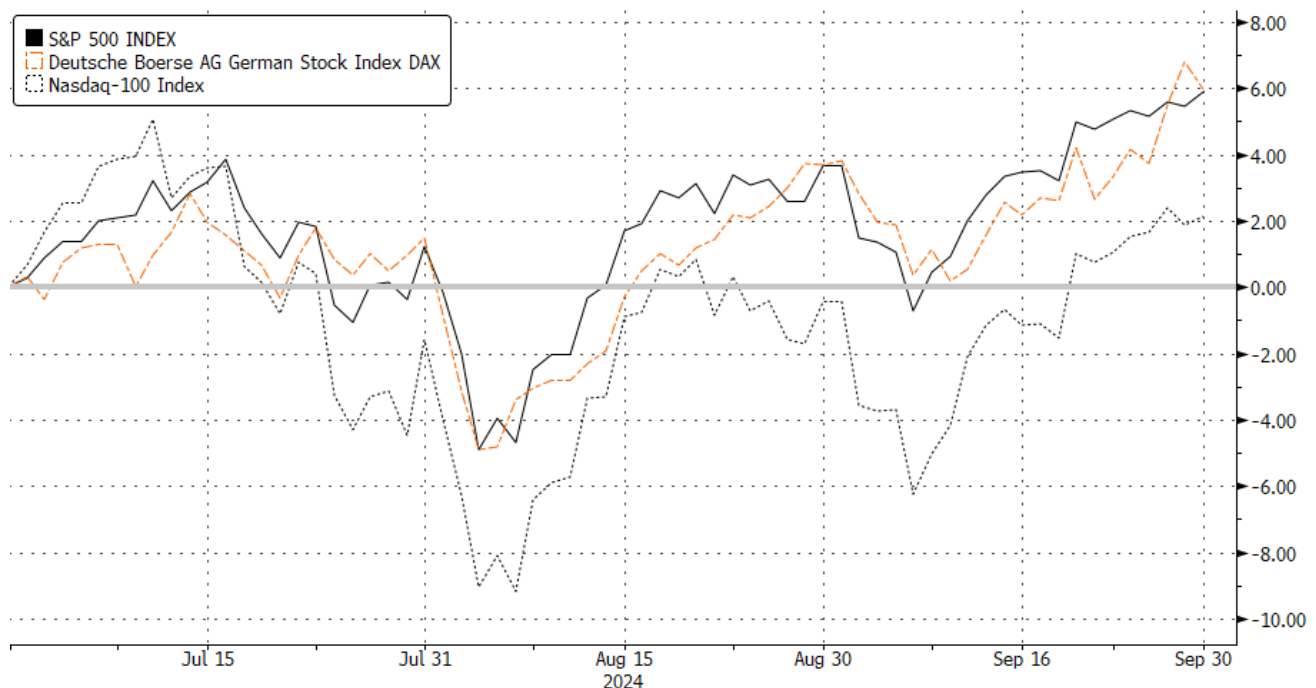


# STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN OKTOBER 2024

## 1. VIEL BEWEGUNG, WENIG WIRKLICHE VERÄNDERUNG

Die relativ unspektakuläre Entwicklung der Börsen im ersten Halbjahr ging im August zu Ende. Da kam es, beginnend in New York und bald weltweit, zu einem Einbruch der Kurse. Der dauerte aber nicht allzu lange, und bis Ende des Monats waren die alten Kurse wieder erreicht und teilweise sogar überschritten. Anfang September kam es zu einem neuerlichen Einbruch, der aber auch rasch wieder aufgeholt worden ist. Was war da los?

### WICHTIGE INDIZES 30.6. – 30.9.2024



Quelle: Bloomberg, Grafik Privatconsult

Diese Turbulenzen hatten zwei unterschiedliche Ursachen. Eine davon war schlicht eine Änderung der Refinanzierungsbedingungen der kurzfristigen Spekulation. Die hatte sich nämlich zu einem guten Teil sogenannter „Carry Trades“ bedient, im konkreten Fall der Refinanzierung der eigenen Wertpapierankäufe durch japanische Yen. Yen-Kredite waren weltweit die billigsten, die man bei international gängigen Währungen überhaupt finden

konnte. Dann hat die japanische Notenbank unerwartet die Leitzinsen erhöht und damit die Spekulation auf dem falschen Fuß erwischt. Bei der ging es um enorme Beträge. Geschätzt werden unterschiedlichste Volumen, die bis zu 20.000 Milliarden Dollar reichen. Selbst wenn es weniger gewesen sein sollte, zeigt sich deutlich, welche schlimmen Wirkungen spekulative Bewegungen haben können. Diesmal ist es – wenn man sich nicht nervös machen ließ - gut ausgefallen. Erinnerung an die Spekulationsblase mit Wertpapieren zur Refinanzierung nachrangiger Hypotheken, die zur weltweiten Bankenkrise 2008 geführt hat, dann weiß man, dass es auch schlimmer ausgehen kann.

Das zweite große Thema waren die High Techs. Die Erwartungen an die in diesem Bereich führenden Unternehmen, waren enorm, die Bewertungen aber auch. So kam es bei Vorlage der Halbjahresberichte gleich bei mehreren dazu, dass teils recht gute, sogar sehr gute Ergebnisse immer noch hinter den überhöhten Erwartungen zurückgeblieben sind. Das hat prompt zu Verkäufen und zur Reduzierung von Kurszielen seitens mancher Analysten geführt. Der alte Spruch „the higher the top, the longer the drop“ hat sich wieder einmal auch auf den Kapitalmärkten als nur allzu wahr herausgestellt.

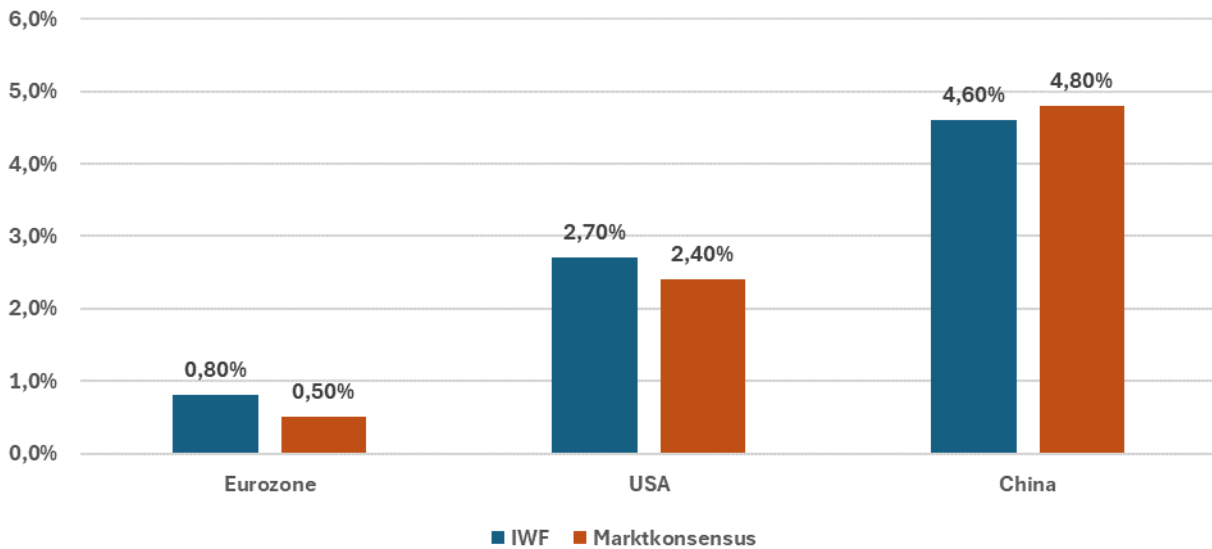
Der in beiden Fällen noch im selben Monat folgende Wiederanstieg der Kurse hat dagegen eine längerfristige Basis. Der stetige Rückgang der Inflationsrate in den USA hat (wenn auch erst nach der EZB) die FED zu einer Senkung der Zinsen veranlasst. Und niedrige Zinsen machen nun einmal Aktien umso attraktiver.

Die Veranlagungsstrategie der nächsten Monate muss freilich auch noch andere Faktoren berücksichtigen, und da gibt es einiges an beunruhigenden Risiken.

## **2. DIE WIRTSCHAFTLICHE LAGE: DIE GROSSEN UNTERSCHIEDE**

Wir haben bereits in den Strategischen Perspektiven vom April eine Darstellung der unterschiedlichen Wachstumserwartungen für die meisten Regionen der Erde gebracht. Konzentrieren wir uns diesmal auf drei große Blöcke.

## BIP-WACHSTUMSPROGNOSEN FÜR 2024



Quelle: Newsletter Bankhaus Spängler

Da wird das Dilemma, in dem Europa im Vergleich zu den beiden anderen hier gezeigten großen Regionen steckt, richtig deutlich. China kann die hohen Wachstumsraten der Vergangenheit nicht halten, liegt aber bei den Wachstumsraten immer noch weit an der Spitze und hat übrigens gerade ein massives Wachstumspaket beschlossen.

Die wirtschaftliche Entwicklung der USA wurde noch vor wenigen Monaten eher skeptisch beurteilt, die Prognosen schwankten zwischen „hard landing“ und „soft landing“. Zuletzt hat sich aber gezeigt, dass die Konsumenten dort optimistischer sind als die in Europa, aber auch die Gewinnerwartungen der amerikanischen Unternehmen höher liegen als es bei europäischen Unternehmen der Fall ist. Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit hat zuletzt etwas Sorge gemacht. Man darf aber nicht übersehen, dass das Wachstum der Gesamtbeschäftigung in den USA 2022 und 2023 mit jeweils rund 3 % (davon übrigens je rund zur Hälfte von dort Geborenen und von Zuwanderern getragen) recht ordentlich ausgefallen ist und daher geringere Schwankungen das positive Gesamtbild nicht wirklich beeinträchtigen. Und die jüngsten Ziffern haben ohnedies schon wieder ein kräftiges Wachstum der Beschäftigung gezeigt.

Freilich gibt es immer wieder Störfaktoren. Der Streik der Dockarbeiter in den Häfen der Ostküste kostete nach Schätzungen von Analysten die Wirtschaft täglich 3 Milliarden Dollar und mehr. Er wurde auch deshalb durch eine vorläufige Einigung rasch beendet, die vereinbarte Friedenspflicht gilt aber zunächst einmal nur bis Jänner des nächsten Jahres.

Unklar ist auch, wieweit der faktische Krieg im Nahen Osten auf die amerikanische Wirtschaft durchschlagen kann. Unmittelbare Auswirkungen zeichnen sich nicht ab, aber zusätzliche Militärausgaben, Blockaden und Handelsbeschränkungen durch arabische Länder oder aber negative Auswirkungen durch steigende Ölpreise können nicht ausgeschlossen werden.

Die kommenden Präsidentenwahlen sind ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor. Aber man darf immerhin davon ausgehen, dass die wirtschaftlichen Folgen eher überschaubar sind als die politischen.

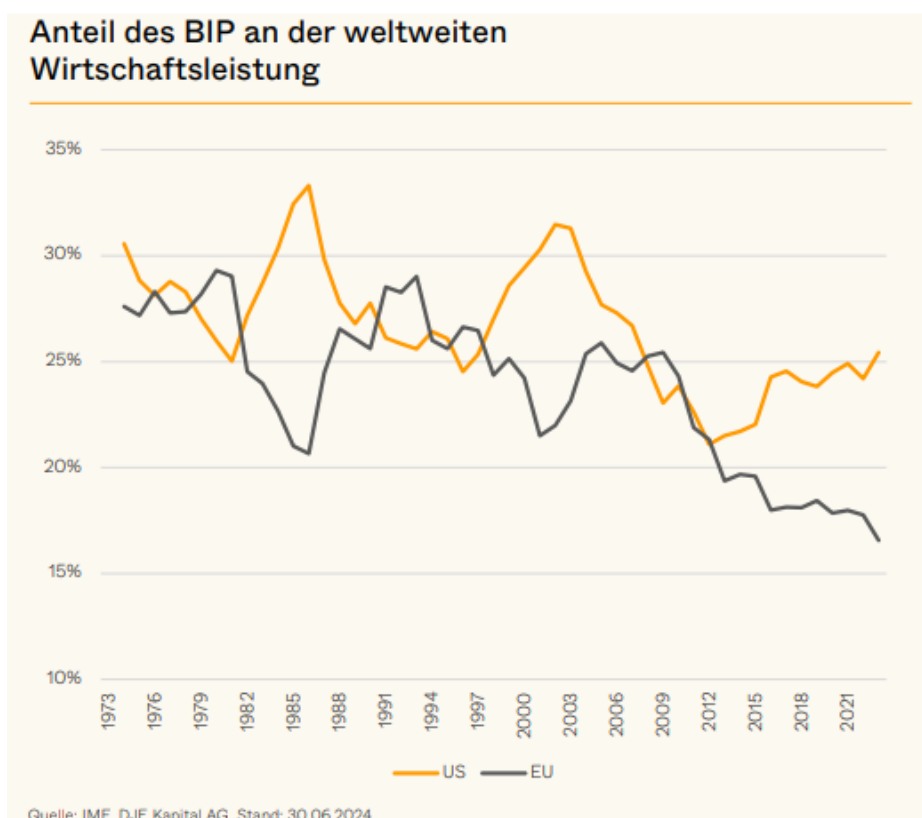
In Europa sieht es anders aus. Diesmal ist der Süden, von Spanien bis Griechenland besser aufgestellt. Nur Deutschland geht es gar nicht gut. Die Kommentare sind verheerend: „Die Stimmung ist trostlos, die Volkswirte ratlos“, hat die Frankfurter Allgemeine Zeitung geschrieben. Die New York Times spricht von der „dümmsten Energiepolitik der ganzen Welt“, und die Neue Zürcher von der „Zerstörung der Konkurrenzfähigkeit der deutschen Industrie“. Dem ist wohl nichts hinzuzufügen. Und die starke Abhängigkeit der österreichischen Wirtschaft von der deutschen ist bekannt.

So manche Probleme sind hausgemacht. Der europäische Gaspreis liegt nach den Sanktionen gegen Russland und trotz der jüngsten Rückgänge aktuell immer noch beim Fünffachen des Preises in den USA. Dazu kommen noch die Kosten der CO<sup>2</sup> – Bepreisung mit derzeit über 60 Euro je Tonne CO<sup>2</sup> – Ausstoß. In den Industriestaaten des Fernen Ostens liegt diese Belastung bei 6 bis 10 Euro je Tonne und in den USA gibt es keine vergleichbaren Abgaben. Dazu kommt die Zurückhaltung der Konsumenten, in Deutschland ein hoher Einfluss praxisferner Illusionisten auf die Regierung, eine immer absurdere Überregulierung durch die EU und als Folge all dessen, eine immer geringere Investitionsbereitschaft der Industrie.

Wir halten es für wichtig, diese Liste um eine ganz grundsätzliche Problematik zu verlängern, für die weder Regierungen noch die EU verantwortlich gemacht werden können: Nach dem zweiten Weltkrieg gab es ein gutes halbes Jahrhundert lang eine ständige Ausweitung des Welthandels, Regionen wie ganz Europa profitierten ungemein davon, die sich entwickelnde Dritte Welt mit modernen Produkten, Anlagen und Maschinen zu versorgen und so die eigene Produktion und Beschäftigung ständig auszuweiten.

Das funktioniert, solange die technische Rückständigkeit der anderen anhält, aber nicht mehr, wenn diese Länder technologisch gleichziehen und dann auf den Weltmärkten mit gleicher Qualität, aber

deutlich niedrigeren Lohnkosten zu Konkurrenten werden. Was dann geschieht, hat man schon in mehreren Branchen erlebt. Vorarlberg verfügte einst über eine blühende Textilindustrie. Heute sind davon nur mehr Reste vorhanden, nachdem vor allem im fernen Osten gleich gute Maschinen zu einem Bruchteil des hiesigen Lohnes gleich gute Produkte erzeugen. Und wer erinnert sich noch an Radios und Fernseher von Unternehmen wie Grundig oder Telefunken? Die Namen und eine ganze Industrie sind verschwunden. Insgesamt sinkt daher der Anteil Europas an der globalen Wirtschaftsleistung seit Jahren, wie die nachstehende Graphik zeigt.



Stück um Stück ist eine Branche nach der anderen für Europa verloren gegangen. Aktuell geht es um die Automobilindustrie. Ob man sie nun mag oder nicht, aus Nachhaltigkeitsgründen ablehnt oder nicht: Faktum ist, dass Europa bei Verbrennermotoren weltweit technologisch führend war. Die Chinesen haben das erkannt und seit 2015 eine sorgfältig erarbeitete Strategie verfolgt, dafür bei Elektroantrieben besser zu sein. Und das sind sie. Die derzeitigen Richtlinien der EU riskieren im Effekt den zumindest teilweisen Untergang genau jener Technologie, in der Europa führend war, damit aber auch einer Industrie, die auch mangels Interesse der Konsumenten nicht so schnell umstellen kann und in der derzeit in ganz Europa direkt rund drei Millionen Menschen beschäftigt sind - und in der Zulieferindustrie nicht viel weniger.

Europa braucht dringend, und zwar statt einer Keynesianischen Konjunkturpolitik, die wegen der leeren Kassen sowieso nicht funktionieren kann, eine Wettbewerbsstrategie, die klärt, in welchen Branchen was unternommen werden kann, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

Am letzten Donnerstag im September hat ein Treffen jener europäischen Minister stattgefunden, die ressortmäßig für Wettbewerbsfragen zuständig sind. Von der Kommission war laut Bericht der „Presse“ kein(e) Einzige(r) anwesend.

### **3. DIE ZINSEN SINKEN – ABER WIE LANGE?**

Die beiden großen Notenbanken haben auf die Inflationsentwicklung mit Zinssenkungen reagiert. Bis Jahresende sind weitere zu erwarten, schließlich zeichnet sich bei den Preisen mehrheitlich ja doch eine Beruhigung ab. Mit den sinkenden Zinsen sinken auch die Renditen von Anleihen. Hat man welche im Portfolio, so wird man dafür mit Kursgewinnen entschädigt. Bei Neuemissionen sieht das anders aus.

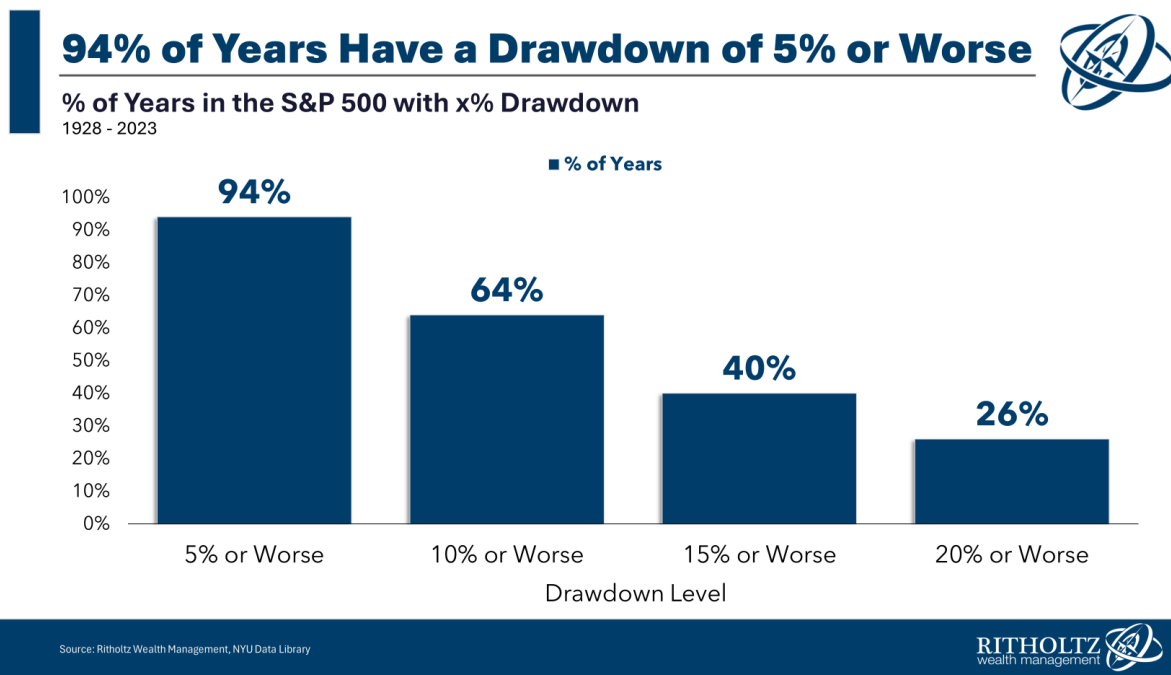
Jeder Anleihekauf ist mit einer Entscheidung über die gewünschte Laufzeit verbunden. Unserer Meinung nach sollte man beim Ankauf von Anleihen kürzere Fristen von nicht mehr als vier bis fünf Jahren Restlaufzeit bevorzugen. Der Grund liegt in den Perspektiven für die europäischen Staatshaushalte und auch den der USA für die nächsten Jahre. Hier wie dort sind sie ziemlich düster, wie wir erst vor kurzem gezeigt haben. Die europäischen Staaten wollen und müssen wohl auch in den nächsten Jahren mehr für Verteidigung ausgeben. Die Kosten für die Energiewende, nicht zuletzt für den Leitungsbau, laufen völlig aus dem Ruder, und eine kaum wachsende Wirtschaft bringt nicht genug Einnahmen, um allein die sozialen Kosten zu decken, deren Dynamik durch den zunehmenden Anteil der Pensionisten an der Gesamtbevölkerung noch verschärft wird. Dazu kommen die Kosten der Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit. Der jüngste Draghi-Bericht spricht von einem weiteren Zurückbleiben Europas, wenn nicht energisch gegengesteuert wird. Aber die Kosten dafür beziffert er mit astronomischen 800 Milliarden Euro (für Interessierte: Diese Ziffer findet sich auf Seite 281 des Berichtes). Er weiß natürlich, dass dies nicht realistisch ist, aber bietet damit wohl einen Ausblick darauf, was auf uns zukommt.

Die USA haben ihre Staatsverschuldung noch rascher ausgeweitet. Um 2000 betrug sie rund 50 % des Sozialproduktes. Ein knappes Vierteljahrhundert später liegt sie bei rund 120 % und hat damit in einem Aufholprozess, dessen Tempo wenig Anlass zu Begeisterung gibt, bereits italienische Dimensionen erreicht.

All das bringt eine massive Erhöhung der Nachfrage nach Finanzierungen, und das kann auf Dauer nicht ohne Auswirkungen auf die Zinshöhe bleiben. Die EZB hat gelernt, dass ein künstliches Niederhalten der Zinsen nicht ohne ernste Nebeneffekte möglich ist. Ausmaß und Tempo des früher oder später zu erwartenden Zinsanstiegs lassen sich nicht annähernd seriös abschätzen, aber man sollte diese längerfristigen Aussichten beim Kauf von Anleihen nicht außer Acht lassen.

#### 4. DIE HÄUFIGKEIT VON SCHWANKUNGEN AN DEN BÖRSEN

Die zu Beginn erwähnten Schwankungen an den Börsen kann man auf die genannten konkreten Ursachen zurückführen. Aber solche Schwankungen sind keine Ausnahme, sondern eher häufig, wie die nachstehende Graphik zeigt.



Quelle: Ritholtz Wealth Management, NYU Data Library

Die Schwankungen können auch recht dramatisch ausfallen. Im Jahr der großen Finanzkrise 2008 brachte der Absturz, gemessen am MSCI, im Maximum einen Verlust von 37,3 %. Aber allein schon die Häufigkeit solcher Schwankungen macht es notwendig, in einer eigenen Strategie für eine Verringerung der Auswirkungen zu sorgen. Wie eine Unzahl von Untersuchungen gezeigt hat, sind dabei Versuche eines „Timing the market“, bei niedrigen Kursen einzukaufen und bei hohen zu verkaufen, nur selten erfolgreich. Dazu sind die kurzfristigen Schwankungen schlicht zu wenig vorhersehbar. In der PRIVATCONSULT setzen wir solche Strategien nur dann ein, wenn der Kurs

einer Aktie zu stark von dem Wert abweicht, der ich aus den vorliegenden Analysen ergibt. Seit kurzem gibt es bereits Versuche, Künstliche Intelligenz für eine Verbesserung der Ergebnisse einzusetzen. Wir sind gespannt, was dabei herauskommt.

Neben all den üblichen Strategien – wie zB. möglichst breite Streuung, besondere Berücksichtigung von Aktien mit niedrigem Beta, also mit erfahrungsgemäß niedriger Betroffenheit von allgemeinen Kursschwankungen, allenfalls auch Kauf von Shorts oder Put-Optionen, wird aber in der gegenwärtigen Phase ebenso starker wie schneller struktureller und technologischer Veränderungen der Weltwirtschaft die richtige Produktselektion immer wichtiger.

Aber was ist schon „richtig“?

Wir sind zuletzt bei den Themen Künstliche Intelligenz, Alternative Energien und Gesundheit auf einzelne Entwicklungstendenzen eingegangen. Heute wollen wir auf Branchen hinweisen, die sich weniger durch spektakuläres Wachstum, aber dafür durch Stabilität, geringere Risiken und dennoch stetiges Wachstum auszeichnen.

Eine davon ist die **Wasserversorgung**. Während in Europa wie beispielsweise auch in Österreich die Mehrheit der Wasserversorger kommunale Unternehmen sind, ist das in den USA unterschiedlich organisiert. Neben kommunalen Versorgern gibt es große privatwirtschaftliche Wasserversorger. Wir halten Investitionen in solche Unternehmen aus mehreren Gründen für attraktiv. Erstens ist Wasser völlig unverzichtbar, und die Bedeutung sauberen Wassers erleben wir derzeit sogar im ansonsten damit bestens versorgten Österreich drastisch genug. Zweitens sind diese Versorger regionale Monopolisten, einen konkurrenzbedingten Preisdruck gibt es nicht. Dafür sind die Preise behördlich reglementiert, aber in den USA lassen die Behörden den Versorgern genügend Spielraum, um Investitionen weiterhin attraktiv zu machen. Und nicht zuletzt findet ein ständiges Wachstum der privaten zu Lasten der kommunalen Versorger statt. Dies vor allem deshalb, weil immer mehr Kommunen die Mittel für die oft nötigen Modernisierungs- und Erweiterungsinvestitionen fehlen.

Zum Bereich Wasserversorgung kann man auch Unternehmen zählen, die sich mit dem Bau von Filtern, Messgeräten oder von ganzen Anlagen der Ver- und auch der Entsorgung befassen. Wer Krisenfestigkeit und vergleichsweise geringe Kursschwankungen sucht, hat hier gute Chancen.

Auch wenn noch so viel Gewicht auf **Alternative Energien** gelegt wird, sollte man konventionelle Energieproduzenten nicht übersehen. Davon gibt es genug. Sie sind dann für Anleger von



besonderem Interesse, wenn sie wenig oder gar keine Energie aus Gas oder Kohle erzeugen, allenfalls auch noch über erhebliche Speicherkapazitäten verfügen, wie etwa in Österreich der Verbund, oder auf Grund ihrer günstigen Produktionskostenstruktur Konkurrenten preislich deutlich unterbieten können, wie etwa in den USA XCEL. Und nicht zuletzt setzen all diese Unternehmen beim fortlaufenden Ausbau Ihrer Kapazitäten ohnedies auf Alternative Energien.

Ein dritter eher unspektakulärer Sektor ist die **Entsorgung**. Die weltweit vielfältigen Bemühungen um Abfallvermeidung haben zwar - beschränkten – Erfolg, aber die Sorge um eine saubere (ehrlicherweise: weniger schmutzige) Umwelt führen ohnedies zu immer neuen umfangreichen Aufgaben der Entsorgung, nehmen wir allein die zunehmende weltweite Verseuchung mit Plastikmüll. Vor allem US-amerikanische Entsorgungsunternehmen zeigen stabile Ergebnisse mit zwar nur durchschnittlicher Rendite, aber mit kontinuierlichen, immer wieder nur kurzfristig unterbrochenen Kurssteigerungen.

Einen ausgeprägten Wachstumssektor wollen wir noch erwähnen. Das ist die sehr anspruchsvolle Technologie der **Quantencomputer**, die selbst gegenüber den heutigen schnellen Computern noch ein Vielfaches an Schnelligkeit und in Verbindung mit KI noch völlig unabsehbare Neuerungen bringen werden. Hier hat im Moment IBM die Nase vorn. Sie haben die ersten drei funktionierenden Quantencomputer gebaut: einer davon steht bereits der deutschen Fraunhofer – Forschungsgesellschaft zur Verfügung. Auch wenn bis zur breiten Einsatzfähigkeit der Quantencomputer noch einiges an Zeit verstreichen wird, erachten wir erste Investments in diesem Bereich als interessant, zumal sich für die Zukunft viele neue, heute noch schwer abschätzbare, Anwendungsbereiche ergeben werden.

Wien, im Oktober 2024

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH

***Impressum:*** PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in 1030 Wien, Rennweg 33B/202. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandschaft. 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 Marketingmitteilung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt kein Angebot oder keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar, noch ist sie als

*Aufforderung anzusehen, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen abzugeben. Dieses Dokument kann eine Beratung durch Ihren persönlichen Anlageberater nicht ersetzen. In der Vergangenheit erzielte Erträge sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Der Wert einer Anlage kann schwanken, sich negativ entwickeln und wird nicht garantiert. 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. 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 ist keine Finanzanalyse im Sinne des WAG. Daher 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.*