 18% innerhalb eines Monats – kam für uns unerwartet. Wir hatten argumentiert, dass vor allem die mit 5. November wirksamen US-Boycottmaßnahmen gegen den Iran zu einer spürbaren Verknappung des Angebots und damit – wenn auch nur vorübergehend – zu höheren Ölpreisen führen würden. Zwei Faktoren dürften für diese markante Korrektur ausschlaggebend gewesen sein – einmal die „risk-off“ Phase in den Aktienmärkten, verbunden mit zunehmendem Wachstumspessimismus, und zum anderen die Tatsache, dass die Ölexporte des Iran offensichtlich nicht im erwartenden Ausmaß zurückgegangen sind. USD 64/Barrel ist eine wichtige technische Unterstützung für den Ölpreis, die nur knapp unterschritten worden ist. Wir vermuten, dass sich der Ölpreis von diesem Niveau in den kommenden Wochen gegen USD 70/Barrel erholen wird, vorausgesetzt die Aktienmärkte befestigen sich und damit auch die Hoffnung auf anhaltend positive globale Wachstumsraten.

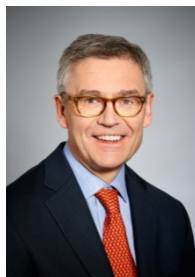
Während die industriellen Metalle Erholungstendenzen zeigen, beginnen wir nun doch langsam daran zu zweifeln, dass unsere Prognose einer typischen spätzyklischen Haussephase der Rohstoffe aufgehen wird.

### Ölpreis sollte sich um USD 64/Barrel erfangen



Quelle: stockcharts.com

## 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

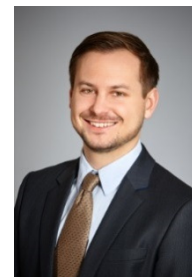
E-Mail: gg@dale.at



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

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

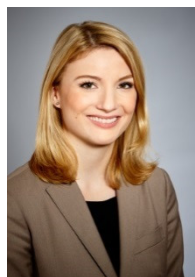
E-Mail: kz@dale.at



**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.