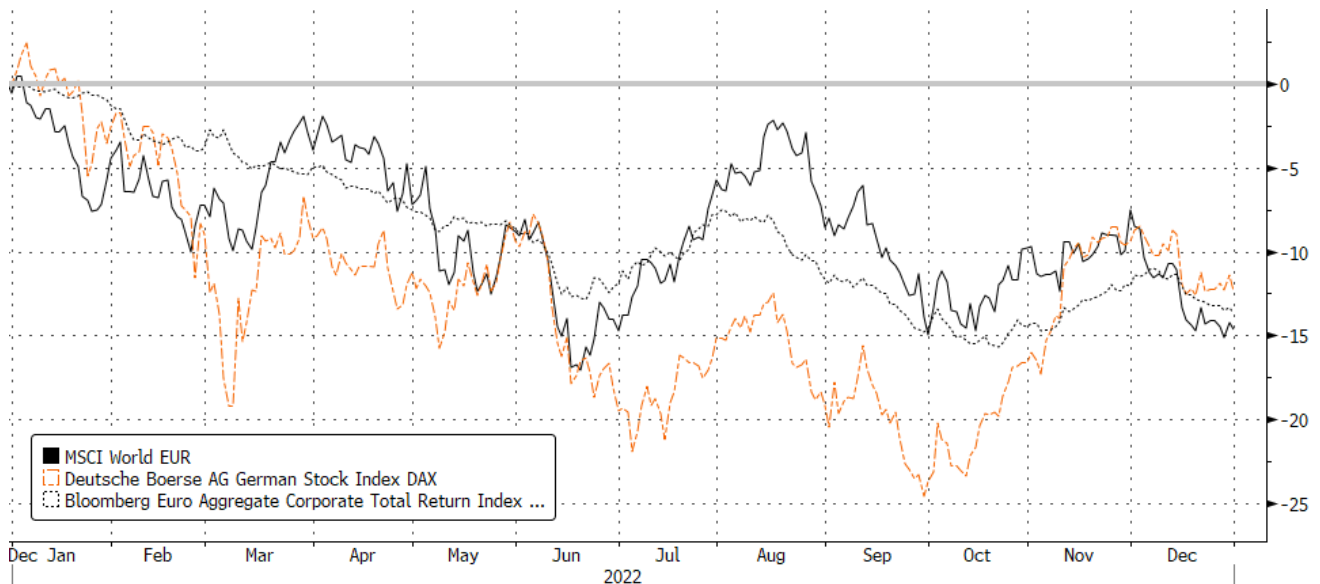


STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN

JÄNNER 2023

EIN SCHLIMMES BÖRSENAHR, UND WENIG BESSERE PROGNOSEN

Das Börsenjahr 2022 war eines der schlechtesten seit Jahrzehnten, und das nicht nur für Aktien, sondern auch für Anleihen.



Quelle: Bloomberg (Bloomberg Euro Aggregate ist ein Anleiheindex)

Hochkonjunktur haben dagegen derzeit die Prognosen. Davon gibt es genug, sie unterscheiden sich vor allem hinsichtlich der erwarteten Dauer der Inflation und der Konjunkturschwäche. Längerfristig werden allerdings die Ergebnisse der Prognosen immer ähnlicher. Wir kommen weiter unten gleich darauf zurück.

Da findet sich viel Optimismus, dass per Ende 2023 die Kurse höher lägen als Ende 2022. Wir meinen, dass dies nur unter bestimmten Voraussetzungen möglich ist. Statt den vielen vorhandenen Prognosen eine weitere hinzuzufügen, wollen wir uns mit einigen maßgeblichen Faktoren für das künftige Geschehen befassen. Aber selbst, wenn man sich nur auf die wichtigsten beschränkt, muss man sich bei der Inflation auch mit deren Wechselwirkungen sowohl mit der Zentralbankpolitik als auch mit der Konjunktur befassen. Denn davon dürfte mehr abhängen als uns recht sein kann.

WAS BESTIMMT EIGENTLICH DIE HÖHE DER INFLATION?

Zu Beginn des Preisanstiegs waren wesentlicher Inflationstreiber die coronabedingt vielfachen Produktionseinschränkungen und die anschließende Verstopfung der Absatzwege. Dazu kamen aber bald genug weitere Faktoren. Nehmen wir allein die Energiekosten, die Kosten für Wohnraum, die später erfolgten Lohnerhöhungen und Nahrungsmittelverteuerungen.

Die Verstopfung der Absatzwege sollte inzwischen weitgehend behoben sein. Der ursprüngliche Zünder für die Preisexplosion fällt damit weg. Die gestiegenen Energiekosten aber sind, so ist zu hören, eine Folge des russischen Angriffs auf die Ukraine. So einfach ist es nicht. Erstens hat Deutschland klassische Energieträger wie das modernste Atomkraftwerk der Welt und das modernste Kohlekraftwerk geschlossen und bezieht jetzt Strom aus französischen Meilern, aus heimischer Braunkohle und von polnischen Kohlekraftwerken. Zweitens hat Deutschland den wirklich schlimmen Fehler begangen, bei den Beratungen über Sanktionen gegen Russland mögliche russische Vergeltungsmaßnahmen nicht einmal zu Bedenken. Bundeskanzler Scholz hat das in einem ganzseitigen Interview in der Frankfurter Allgemeinen auch offen zugegeben, sieht die Schuld dafür freilich bei der Vorgängerregierung. LNG Gas ist erheblich teurer und steht frühestens in 3 Jahren in ausreichendem Maße zur Verfügung.

Die Hoffnungen auf mehr Wind- und Solarenergie können erfüllt werden, aber weder leicht noch schnell. Wegen der unzureichenden Speichermöglichkeiten braucht man je zusätzlich produzierten Megawatt Energie auch fast ein weiteres Megawatt an Speicherkapazität. Und die Interessensvertretung der E-Wirtschaft legte kürzlich Berechnungen vor, wonach allein in Österreich der bis 2030 bereits geplante Ausbau rund 12.000 zusätzliche Trafostationen und rund 40.000 Kilometer zusätzliche Leitungen brauchen werde.

Die Energieproblematik bleibt uns also noch lange erhalten. Vor neuerlichen starken Preissteigerungen könnten wir allenfalls verschont bleiben. Die Betriebskosten für Wohnungen werden wegen des gegenwärtigen Chaos auf den Energiemärkten trotzdem weiter hoch bleiben, und wer für seine Wohnraum auch Fremdmittel aufgenommen hat, muss damit rechnen, dass die Zinsen dafür weiter steigen.

Nahrungsmittel werden auch nicht billiger. Weltweit tragen dazu Dürren sowie Unwetterkatastrophen in wichtigen Weltgegenden ebenso bei, wie speziell in Europa die Verteuerung landwirtschaftlicher Geräte und die Verteuerung von Kunstdünger, der ja ebenfalls ein petrochemisches Produkt ist. Und von den hohen Energiekosten beispielsweise von Bäckereien gar nicht erst zu reden. Auch die bisherigen teils recht hohen Kollektivvertragsabschlüsse haben erst zum Teil in den Preisen ihren Niederschlag gefunden.

Wir bewundern alle, die aus diesem so komplexen Datengemenge konkrete Inflationsdaten für die Zukunft ableiten wollen. Eine Bandbreite zwischen 4 und 7 % halten wir für realistischer.

DAS KONJUNKTURGESCHEHEN UND DIE NEUE UNORDNUNG DER WELT

Ein Zusammenhang zwischen Inflation und Konjunktur muß besondere Sorgen machen: Wenn die Inflation hoch bleibt, dann bleibt den Notenbanken gar nichts anderes übrig, als die Zinsen zu erhöhen oder zumindest weiter hoch zu halten. Die Politik der beiden Notenbanken FED und EZB war lange darauf ausgerichtet, durch den Ankauf von Anleihen, vornehmlich von Staatsanleihen, die Finanzierung immer höherer Staatsschulden zu erleichtern. Mit solchen zusätzlichen Ankäufen ist es nun einmal vorbei. Aber es kommt noch dicker. Die Ankäufe der EZB hatten bereits im Jahr 2022 ziemlich genau das Volumen der Gesamtemissionen erreicht. Im Effekt hat die EZB daher alles angekauft, was die Länder der EU an Anleihen begeben haben. Aber wie soll das weitergehen? Nach aktuellen Schätzungen der Bank of America liegt der Emissionsplazierungsbedarf der EU-Staaten 2023 bei rund 400 Milliarden Euro. Für einen konjunkturellen Wiederaufstieg Europas wird die Sicherstellung dieser Finanzierung außerhalb des zuletzt geübten Tischlein – Deck – Dichts der EZB unerlässlich sein. Die EZB kann das bei diesem Inflationsniveau nicht selber übernehmen, eine Strategie zur Lösung dieses Problems wäre dringlich.

Zusätzlich ist die Wirksamkeit der Sanktionen gegen Russland ein Problem für sich. Ihr ursprünglicher Zweck war doch wohl die wirtschaftliche Schwächung Russlands. Ganz so ist das nicht gelaufen. Russland kann jetzt auf einmal einen bedeutend höheren Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaften, über 100 Milliarden Dollar waren es bereits 2021, aber 2022 werden es sogar 200 Milliarden sein. Die EU hat das gemerkt und als neuere Form der Sanktionierung eine Preisdeckelung geplant. Vor allem die Südländer waren stark dafür.

Dazu ein einziges Kommentar, das des griechischen Reeders Nicolas Vernizos gegenüber der französischen Tageszeitung „Liberation“: „ Das Embargo wird einen positiven Effekt haben: Wir Reeder werden reicher werden.“

STAGNATION, REZSSION ODER WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG

Die Weltbank und andere wichtige internationalen Organisationen sind zwar in den letzten Monaten von Prognose zu Prognose von sinkenden Wachstumsraten der einzelnen wirtschaftlichen Großregionen dieser Erde ausgegangen, aber immerhin noch von positivem Wachstum, einem nicht auszuschließenden Rückgang noch in der ersten Jahreshälfte 2023 und dafür von einer kräftigen Erholung in der zweiten.

Trotz aller weltpolitischen und weltwirtschaftlichen Turbulenzen gibt es ganz gute Argumente für diese Meinung. Die Arbeitsmärkte in Europa wie in den USA sind von einem Mangel an Arbeitswilligen gekennzeichnet, nicht von einem Mangel an Arbeitsplätzen.

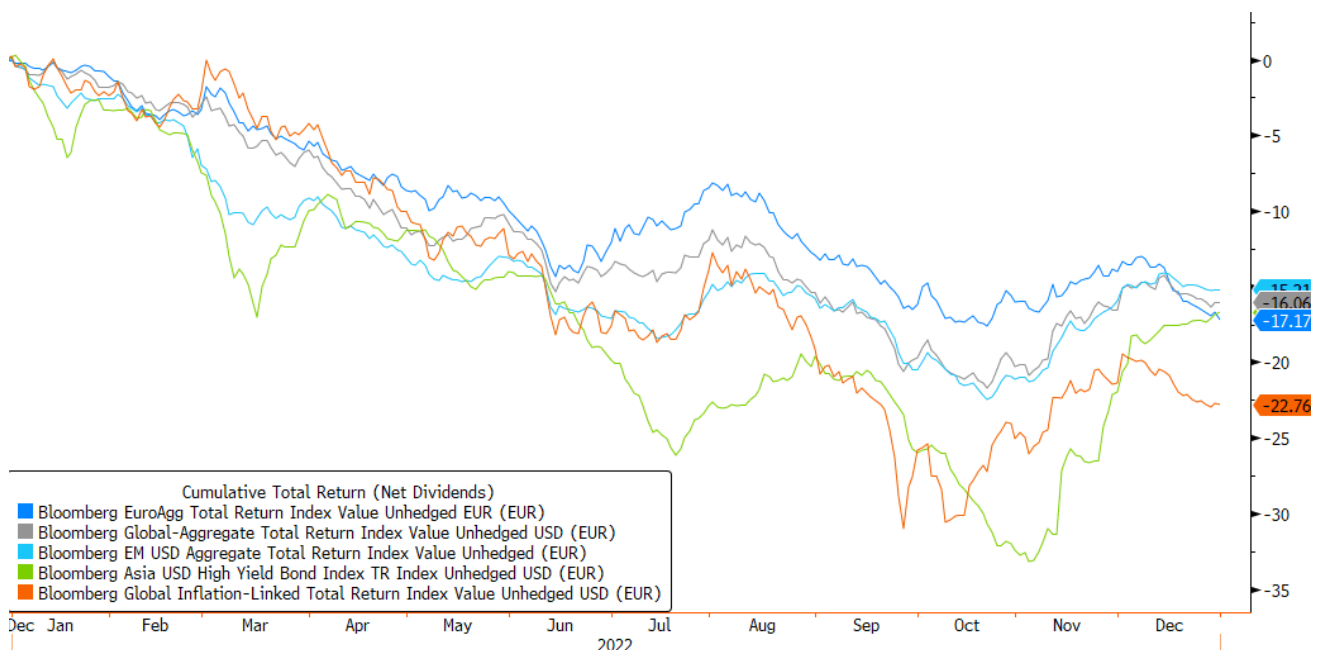
Auch das für die Konjunktur so wichtige Konsumentenvertrauen hat sich, zumindest in den USA, zuletzt deutlich verbessert, und die USA sind nun einmal (neben China, das gerade unter einer besonders bösartigen Variante des Corona Virus leidet) einer der Hauptmotoren der Weltwirtschaft. Während sich für die Weltwirtschaft insgesamt somit trotz allem das übliche Wechselspiel zwischen Aufschwung und Abschwung abzeichnet, muss man für Europa festhalten, dass nicht nur die absolute, sondern auch die relative Höhe der Energiekosten eine große Rolle spielt. Solange diese weltweit in gleichem Umfang steigen, ist das zwar ein Preisproblem, aber kein Konkurrenzproblem. Nun hat sich aber die Weltwirtschaft in so manchen Bereichen zu einer Verdrängungswirtschaft entwickelt, und Energiekosten können dabei eine kritische Rolle spielen. Leider sieht es aber nach allen verfügbaren Daten so aus, als ob auf absehbare Zeit die Energiekosten in Europa mindestens dreimal so hoch sein werden wie in den USA. Derzeit ist es übrigens durchschnittlich das sechsfache.

Deutschland ist in Europa davon besonders betroffen. Und prompt hat auch eine Debatte über den Untergang der deutschen Industrie eingesetzt. Das hätte natürlich auch für Österreich schlimme Folgen. So einen pauschal herbei gefürchteten Untergang wird es kaum geben. Aber Verlagerungen, in denen zwar eine Firma nicht gleich pleitegeht, aber einen kostenmäßig günstigeren Standort wählt, werden wir genug erleben. Dass in dieser Lage außerdem auch noch die Handelsbeziehungen mit China in Frage gestellt werden, mag politisch begründbar sein, wirtschaftlich ist es eine weitere massive Erhöhung der, auf die deutsche Wirtschaft und die dort Beschäftigten zukommenden Risiken. Und für die künftige Konkurrenzfähigkeit geschieht wenig. Nach Recherchen des „Handelsblattes“ werden von 2021 bis 2025 in neue Chipfabriken in den USA rund 122 Mrd. Dollar investiert werden, in Frankreich 5,7 und in Deutschland nur 2,4 Milliarden.

Die Politik versucht derzeit mit jeder Menge an Subventionen zu helfen, aber ein derartiges Übel wie Abwanderungsgefahr, nachteilige Kostenstrukturen und ausufernde Defizite kann man auf Dauer nur an der Wurzel packen. Vor allem dann, wenn die Finanzierungsmöglichkeiten an ihr Ende kommen könnten. Die europäische Politik ist aus heutiger Sicht im Gegensatz zu manch anderen Weltregionen mit Herausforderungen konfrontiert, die nicht allein rhetorisch zu lösen sein werden.

EIN SCHLECHTES JAHR FÜR ANLEIHEN

Das abgelaufene Jahr war auch für Anleihen eines der schlimmsten seit Jahrzehnten. In der nachfolgenden Grafik wird die Entwicklung (in Prozent) von Anleihen-Indizes aus unterschiedlichen Regionen dargestellt.



Quelle: Bloombeg

Ein konventionelles Mischportfolio mit je 50% Aktien und Anleihen hat 2022 rund 17% verloren, weil Aktien und Anleihen gleichzeitig so massiv nach unten gegangen sind. Das hat es in den letzten 100 Jahren so nicht gegeben. Konservative Rezepte sind nicht immer die besten.

Der lange Zyklus sinkender Zinsen hatte bereits 1982 begonnen, damals änderte die FED ihren zuvor extrem restriktiven Kurs, der in der Geschichte untrennbar mit dem Namen des FED-Präsidenten Volcker verbunden ist. Ihm war die Eindämmung der Inflation gelungen, allerdings um den Preis einer harten Bremsung des Wirtschaftswachstums.

2022 ist dieser Zyklus sinkender Zinsen zu Ende gegangen, und das hat sich prompt in den Kursen niedergeschlagen. Die starken Kursverluste haben allerdings auch damit zu tun, dass viele Emittenten die Gunst der Stunde genutzt haben und mit besonders langfristigen Anleihen und einer Minimalverzinsung in den Markt gegangen sind. Die haben sogar, aus welchen Gründen immer, gute Nachfrage gefunden.

Dass dann Anleihen wie etwa die österreichische hundertjährige Bundesanleihe, besonders dramatisch abstürzten, war nicht anders zu erwarten. Wir haben uns daher als PRIVATCONSULT bei langfristigen Anleihen in der offenkundigen Niedrigzinsphase bewusst zurückgehalten und unseren Kunden und uns damit einiges erspart.

Unserer Meinung nach ist die jetzt begonnene Phase der Zinserhöhungen noch nicht zu Ende. Die geschilderten Sachzwänge für die EZB einerseits, die Finanzierungsnotwendigkeiten der europäischen Staaten andererseits, sprechen dagegen. Solange die oben skizzierte Unklarheit hinsichtlich der weiteren Finanzierung europäischer Staatsschulden in keiner Weise geklärt ist, halten wir langfristige Anleihen für problematisch und europäische Staatsanleihen ohnedies. Im Gegenteil sollte in unsicheren Zeiten wie diesen, die Bonität des Emittenten Vorrang vor allen anderen Auswahlkriterien haben.

Außerdem gibt es derzeit verbreitet inverse Zinsstrukturen, kurzfristige Zinsen sind auf vielen Märkten höher als langfristige.

Immerhin finden sich so nun am Anleihemarkt nach langem wieder vernünftige Veranlagungschancen. Denn Anleihen mit aktuellen effektiven Zinssätzen von nicht weniger als 3 % und einer Restlaufzeit von nicht mehr als drei bis vier Jahren. Die sollten eine solide Basis für vernünftige Erträge bei begrenztem Risiko bieten.

Darüber hinaus halten wir eine währungsmäßige Streuung für sinnvoll. Währungsprognosen sind derzeit nicht wirklich zuverlässig möglich. Somit sind die noch etwas höheren Zinsen in den USA und die enormen Unsicherheiten in Europa ein nicht zu übersehendes Argument. Und im Übrigen halten wir sogar ein Engagement in Schweizer Anleihen für vernünftig. Hier gibt es bereits erstklassige Anleihen, wie etwa von Schweizer Städten oder Kantonen, mit zwar bescheidener, aber positiver Verzinsung, und bei der Schweiz und beim Schweizer Franken findet man noch jene Solidität, die anderswo immer seltener wird.

UND WAS PASSIERT MIT AKTIEN?

Wir haben eingangs erwähnt, dass es auch bei den optimistischeren Prognosen Varianten gibt, und diese unterscheiden sich interessanter Weise eigentlich nur in der Dauer der erwarteten Rezession und der Hoffnung auf eine anschließende Wiederbelebung. Das klingt dann so: Die derzeitige Zinspolitik führe in die Rezession, werde daher heuer noch beendet werden und einem neuen Aufschwung Platz machen. Deshalb sei zunächst noch mit einer weiteren Kursschwäche zu rechnen.

Diese werde aber schnell einem neuen Kursaufschwung Platz machen, allein schon deshalb, weil nach allen historischen Erfahrungen die Aktien im Schnitt der Konjunktur ein halbes Jahr vorauslaufen.

Die nachstehende Graphik von Goldman Sachs bringt die erwartete konjunkturelle Aufhellung als Antreiber einer neuen Aufwärtsbewegung recht gut zum Ausdruck, und zeigt zugleich die Bandbreite der erwarteten Entwicklung je nach der Schwere der erwarteten Rezession.



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Noch optimistischer sind derzeit deutsche Banken. In 19 von 20 Prognosen deutscher Banken sind daher die Kurse des DAX zum Jahresende 2023 höher als zu Jahresbeginn. All diese Prognosen entsprechen dem üblichen zyklischen Verlauf von Konjunktur und Rezession. Wir meinen aber doch, dass man ein etwas genaueres Bild gewinnt, wenn man die geradezu tektonischen Verschiebungen berücksichtigt, die sich derzeit bereits bemerkbar machen.

Da ist zunächst einmal der 2022 geradezu dramatische Absturz von diversen Newcomern und von High Tech – Unternehmen. Der Grund war in beiden Fällen der gleiche, zu viele Investoren hatten sich wegen großartiger Versprechungen auf Unternehmen mit schwacher Ertragslage und riesigen Schulden gestürzt. Wir haben vor solchen scheinbar attraktiven Highflyer'n immer gewarnt. Das macht nunmehr auch der bekannte amerikanische Ökonom Shiller, der meint, an den Börsen

spielten statt Kriterien wie ‚Value‘ oder ‚Growth‘ zunehmend Narrative eine Rolle, oder weniger freundlich formuliert, Geschichten.

Eine dieser Geschichten steht derzeit gerade auf dem Prüfstand: Ob sich Bitcoin und seine zahlreichen Nachahmer und die dahinter stehende Technologie wirklich bewähren können, bleibt abzuwarten. Die ersten Investoren hatten enorm verdient, und nunmehr beherrschen gerade etliche wenige spekulationsfreudige Großinvestoren den Markt. Wir wollen da nicht dabei sein. Angesichts der internationalen Spannungen und Krisen von der Ukraine bis Taiwan halten wir es für keinen Fehler, in konventionelle Rohstoffe zu investieren, ob Erz, Kupfer, andere Mineralien oder sogar Öl. Die Ersparnis-Phantasien mancher Regierungen lösen sich im Moment gerade in Luft auf, die Bewertungen sind niedrig und die Renditen hoch.

Wasser ist ein Rohstoff, dem man nie genug Bedeutung beimessen kann, und Recycling und Müllentsorgung haben beide noch lange gute Wachstumschancen. Im Hinblick auf die Spannungen mit China ist ein Investment in seltene Erden zwar ziemlich spekulativ, könnte sich aber ordentlich auszahlen. **MP Materials** ist das einzige Unternehmen, das in Nordamerika über eine Mine mit seltenen Erden verfügt. Auch der Pharmasektor bietet solide Veranlagungsmöglichkeiten, und wer dabei etwas mehr spekulieren möchte, könnte auf Unternehmen wie **Argen-X** setzen, die zwar noch kräftig Verluste machen, deren Alzheimer Medikament aber als erstes von vielen positive Effekte zu haben scheint.

Solche spekulativen Veranlagungen sollte man allerdings auf absehbare Zeit nur als interessante Beimischungen verstehen.

Derzeit sind als Kernbestandteile eines Portfolios und auch von Aktienfonds, neben Unternehmen aus den genannten Branchen- und da gibt es genug – eher die klassischen Langweiler angesagt, ob die nun **Nestle, Cola, Telekom, RWE** oder **Pfizer** oder wie auch immer heißen. In allen diesen Fällen kauft man Substanz und Rendite, und ein Mehrjahresvergleich sollte alle überzeugen, denen langfristiges Wachstum wichtiger ist als Spekulation. Wie 2022 gelehrt hat, muss man bei High-Tech's aufpassen, aber bei Unternehmen wie **Alphabet** oder **Microsoft** kauft man sich in Giganten ein, deren Marktstellung wohl noch lange einzigartig stark sein wird.

Wenn wir zur Vorsicht raten, dann bei deutschen Aktien. Außer bei den beiden Genannten und wenig anderen sehen wir derzeit mehr Risiken statt Chancen.

SCHLIESSEN WIR MIT ETWAS HOFFNUNG (ODER WENIGSTENS MIT EINEM FROMMEN WUNSCH)

Die EU ist derzeit mit einer Vielfalt von Herausforderungen konfrontiert, und leistet sich trotzdem gleichzeitig einen (auf Seiten der USA) subventionsgestützten Konkurrenzkampf mit den USA. Zusätzlich, unabhängig von einer moralischen oder geostrategischen Bewertung, ist die Unterstützung der Ukraine durch die EU und Großbritannien mit einem hohen wirtschaftlichen Preis verbunden. In einer solchen Lage scheint es zielführend nach Perspektiven zu suchen, die ein Ende des Krieges und damit verbundenen Leids und Zerstörung denkbar machen.

Auch wenn die Chancen auf einen baldigen Frieden schlecht stehen, so ist ein solcher vor Allem den Menschen in der Ukraine zu wünschen. Auch für die Staaten der EU würde ein Frieden, bzw. auch nur ein Waffenstillstand, unglaublich viel an Entlastung und Nutzen bringen

Wien, am 15.01.2023

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH

Impressum: PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandenschaft. PRIVATCONSULT erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. PRIVATCONSULT ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind.

Disclaimer: Diese Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von PRIVATCONSULT mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind die von PRIVATCONSULT zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlichen Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, gegebenenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Das vorliegende Dokument ist ausschließlich für Anleger in Deutschland und Österreich bestimmt. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Diese Aussendung ist daher im Sinne des WAG rechtlich lediglich als Marketinginformation zu verstehen, und nicht als Verkaufsprospekt. Alle Angaben in diesem Bericht stammen aus für zuverlässig gehaltenen Quellen, sind aber ohne Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der jeweiligen Information. Eine Haftung für direkte oder allfällige Folgeschäden aus der Nutzung dieser Informationen ist daher ausgeschlossen. Diese Aussendung bedeutet daher weder eine Finanzanalyse noch eine Anlageberatung im Sinne des WAG oder BWG noch eine verbindliche Auskunft. Weil es sich nicht um eine Finanzanalyse handelt, wurde diese Ausarbeitung auch nicht unter Einhaltung der Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Jegliche Erwähnung eines Wertpapiers ist als Weitergabe einer bei Dritten eingeholten Sachinformation zu werten, die den gerade genannten Einschränkungen unterliegt, und damit weder als pauschale Kauf- oder Verkaufsempfehlung, noch als persönliche Empfehlung an den Empfänger dieser Aussendung zum Kauf oder Verkauf eines der Wertpapiere. Auf die Zukunft bezogene Aussagen sind allein auf Grund heutiger oder vergangenheitsbezogener Daten erstellt und unterliegen daher erheblichen Unsicherheiten. Auch ist es nicht möglich, im vorliegenden Zusammenhang alle Risiken zu erwähnen, die bei der Entscheidung über Investitionen in erwähnten Veranlagungsinstrumenten berücksichtigt werden sollten. Grundlage für Investitionsentscheidungen können immer nur die individuellen Verhältnisse und Risikoprofile sowie eine vollständigere und aktualisierte Datenlage sein.