

DR. OLIVER STOLTE

ist Sprecher des Vorstandes der
Alpine Trust Management AG



Ertragsbringer Short-Aktien, Gold und Anleihen

Mit der ausschließlich an den US-Aktienmärkten stattgefundenen Kursrallye im Januar wurde einmal mehr die finale Phase des endenden Börsenzyklus unterstrichen. Der S&P 500 legte – nahezu linear – im Januar von 2.700 auf 2.880 Punkte zu. Ein derartiger Verlauf, der nicht mehr von Fundamentaldaten gestützt ist, der ohne Rücksetzer verläuft und vor allem, der nur in einer Region zu verzeichnen ist, stellt ein finales Over-Shooting dar, dass das Ende des seit 2009 andauernden Aufwärtstrends markiert.

Anleihen der ersten Qualität kamen, durch die Erwartung stärker steigender US-Zinsen und erster EZB-Zinserhöhungen nach dem QE-Ende im September 2018, weiter unter Druck. Dadurch könnten nun vermehrt auch Titel im mittleren Laufzeitssegment mit minimal positiven Renditen aufwarten.

Nachrichtlich sei festgehalten, dass die Fed am 21. März ihren Leitzins um 0,25 Prozent auf einen neuen Korridor von 1,25 bis 1,50 Prozent angehoben hat und noch zwei weitere Zinserhöhungen für 2018 sowie drei weitere für 2019 von den Marktteilnehmern erwartet werden.

Anleihen der zweiten Qualität folgten dem Risk-off-Modus an den Aktienmärkten bisher nicht, kamen aber auch am längeren Ende aufgrund der Erwartung steigender Zinsen leicht unter Druck. Die gebotenen Kupons überkompensieren allerdings die Kursrückgänge hier. Wir sind in diesem Segment stark investiert – allerdings ausschließlich in kurzen Laufzeiten bis maximal 2020/21 sowie nahezu ausschließlich im oberen Bonitätsbereich dieser High Yields.

Gold notierte zunächst freundlich bis auf 1.350, um dann aber in eine zähe Seitwärtsentwicklung zwischen 1.310 und 1.350 US-Dollar je Unze zu laufen. Wir sind maximal in Gold investiert – allerdings seit Dezember 2016 Euro-hedged.

Abweichend von bisherigen Marktberichten richten wir ein zusätzliches Augenmerk auf das Devisenpaar Euro/Dollar, da es einerseits zur Zeit einen volkswirtschaftlich nahezu nicht erklärbaren Verkauf hat und andererseits eine sehr stabile Begründung für die zur Zeit stark unterschiedlichen Kursentwicklungen an den Aktienmärkten in den USA und Europa bietet – und ferner die kurzfristige Entwicklung des Goldpreises hiervon abhängt.

Das Währungspaar fand im Dezember 2016 bei 1,04 US-Dollar/Euro seinen Boden. Seitdem schwächte sich der US-Dollar recht kontinuierlich bis auf 1,25 ab. Im zurückliegenden Quartal lief der Trend nun aus und es kam zu ersten Rücksetzern bei 1,22. Dieses Niveau wurde dann auch bereits mehrfach getestet.

Als einzige Begründung für die Schwäche des US-Dollar können wir die mehrfach von US-Präsident Donald Trump offen ausgesprochene Forderung nach einer schwächeren eigenen Wäh-

rung – zur Begünstigung seiner Exporte – anführen. Sämtliche harten volkswirtschaftlichen Daten nämlich US-Wachstum deutlich stärker als Europäisches, US-Zinsniveau deutlich höher als in Europa und Erwartung mehrerer US-Zinserhöhungen in 2018 versus etwaiger erster leichter EZB-Anhebung in 2019 sprechen allesamt ausschließlich für einen stärkeren US-Dollar.

Wie Einstein sagte, muss man die Welt nicht verstehen, sondern sich nur in ihr zurecht finden.

Somit müssen wir das Währungspaar Euro/Dollar nehmen, wie es kommt: So lange die 1,22 halten – wovon wir zunächst ausgehen – werden US-Aktien im Verhältnis zu Europäischen Titeln besser laufen. Ferner wird Gold hiervon unterstützt.

Seit Sommer 2017 hatten wir den Top-Building Prozess an den Aktienmärkten für das erste Quartal 2018 erwartet, so dass unverändert die bisherigen Höchststände nicht mehr erreicht werden. Die klassischen Konjunkturphasenmodelle sehen die Kapitalmärkte nun am Ende des Booms angekommen und in eine mehrjährige Abschwungsphase eintreten.

Die recht schwache Erholung an den Aktienmärkten nach der ersten Korrektur im Februar ist ein klares Signal, dass zeitig eine weitere Korrekturwelle folgen wird. Hierin sehen wir den Dax 11.200 bis 11.400 Punkte anlaufen. Auch ein tieferes Abtauchen bis 10.600 ist nicht unrealistisch, sollte zeitgleich der US-Dollar in Richtung 1,29 notieren. Die US-Märkte sollten – aufgrund eines erwarteten weiterhin schwächeren US-Dollar – lediglich auf ihre Februar-Lows, d.h. S&P 500 bis auf 2.560 Punkte – zurückkommen. Im Anschluss könnte sehr gut nochmals eine breitere Erholung im zweiten Halbjahr 2018 eintreten, die aber bisherige Höchststände nicht mehr übersteigen wird.

Anleihen der ersten Qualität werden im Kurs weiter nachgeben, da die FED einen weiterhin straffen Zinserhöhungszyklus avisiert hat und auch in Europa die Stimmen nach einer ersten Zinserhöhung zeitig nach Ende des QE im September 2018 sich mehren. Eine erste EZB-Zinserhöhung könnte noch während der Amtszeit Draghis eintreten, um mit dieser historischen Wende in der EZB-Politik noch umfassender in die Geschichtsbücher eingehen zu können und Draghis Nachfolger den Start zu erleichtern.

Anleihen der zweiten Qualität werden ebenfalls schwächer tendieren, einerseits gleichlautend wie Anleihen der ersten Qualität bedingt durch steigende Zinsen, aber auch andererseits, wenn im weiteren Verlauf der konjunkturellen Abschwungsphase die Unternehmensgewinne zurückgehen werden.

Im Laufe der zeitig erwarteten Korrekturwelle an den Aktienmärkten sollte Gold mindestens in seinen aktuellen Widerstandsbereich bei 1.366 bis 1.382 vorstoßen, um dann bei einem weiter schwachen US-Dollar diesen dann auch überwinden. Hier nach ist das nächste Kursziel 1.430 US-Dollar je Unze.

Beim Währungspaar US-Dollar/Euro ist ein letztes Over-Shooting in der Spanne von 1,27 bis 1,29 US-Dollar/Euro zu erwarten, um dann in den nächsten Jahren wieder den Weg Richtung Parität anzutreten. Etwaige Währungshedges sollten deshalb zeitig aufgelöst werden.

Für die kommenden zwei bis drei Jahre sehen wir insbesondere für drei Anlageklassen positive Erträge: 1. Aktien-Short, d.h. negative Entwicklungen der Aktienindices führen 1:1 zu positiven Erträgen der gehaltenen Aktien-Short-Wertpapiere 2. Gold und 3. Höherverzinsliche Anleihen mit nur noch sehr kurzen Restlaufzeiten und einer entsprechend festen Rendite im Kaufzeitpunkt.