

BTV ANLAGEKOMPASS 2023  
KAPITALMÄRKTE IM BLICK

# Weit sicht

Vol. 03

|    |  |    |   |
|----|--|----|---|
| 3  | Editorial  | 13 | Marktmeinung<br><b>Einschätzung des Wirtschaftswachstums</b>  |
| 4  | Konjunktur<br><b>China: Wie geht es nach der Abschottungspolitik weiter?</b> | 14 | Marktmeinung<br><b>Einschätzung der Konjunkturdynamik</b>   |
| 8  | Aktien<br><b>In turbulenten Zeiten auf Qualitätsaktien setzen</b>            | 15 | Marktmeinung<br><b>Zins- und Währungsausblick</b>   |
| 10 | Rohstoffe<br><b>Rohstoffe, Krieg und die Notenbanken: ein Jahr später</b>    | 16 | Marktmeinung<br><b>Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente</b>                                |
| 12 | Basisszenario<br><b>Beobachtete Wirtschaftsszenarien im Anlageprozess</b>    | 17 | Strategien<br><b>Positionierung und Einschätzung der Anlageklassen für diskretionäre Strategien</b> |
|    |  | 18 | Erläuterungen   |
|    |  | 19 | Rechtliche Hinweise   |
|    |  | 20 | Impressum   |

#### Hinweis

Die in dieser Publikation verwendeten Fach- und Finanzbegriffe werden in den Erläuterungen auf Seite 18 ausführlich erklärt.

#### Erscheinungsrhythmus

Der BTV ANLAGEKOMPASS erscheint als gedruckte Spezialausgabe zwei Mal im Jahr. In den Zwischenmonaten erscheint die Aktualisierung unserer Anlagemeinung in digitaler Form. Frühere Ausgaben finden Sie auf unserer Website [www.btv.at](http://www.btv.at). Für eine automatische Zusendung wenden Sie sich bitte an Ihren/Ihre Betreuer\*in oder nutzen Sie das Formular auf der Website.

**Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,**

die wirtschaftliche Erholung Chinas galt als der größte Unsicherheitsfaktor für die kommenden Monate – zumindest bis Mitte März. Alle Hoffnungen lagen darauf, dass sich nach dem Ende der Null-Covid-Politik die aufgestaute Nachfrage entladen und hohe Ersparnisse den Konsum ankurbeln werden, wovon auch der Westen profitieren wird.

Allerdings hat sich der Fokus verschoben, nachdem die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) kurzzeitig für Panik an den Märkten sorgte und Ängste vor einer Finanzkrise 2.0 aufkommen ließ. In der BTV beurteilen wir dieses Risiko aber als gering, da die risikoreiche Anlagestrategie der SVB die Hauptursache für die Pleite war. Dennoch ist die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern aktuell hoch und der Zinsausblick gilt als ungewiss.

Ein sofortiges Einschreiten der US-Regierung sowie die Bereitschaft der Fed, die notwendige Liquidität im Bankensektor zu gewährleisten, sollte aber bald wieder für Beruhigung sorgen und den Fokus wieder auf die altbekannten Probleme Inflation, Zinsanstiege und Geopolitik lenken. Am Rohstoffmarkt sind es nämlich nach wie vor der Krieg in der Ukraine bzw. die Sanktionen gegen Russland, die diesen maßgeblich beeinflussen.

Lesen Sie im aktuellen BTV ANLAGEKOMPASS mehr über unsere Einschätzung zum Fall SVB, unseren China-Ausblick und wieso auch Industriemetalle von den Sanktionen gegen Russland betroffen sind. Wie gewohnt haben wir auch die BTV Marktmeinung sowie die Einschätzung der Anlageklassen im BTV ANLAGEKOMPASS inkludiert.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

# China: Wie geht es nach der Abschottungspolitik weiter?

Nach Aufhebung der Null-Covid-Politik hat China eine Kehrtwende in der Corona-Politik vollzogen und versucht nun, seine Wirtschaft wieder anzukurbeln. Auch wenn die Euphorie an den Märkten im ersten Moment groß war, ist eine starke Konjunkturerholung nicht zu erwarten. Vielmehr dürfte sich die Wachstumsdynamik in den kommenden Jahren tendenziell weiter abschwächen.

## Chinas Rolle in der Welt

China hat sich in den vergangenen Jahrzehnten zu einem Global Player entwickelt und ist damit auch ein wichtiger Handelspartner für die USA und Europa. Vor allem in den letzten Jahren konnte China einen starken Anstieg bei Import- und Exportgeschäften verzeichnen. Wie in der Tabelle ersichtlich, betrug das gesamte Handelsvolumen Chinas 2021 rund 5,84 Bio. US-Dollar, damit ist das Reich der Mitte mittlerweile auf Platz eins unter den größten Handelsnationen. Da China ein bedeutender Lieferant von Rohstoffen und weiterhin als die „Werkbank der Welt“ gilt, spielt die Volksrepublik eine wichtige Rolle in der Herstellung von Industriegütern und ist in vielen Produktionsketten involviert. Dadurch lassen sich auch die enormen Handelsströme und die hohe Bedeutung Chinas in der globalen Wertschöpfungskette erklären. Die Corona-Pandemie hat gezeigt, welche drastischen Auswirkungen Produktionsstopps, Lieferprobleme und der allgemeine Rohstoffmangel weltweit auf die unterschiedlichsten Branchen haben. Die Abhängigkeit von anderen Volkswirtschaften wurde uns allen damit umso mehr bewusst. Dies gilt als einer der großen Nachteile der Globalisierung, die ansonsten auch für Effizienzgewinne und eine bessere Waren- und Dienstleistungs-verfügbarkeit steht. China gilt aber schon lange nicht mehr nur als die „Werkbank der Welt“, die hohe chinesische Nachfrage infolge des steigenden Wohlstands der Bevölkerung hat dazu geführt, dass es auch zu einem wichtigen Absatzmarkt für westliche Länder geworden ist. Wie der chinesische Konjunkturausblick aussieht, also wie sich Angebot, Nachfrage und Handelsbeziehungen entwickeln werden, spielt damit auch eine wichtige Rolle für die Weltwirtschaft.

## China mit weltweit größtem Handelsvolumen

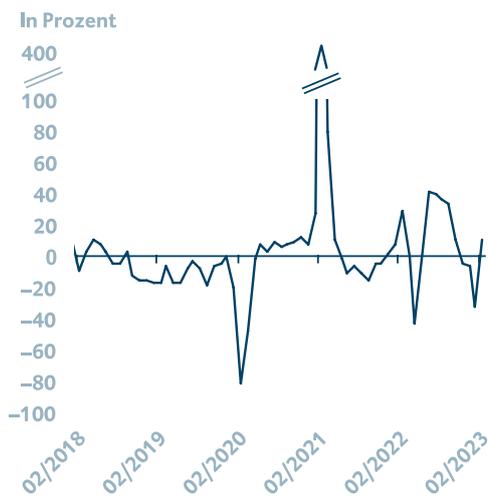
| Ranking | Staat       | Handelsvolumen in 2021 in Bio. USD |
|---------|-------------|------------------------------------|
| Platz 1 | China       | 5,84                               |
| Platz 2 | USA         | 4,56                               |
| Platz 3 | Deutschland | 3,03                               |
| Platz 4 | Japan       | 1,56                               |
| Platz 5 | Niederlande | 1,49                               |

Quelle: Bloomberg; Stand 14.03.2023

## Chinesischer Konsum gilt als Haupteinflussfaktor für das Wirtschaftswachstum

Chinas wirtschaftliche Erholung wird sich stark vom inländischen Konsum, dem Exportgeschäft und der Entwicklung des Immobiliensektors abhängig zeigen. Die Erholung der chinesischen Inlandsnachfrage wird nach BTV Einschätzung einen großen Anteil zum Wirtschaftswachstum beitragen können, da durch die Lockerung der Beschränkungen Mobilität zugelassen und so auch wieder mehr Konsum ermöglicht wird. Wie in der Grafik ersichtlich, dürfte damit die deutlich zurückgegangene Automobilnachfrage auch wieder anziehen. Zusätzlich dazu haben die Haushalte auch in China während der Pandemie einen erheblichen Überschuss an Ersparnissen angehäuft. Diese sind seit 2020 auf 5,6 Billionen Yuan (ca. 761 Mrd. EUR) angestiegen, was in etwa 4,7 % des chinesischen BIP im Jahr 2022 entspricht.

## Einbruch der chinesischen Autonachfrage zeigt: Konsum mit Nachholbedarf



— Autoverkäufe (Veränderung ggü. Vorjahr)

Quelle: Bloomberg; Stand 14.03.2023

In den USA und in Europa führten die zusätzlichen Ersparnisse nach Lockerung der Restriktionen zu sehr starken Nachholeffekten im Konsum. In China ist die Lage aufgrund der unklaren weiteren Entwicklung am Arbeitsmarkt mit den damit verbundenen Lohnunsicherheiten allerdings eine andere. Ein weiteres Problem ist die weite Einkommensschere in der Bevölkerung. Es ist damit davon auszugehen, dass sich der Konsum von einkommensstarken Familien deutlich schneller erholen wird als jener von einkommensschwachen. Dies führt zu einer unvollständigen

und nur teilweisen Erholung, die stark von der Verbesserung der Beschäftigungs- und Einkommensaussichten abhängt. Nach BTV Einschätzung ist davon auszugehen, dass die Inlandsfrage die wirtschaftliche Erholung maßgeblich vorantreiben wird, unklar ist nur, in welchem Ausmaß. Unsere Wachstumsprognose für China haben wir daher angehoben und erwarten für 2023 ein Wirtschaftswachstum, das leicht unter dem Zielwert von 5,5 % zu liegen kommt.

## Chinas Immobilienkrise bleibt eine Belastung

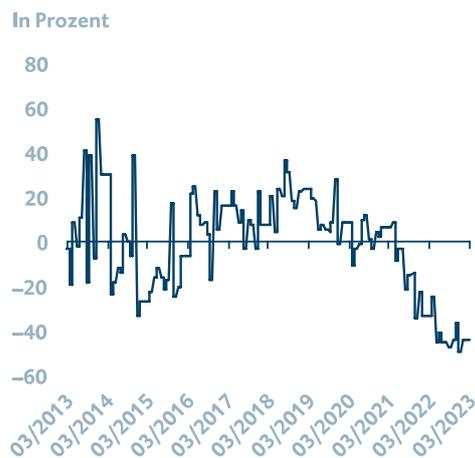
Die Krise im Immobiliensektor zeigte sich insbesondere in den vergangenen beiden Jahren als der größte Belastungsfaktor für die chinesische Wirtschaft. Denn im Bausektor machte sich mehr und mehr bemerkbar, dass Immobilienentwickler ihr schnelles Wachstum lange Zeit größtenteils auf Schulden aufgebaut haben. Neben Bankkrediten und Anleihen finanzierten sie ihre Projekte über den Vorverkauf von Immobilien, bei dem die Hauskäufer\*innen im Voraus zahlen müssen, oftmals sogar, bevor der Bau überhaupt begonnen hat. Dieses überdimensionale Wachstum des Immobiliensektors, der mittlerweile rund 25 % zum chinesischen BIP beiträgt, hat seinen Ursprung in der starken Subventionierung von Immobilienkäufen durch die Regierung. Geringe Eigenmittelvorgaben, günstige Kredite und mangelnde alternative Investmentmöglichkeiten führten bei zunehmendem Wohlstand zu steigenden Immobilieninvestitionen in der Bevölkerung.

Der aktuelle Abschwung im Immobiliensektor begann im Jahr 2021. Um die enorme Verschuldung im Immobiliensektor einzudämmen, hatte die Regierung die „drei roten Linien“ für Verschuldungs- und Liquiditätsquoten eingeführt.

Als Folge der plötzlich strengen Regulierungen verfügten viele Bauträger nun nicht mehr über genügend Mittel, um neue Projekte zu starten oder bestehende zu finalisieren. Die Zahlen der nicht fertiggestellten Gebäude, der Ausfälle von Immobilienentwicklern und der Immobilieninvestor\*innen, die für ihre Anzahlung keine Gegenleistung bekamen, sind dadurch drastisch angestiegen. Infolgedessen ist der Absatz am Immobilienmarkt eingebrochen und der Bau weiterer Wohnhäuser – wie in der Grafik ersichtlich – stark zurückgegangen. Die Regierung hat auf die Turbulenzen bereits reagiert und steuert dieser Entwicklung mit einer Reihe von unterstützenden Maßnahmen zur Finanzierung bestehender Wohnungsbauprojekte und zur Verbesserung der finanziellen Bedingungen der Bauträger gegen. Hierbei handelt es sich allerdings nicht um eine Stimulierung des Sektors, wie in vergangenen Jahren beobachtet, sondern lediglich um Stabilisierungsmaßnahmen, um das Vertrauen der Bevölkerung in die Regierung sicherzustellen und soziale Konflikte zu vermeiden.

In der BTV gehen wir zwar davon aus, dass es der Regierung gelingen wird, einen Zusammenbruch des Immobilienmarktes zu verhindern, dennoch steht China ein langwieriger Prozess der Entschuldung, der Umstrukturierung und der Umstellung auf ein nachhaltigeres Wachstumsmodell bevor. Ein Prozess, der Jahre dauern wird. Die Belastung für das Wirtschaftswachstum dürfte in den kommenden Jahren aber sukzessive abnehmen.

### Chinesische Immobiliennachfrage geht zurück



— Grundriss Baubeginne Wohnhäuser (Veränderung ggü. Vorjahr)

Quelle: Bloomberg; Stand 14.03.2023

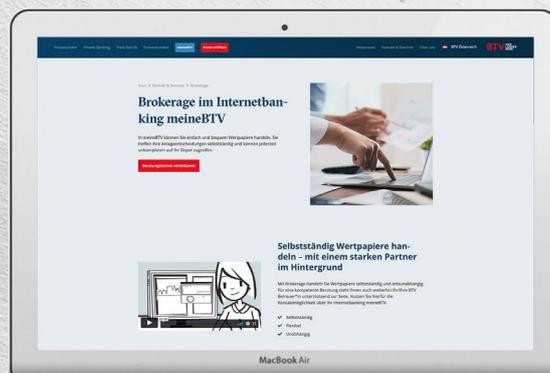
# BTV Brokerage

Ortsunabhängig Wertpapiere handeln – mit einem starken Partner im Hintergrund.

Das Internetbanking meineBTV ermöglicht es Ihnen, einfach und bequem Wertpapiere zu handeln. Sie treffen Ihre Anlageentscheidungen selbstständig und können jederzeit unkompliziert auf Ihr Depot zugreifen.



- ✓ Selbstständig
- ✓ Flexibel
- ✓ Unabhängig



Für eine kompetente Beratung steht Ihnen Ihre Betreuerin bzw. Ihr Betreuer unterstützend zur Seite.

[www.btv.at](http://www.btv.at)

Bei diesen Informationen handelt es sich um keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Beachten Sie bitte, dass ein Investment auch mit Risiken verbunden ist.

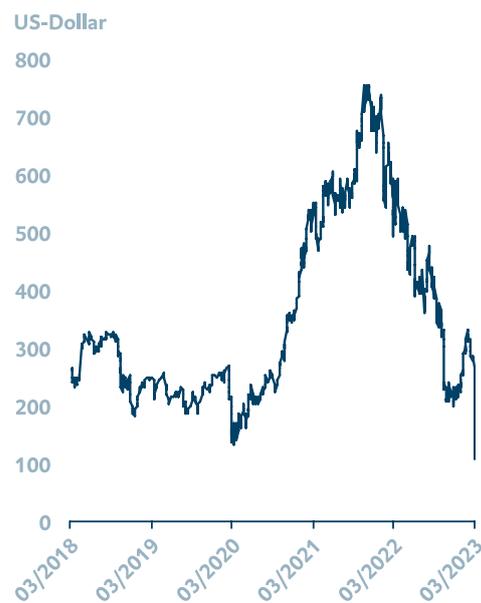
# In turbulenten Zeiten auf Qualitätsaktien setzen

Nachdem der Jahresstart an den Aktienmärkten überraschend gut ausfiel, führten Inflations- und Zinsunsicherheiten sowie Turbulenzen im Bankensektor zu Rücksetzern und erhöhter Volatilität. Das Auf und Ab an den Märkten wird zwar noch andauern, aber laut BTV Einschätzung sind Qualitätsaktien weiterhin die Antwort auf die aktuellen Turbulenzen.

## Holpriger Quartalsausklang

Nach einem fulminanten Jahresstart legte die Rallye an den Aktienmärkten zuletzt eine Verschnaufpause ein. Die Haupteinflussfaktoren für die Richtungsänderung an den Märkten waren zuerst höhere Inflations- und Zinserwartungen und schließlich die Insolvenz der kalifornischen Silicon Valley Bank (SVB), die mit über 200 Mrd. US-Dollar Bilanzsumme ein nicht gerade kleiner Player im US-Finanzsektor ist. Zum Verhängnis wurde der Regionalbank ihre Anlagestrategie, die in Verbindung mit dem höheren Zinsniveau zu einem Kursverlust der Aktie von –60 % führte (siehe Grafik). Eine zu geringe Liquiditätsausstattung, mangelnde Einlagengelder sowie starke Kursverluste von langlaufenden Staats- und Hypothekendarlehen im Eigenstand stellten sich als äußerst ungünstige Kombination heraus. Der Ausfall der SVB führte zu Turbulenzen an den Märkten, da Ängste vor einer Finanzkrise 2.0 aufkamen. In der BTV gehen wir von keiner systemischen Krise aus, da die Anlagestrategie und die Kreditvergabe der SVB sehr risikoreich ausgerichtet waren und größere US-Banken deutlich strengeren Regulierungen unterliegen. Sehr wohl bemerkbar macht sich allerdings das Abziehen von Kundengeldern von kleineren US-Regionalbanken zugunsten von großen Bankhäusern. Die bereits angespannte Stimmung an den Märkten hält aktuell die Ängste vor Ansteckungseffekten auch im europäischen Bankensektor hoch. In Europa war vor allem die Schweizer Großbank Credit Suisse in den Schlagzeilen. Jahrelange Profitabilitätsprobleme sowie Investitionen in den Pleite-Hedgefonds Archegos hatten bereits in der jüngeren Vergangenheit zu Abflüssen von Kundengeldern geführt. Die aktuell schlechte Stimmung im Bankensektor verstärkte diese Dynamik nun noch, weshalb schließlich die staatlich unterstützte Übernahme durch die UBS eingeleitet wurde.

## SVB-Aktie um 60 % eingebrochen, Handel ausgesetzt



— Aktienkurs SVB

Quelle: Bloomberg; Stand 14.03.2023

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

An den Finanzmärkten wird es auch in nächster Zeit volatil bleiben und die Unsicherheit wird noch einige Zeit anhalten. Dennoch erwarten wir in der BTV keine systemische Krise und sehen aufgrund der besseren Liquiditätsausstattung, höherer Kundeneinlagen sowie strengerer Regulierungen im Vergleich

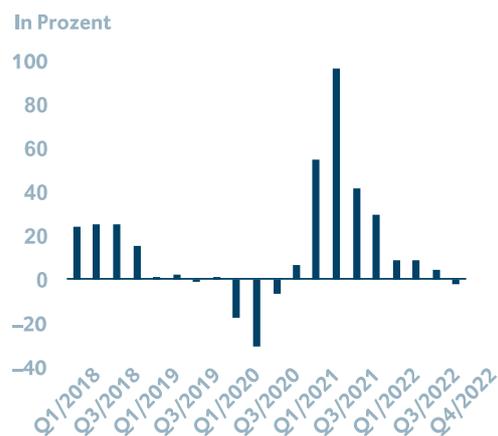
zu den USA keine direkte Ansteckungsgefahr für den europäischen Bankenmarkt. Man muss aber damit rechnen, dass Investoren auch den europäischen Bankensektor in nächster Zeit genauer unter die Lupe nehmen werden und neue Nachrichten zu stärkeren Ausschlägen führen können als gewohnt. Umso wichtiger ist es, in volatilen Zeiten wie diesen das Aktienportfolio mit ruhiger Hand zu führen, um unnötige Zu- und Verkäufe und damit ungünstige Ein- und Ausstiegszeitpunkte zu vermeiden. Im BTV Asset Management wird die mögliche Aktienquote aktuell weiterhin zu 75 % ausgeschöpft.

### In turbulenten Zeiten gilt: Fokus auf Unternehmenszahlen

Analyst\*innen und Anleger\*innen haben ihre Erwartungen in den vergangenen Monaten schrittweise nach unten geschraubt, sodass mehr als die Hälfte der europäischen und US-amerikanischen Unternehmen in der Berichtssaison für das 4. Quartal positiv überraschen konnten. Dieses Ergebnis zeigt, dass die aktuelle Konjunkturlage und diverse Risiken am Markt bereits stark eingepreist sind. Wie in der Grafik ersichtlich, haben sich die Gewinne der im US-Aktienindex S&P 500 sowie der im europäischen Stoxx 600 gelisteten Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr kaum verändert. Die Umsatzzahlen konnten sich vor allem in Europa verbessern, in den USA wurden nur leichte Zugewinne verbucht. Der Ausblick der Unternehmen zeigt sich unterschiedlich, je nachdem, wie stark sich die Unternehmen von den höheren Zinsen betroffen zeigen, was zum Beispiel von der Kapitalintensität des Unternehmens und auch von seiner Verschuldungssituation abhängt. Die Preisdurchsetzungsmacht ist ebenfalls ein wichtiger Faktor für den Unternehmensausblick, da diese bestimmt, inwieweit höhere Inputkosten an Konsument\*innen weitergegeben und die Margen stabil gehalten

werden können. Es ist somit ersichtlich, dass in den aktuell herausfordernden Zeiten die Unternehmensselektion eine viel gewichtigere Rolle spielt als in Zeiten eines kräftigen Wirtschaftsaufschwungs, von dem alle Unternehmen sämtlicher Sektoren profitieren. Achten sollten Investor\*innen darauf, ob ein Unternehmen ein solides Geschäftsmodell aufweist – mit geringer Verschuldung, beständigen Cashflows sowie stabilen Margen. Auch im BTV Asset Management setzen wir weiterhin auf Qualitätsaktien und sind ausgewogen im Value- sowie im Growth-Segment investiert.

### Gewinnwachstum der US-Unternehmen im 4. Quartal kaum verändert



■ Gewinnwachstum der Unternehmen im S&P 500 ggü. Vorjahr

Quelle: Bloomberg; Stand 14.03.2023

# Rohstoffe, Krieg und die Notenbanken: ein Jahr später

Der Ausbruch des Krieges in der Ukraine liegt nun mehr als ein Jahr zurück und der Höhepunkt des Einflusses, den dies auf die Rohstoffmärkte ausübt, schien vergangenes Jahr erreicht. Die Preise für Energierohstoffe explodierten, nachdem Russland seine Exporte deutlich reduzierte. Doch auch jetzt werden Rohstoffe vom Krieg noch beeinflusst – vor allem Industriemetalle.

## Sanktionen auf russisches Aluminium

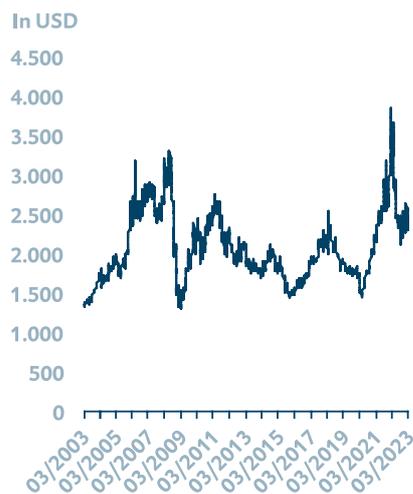
Denkt man an Russland, den Krieg in der Ukraine und an Rohstoffe, kommen einem vermutlich erst einmal Energierohstoffe und die explodierenden Preise vergangenes Jahr in den Sinn. Russland ist aber auch ein wichtiger Lieferant von Industriemetallen, die inzwischen ebenfalls von den Sanktionen betroffen sind. So hat beispielsweise die Londoner Metallbörse LME jüngst angekündigt, zukünftig keine Metalle mehr in ihren US-Lagerhäusern zu akzeptieren, die von den neuen Sanktionen gegen Russland betroffen sind. Seit 10. März gilt in den USA außerdem ein Strafzoll i. H. v. 200 % auf die Einfuhr von Aluminium aus Russland. Die immense Höhe dieses Zolls kommt einem Importverbot gleich, da es völlig unattraktiv wird, russische Metalle zum dreifachen Preis zu importieren. Zudem betrifft der Importzoll nicht nur Aluminiumimporte aus Russland, sondern auch Importe von Aluminiumprodukten aus anderen Ländern, die russisches Aluminium zur Herstellung verwenden.

## Dennoch positiver Ausblick für Aluminium

Der Aluminiumpreis wurde von der Aussicht auf ein geringeres Angebot aber nicht getrieben, sondern zeigt sich seit Monaten belastet von den deutlichen Zinserhöhungen der großen Notenbanken (siehe Grafik). Die Hoffnungen scheinen nun auf China, einem auch diesbezüglich wichtigen Handelspartner der USA, zu ruhen. China hatte im vergangenen Jahr mit 15,5 % den höchsten Anteil an den US-Importen von Aluminiumprodukten. Das Land verwendet aber zum Teil russisches Aluminium für die Herstellung seiner Produkte, die damit zukünftig dem Strafzoll unterliegen würden. Allerdings ist China selbst Produzent von Aluminium, tatsächlich sogar der weltweit führende mit einem Anteil von 60 % an der globalen Aluminiumproduktion. Insofern dürfte es den chinesischen Exporteu-

ren nicht schwerfallen, auf russisches Aluminium – zumindest für den Export von Aluminiumprodukten – zu verzichten. Was uns in der BTV hinsichtlich der weiteren Entwicklung des Aluminiumpreises zudem positiv stimmt, sind die Ergebnisse des chinesischen Volkskongresses, der von Anfang bis Mitte März stattfand. Dort wurden ein Wachstumsziel von über 5 % sowie verschiedene fiskalpolitische Maßnahmen beschlossen, wovon auch Industriemetalle profitieren dürften.

## Aluminiumpreis zeigt sich zuletzt belastet von US-Zinsanhebungen



— Aluminiumpreis in USD/Tonne

Quelle: Bloomberg; Stand 14.03.2023

# Ausgezeichnete Erfolge

Das BTV Asset Management zählte 2022 zum 13. Mal in Folge zu den Besten des deutschsprachigen Raumes und wurde in den Kategorien „Top-Renditen“ und „Sharpe-Ratio“ jeweils mit 5 Sternen für herausragende Ergebnisse bewertet.



# Beobachtete Wirtschaftsszenarien im Anlageprozess

Einer der Grundpfeiler des BTV Asset Managements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Im ersten Schritt werden die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario. Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenario).

## Positivszenario

- Auflockerung der geopolitischen Spannungen
- Die hohe Inflation lässt sich schneller eindämmen als erwartet

## Basisszenario

- Stark nachlassende globale Wirtschaftsdynamik durch hohe Inflation und restriktive Notenbanken
- Risiko einer technischen Rezession in den USA und der Eurozone bleibt trotz Verbesserungen erhöht
- Konjunkturpotenzial durch Aufhebung von Chinas Null-Covid-Politik
- Inflation sollte nur langsam weiter zurückgehen

## Negativszenario

- Notenbanken müssen mehr Zinsschritte als erwartet setzen, was zu einer tiefen globalen Rezession führt
- Weitere Eskalation des Krieges in der Ukraine
- Drastische Verschlechterung der Beziehungen zwischen China und dem Westen

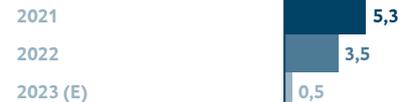
# Einschätzung des Wirtschaftswachstums



Die Dynamik des Weltwirtschaftswachstums wird sich 2023 weiter verlangsamen und deutlich unter Trend zu liegen kommen. Das Rezessionsrisiko für 2023 bleibt erhöht. Als größter Belastungsfaktor gilt die restriktive Geldpolitik der großen Notenbanken, die über teurere Finanzierungsbedingungen auf die Nachfrage drückt.



Die restriktive Geldpolitik bremst die Wirtschaftsleistung. Unterstützung kommt von der besseren Energieversorgung, das hohe Preisniveau belastet.



Ein deutlich höheres Zinsniveau drückt auf das Wachstum. Das US-Rezessionsrisiko bleibt vor allem für das 2. Halbjahr erhöht.



Das Wirtschaftswachstum liegt unter Plan. Die Aufhebung der Null-Covid-Politik unterstützt das Wachstum 2023.



**Quellen:** Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 10.03.2023. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

<sup>1</sup> Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

# Einschätzung der Konjunkturdynamik<sup>1</sup>



Die hohe Inflation drückt über den realen Kaufkraftverlust auf den Konsum und die Industrieproduktion. Die energieintensive Industrie leidet unter den hohen Energiepreisen.



Die hohe Inflation drückt über den realen Kaufkraftverlust auf den Konsum und die Industrieproduktion. Fiskalpolitische Maßnahmen und ein starker Arbeitsmarkt bieten Unterstützung.



Hohe Energiepreise führen zu höheren Produktionskosten sowie zu einem Preisanstieg für Industriegüter. Die globale Wirtschaftsabkühlung und der starke Franken drücken auf den Außenhandel.



Die energieintensive italienische Industrie leidet unter den hohen Energiepreisen. Unterstützung ist durch den EU-Wiederaufbau-fonds und die EZB über mögliche gezielte Anleiheankäufe gegeben.



Quelle: BTV (Schätzung); Stand 10.03.2023

<sup>1</sup> Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

# Zins- & Währungsausblick (3-Monatszinsen, 10-jährige Staatsanleihen, Wechselkurse)



Die EZB hat den Leitzins bisher in 6 Schritten auf 3,5 % erhöht. In der BTV erwarten wir das Zinshoch zu Jahresmitte bei 4,0 %. Das Quantitative-Tightening-Programm der EZB zur Bilanzverkürzung startet im März 2023 im Umfang von 15 Mrd. Euro pro Monat und kann bei Bedarf erhöht werden.

| Datenpunkt               | Zinsen    |            | Schätzung (E) <sup>1</sup> |         |
|--------------------------|-----------|------------|----------------------------|---------|
|                          | Dez. 2022 | 10.03.2023 | 3 Mte.                     | 12 Mte. |
| 3-Monatszinsen           | 2,13      | 2,85       | 3,25                       | 3,75    |
| 10-jährige Staatsanleihe | 2,57      | 2,71       | 2,70                       | 2,60    |



Die Fed erhöhte die US-Leitzinsen im März auf 5,0 %. In diesem Jahr dürfte noch ein Anstieg um weitere 25 Basispunkte folgen, der zu einem Leitzins von 5,25 % führt. Die abnehmende USD-EUR-Zinsdifferenz sowie Entspannungen in der Energiekrise dürften den Euro leicht aufwerten lassen.

| Datenpunkt               | Zinsen    |            | Schätzung (E) |         |
|--------------------------|-----------|------------|---------------|---------|
|                          | Dez. 2022 | 10.03.2023 | 3 Mte.        | 12 Mte. |
| 3-Monatszinsen*          | 4,77      | 4,98       | 5,25          | 5,00    |
| 10-jährige Staatsanleihe | 3,87      | 4,00       | 4,00          | 3,70    |
| EUR/USD-Wechselkurs      | 1,07      | 1,06       | 1,08          | 1,10    |



Der Inflationsdruck aufgrund gestiegener Preise von Vorprodukten ist auch in der Schweiz spürbar, wird aber durch den starken Franken abgeschwächt. Die SNB hat den Leitzins im März auf 1,5 % erhöht. Der zunehmende Zinsnachteil belastet den Franken, allerdings wirkt der „Sicherer Hafen“-Charakter unterstützend.

| Datenpunkt               | Zinsen    |            | Schätzung (E) |         |
|--------------------------|-----------|------------|---------------|---------|
|                          | Dez. 2022 | 10.03.2023 | 3 Mte.        | 12 Mte. |
| 3-Monatszinsen           | 0,55      | 0,87       | 1,00          | 1,50    |
| 10-jährige Staatsanleihe | 1,62      | 1,52       | 1,50          | 1,40    |
| EUR/CHF-Wechselkurs      | 0,99      | 1,00       | 1,02          | 1,05    |

**Quellen:** Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 10.03.2023

<sup>1</sup> Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

\* Anderer Referenzwert ab Juni 2023

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

# Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

| Datenpunkt          | Aktien und Rohstoffe |            | Schätzung (E) <sup>1</sup> |           |
|---------------------|----------------------|------------|----------------------------|-----------|
|                     | Dez. 2022            | 10.03.2023 | 3 Monate                   | 12 Monate |
| MSCI World (USD)    | 2.603                | 2.720      | →                          | ↗         |
| MSCI EM (USD)       | 956                  | 980        | →                          | ↗         |
| Euro Stoxx 50 (EUR) | 3.794                | 4.275      | →                          | ↗         |
| DAX (EUR)           | 13.924               | 15.471     | →                          | ↗         |
| ATX (EUR)           | 3.126                | 3.549      | →                          | ↗         |
| FTSE MIB (EUR)      | 23.707               | 27.690     | →                          | ↗         |
| SMI (CHF)           | 10.729               | 11.164     | →                          | ↗         |
| FTSE 100 (GBP)      | 7.452                | 7.964      | →                          | ↗         |
| S&P 500 (USD)       | 3.840                | 3.981      | →                          | ↗         |
| Nasdaq Comp. (USD)  | 10.466               | 11.463     | →                          | ↗         |
| Nikkei 225 (JPY)    | 26.095               | 27.927     | →                          | ↗         |
| Gold (USD)          | 1.824                | 1.846      | →                          | ↗         |
| Öl Brent (USD)      | 86                   | 84         | →                          | →         |

- ↑ Klarer Anstieg von über +7 %
- ↗ Leichter Anstieg von +3 % bis +7 %
- Konstante Entwicklung zw. +3 % und –3 %
- ↘ Leichter Verlust von –3 % bis –7 %
- ↓ Starker Verlust von über –7 %

**Quellen:** Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 10.03.2023

<sup>1</sup> Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

# Positionierung und Einschätzung der Anlageklassen für diskretionäre Strategien

## Positionierung und Einschätzung der Anlageklassen für diskretionäre Strategien

### Aktien



| Negativ – | Neutral o   | Positiv +       | Einschätzung  |
|-----------|-------------|-----------------|---|
|           | Japan       |                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Trotz der wirtschaftlichen Abschwächung aufgrund hoher Inflation, steigender Zinsen und geopolitischer Turbulenzen konnten Aktien seit Jahresbeginn Zugewinne erzielen</li> <li>Größtes Risiko für einen erneuten Rücksetzer sind eine schärfere Zentralbankpolitik infolge einer anhaltend hohen Inflation sowie eine tiefe Rezession</li> <li>Starke Bewertungskorrektur im vergangenen Jahr und inflationsschützender Charakter sprechen für Aktien, wobei weitere kurzfristige Rücksetzer möglich sind</li> <li>Konzentration auf Qualitätsunternehmen mit Preissetzungsmacht und geringer Verschuldung sowie breite Diversifikation hinsichtlich Sektoren und Regionen</li> </ul> |
|           |             | Schwellenländer |   |
|           |             | Europa          |   |
|           | Nordamerika |                 |   |

### Anleihen



|                  |                |       |   |
|------------------|----------------|-------|---|
| Emerging Markets | Finanznachrang | Staat | <ul style="list-style-type: none"> <li>Unternehmensanleihen: Attraktive Spreadniveaus vor allem im EUR-Bereich im Vergleich zu US-Pendants. Höhere Renditeniveaus bieten im längerfristigen Vergleich wieder Puffer bei etwaiger Ausweitung der Risikoaufschläge.</li> <li>Staatsanleihen: Absicherungscharakter bei nachlassender Wachstumsdynamik durch höhere Renditen, der Zinserhöhungspfad der Notenbank sollte komplett eingepreist sein</li> <li>Schwellenländer: Attraktive Renditen; Rückenwind durch Wegfall der Covid-Beschränkungen in China trifft auf eine globale Verlangsamung</li> <li>Hochzins: Ausweitungspotenzial der Risikoaufschläge aufgrund von Wachstumsabschwächung; Ausfallsraten sind aktuell auf tiefen Niveaus, werden aber in einem Rezessionsszenario noch steigen</li> <li>Finanznachrang: Europäische Banken weisen stabile Kernkapitalquoten auf, aber höhere Unsicherheiten können sich negativ auf Risikoaufschläge auswirken</li> </ul> |
| Hochzins         | Wandelanleihen |       |   |
|                  | Unternehmen    |       |   |
|                  |                |       |   |

### Alternativen



|  |                  |             |   |
|--|------------------|-------------|---|
|  | Industriemetalle | Edelmetalle | <ul style="list-style-type: none"> <li>Edelmetalle: Gold als Inflationsschutz sowie als „sicherer Hafen“ gefragt, zusätzliche Unterstützung durch abwertenden US-Dollar, steigende Zinsen belasten</li> <li>Energie: Schwächere Nachfrage wirkt belastend, Preispotenzial durch konjunkturelles Aufholen Chinas</li> <li>Industriemetalle: Schwächere Nachfrage durch Wachstumsrückgang belastet Preise kurzfristig, langfristiges Preispotenzial durch grüne Wende gegeben</li> <li>Alternative: Absicherungsstrategien und stabile Ertragsbringer als Portfolioergänzung</li> </ul> |
|  | Energie          |             |   |
|  |                  |             |   |

### Basisszenario

Einer der Grundpfeiler in der Veranlagung des BTV Asset Managements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Hierzu werden im ersten Schritt die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario. Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenarien, auch Game Changer).

### BIP (Bruttoinlandsprodukt)

Wichtigster Indikator zur Messung der Wirtschaftsleistung. Das BIP ist die Summe aller Güter und Dienstleistungen, die eine Volkswirtschaft (ein Land oder eine Region) hervorbringt.

### Cashflow

Der Cashflow (übersetzt aus dem Englischen: „Geldfluss“ oder „Kapitalfluss“) ist eine wirtschaftliche Messgröße, die den Nettozufluss liquider Mittel (= positiver Cashflow) bzw. den Nettoabfluss (= negativer Cashflow) während eines bestimmten Zeitraums, z. B. eines Geschäftsjahres, darstellt.

### Derivate

Finanzinstrumente, deren Preise sich nach den Kursschwankungen oder den Preiserwartungen anderer Investments richten. Derivate werden am Terminmarkt gehandelt (Erfüllung des Vertrags erfolgt erst zu einem späteren Termin, aber zu einem festgelegten Kurs).

### Duration

Die Duration ist das Maß der Zinssensitivität einer Anleihe. Diese zeigt an, um wie viel Prozent der Anleihekurs sinkt, wenn die Zinsen um 1 % steigen. Länger laufende Anleihen weisen eine höhere Duration als kürzer laufende Anleihen auf.

### Emerging Markets

Als Emerging Market wird in der Finanzbranche ein aufstrebender Markt bezeichnet, der sich durch hohes Wachstum und Renditepotenzial, aber auch geringere Markteffizienz, Regulierung, politische Stabilität, Infrastruktur, teilweise eingeschränkter Marktzugang für ausländische Investoren sowie höhere Währungsschwankungen auszeichnet.

### EZB (Europäische Zentralbank)

Die Europäische Zentralbank legt die Geldpolitik für die Eurozone fest. Sie ist den Notenbanken der einzelnen Euroländer übergeordnet.

### Fed (Federal Reserve System)

Die Fed ist die Notenbank der USA und legt die Geldpolitik für die USA fest.

### Growth Investing

Growth Investing (wachstumsorientiertes Anlegen) ist eine Strategie, die nach Unternehmen mit starkem Wachstumspotenzial sucht. Wachstumsorientierte Investoren suchen nach Unternehmen, die deutlich höhere Wachstumsraten haben als der Markt oder die Branche, in der sie sich befinden.

### Inflation/Teuerung

Die Inflation bezeichnet in der Volkswirtschaftslehre eine allgemeine und anhaltende Erhöhung des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen, gleichbedeutend mit einer Minderung der Kaufkraft des Geldes. Als Grundlage zur Berechnung der Inflation dient z. B. der Verbraucherpreisindex (siehe VPI).

### Investment Grade

Investment Grade ist die Bezeichnung für Wertpapiere, die eine gute Bonität und somit „Investmentqualität“ aufweisen. Als Mindest-Rating für Investment Grade gilt ein Rating von BBB (Standard & Poor's) bzw. Baa (Moody's).

### Konjunktur

Der Begriff „Konjunktur“ beschreibt die gesamtwirtschaftliche Lage. Von allgemein positiver Konjunktur spricht man, wenn sich die Umsätze und Gewinne der Unternehmen erhöhen, die Arbeitslosigkeit sinkt und die Einkommen der Arbeitnehmer steigen.

### Leitzins

Der Leitzins ist der Zins, zu dem sich Geschäftsbanken bei den jeweiligen Zentralbanken refinanzieren können. Die Höhe der Leitzinsen wirkt sich daher auch auf die Finanzierungskosten für Unternehmen und Verbraucher aus.

### Rendite

Die Rendite bezeichnet den Gesamtertrag einer Kapitalanlage, gemessen als tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Sie beruht auf den Ertragseinnahmen und den Kursveränderungen des Wertpapiers.

### Rezession

Konjunkturphase, in der das Wirtschaftswachstum stagnierende bzw. negative Wachstumsraten aufweist. Nach der gängigsten Definition liegt eine Rezession vor, wenn die Wirtschaft mindestens zwei Quartale hintereinander im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresquartal schrumpft, d. h. das Bruttoinlandsprodukt eine negative Wachstumsrate aufweist.

### Schwellenländer (siehe Emerging Markets)

### Staatsanleihe

Wertpapier, welches die Schuld eines Staates gegenüber dem Käufer bzw. Zeichner des Papiers verbrieft.

### Value Investing

Value Investing bzw. wertorientiertes Anlegen ist eine Anlagephilosophie, bei der durch aktives Management versucht wird, Aktien, die unterbewertet sind, zu kaufen, um damit eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen. Zur Bewertung von Aktien wird einzig die Fundamentalanalyse herangezogen.

### VPI – Verbraucherpreisindex (engl. CPI – Consumer Price Index)

Der VPI dient als Maßstab für die Geldentwertung (auch Inflation oder Teuerung) eines Landes oder einer Region. Üblicherweise wird der Index der Verbraucherpreise berechnet, dem ein Warenkorb zugrunde liegt, dessen Wert periodisch berechnet und als Index veröffentlicht wird.

### Wandelanleihe

Wandelanleihen sind festverzinsliche Anleihen, die neben dem Recht auf Verzinsung ein Wandlungsrecht für den/die Besitzer\*in beinhalten. Diese/r ist berechtigt, die Anleihe während der Laufzeit in eine zuvor festgelegte Anzahl Aktien zu tauschen.

### Haftungsausschluss

Die BTV prüft ihr Informationsangebot sorgfältig. Dennoch bitten wir um Verständnis, dass wir diese Informationen ohne Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität zur Verfügung stellen. Bitte beachten Sie, dass Einschätzungen und Bewertungen die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung bzw. Ausarbeitung reflektieren und für die Richtigkeit und den Eintritt eines bestimmten Erfolges keine Gewähr übernommen werden kann. Verleger und Verfasser behalten sich einen Irrtum, insbesondere in Bezug auf Kurse und andere Zahlenangaben, ausdrücklich vor. Durch neue Entwicklungen oder kurzfristige Änderungen können diese Informationen daher bereits überholt sein.

### Marketingmitteilung/Werbemitteilung

Diese Marketingmitteilung/Werbemitteilung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Als Marketingmitteilung/Werbemitteilung unterliegt sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die jeweiligen Anlegerinformationen/Zeichnungsbedingungen in deutscher Sprache (Basisprospekt, endgültige Bedingungen, Prospekt, KID, vereinfachter Prospekt u. dgl.) sind die einzig verbindlichen Dokumente. Sie erhalten diese bei der Bank für Tirol und Vorarlberg Aktiengesellschaft, Stadtforum 1, 6020 Innsbruck, bzw. Neuhauser Straße 5, 80331 München.

### Angaben zur Wertentwicklung

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen über eine zukünftige Performance handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Wertentwicklung geschlossen werden. Die angeführten Wertentwicklungen verringern sich um Kosten wie Provisionen, Gebühren und sonstige Entgelte, deren Höhe Sie dem Schalter- und Preisaushang entnehmen können.

### Währungsschwankungen

Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

### Angaben zur steuerlichen Behandlung

Informationen zur steuerlichen Behandlung eines Finanzinstrumentes sind von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und können zukünftigen Änderungen unterworfen sein.

### Quellenangaben

Quellen für Wirtschaftsdaten, Grafiken und Prognosen sind Bloomberg Finance L.P., New York, Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, und Raiffeisen Bank International AG, Wien, sofern nicht anders vermerkt. Trotz sorgfältiger Prüfung kann keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der enthaltenen Informationen übernommen werden.

Die vorliegenden Unterlagen sind nur für die von der BTV angeschriebenen Adressaten bestimmt. Eine Weiterleitung an Dritte bedarf der Zustimmung der BTV.

Soweit in dieser Publikation personenbezogene Bezeichnungen nur in männlicher Form angeführt sind, beziehen sie sich auf alle Geschlechter in gleicher Weise.

### Angaben nach § 25 MedienG nF

[www.btv.at/impressum](http://www.btv.at/impressum)

## Impressum

### Herausgeber

Bank für Tirol und Vorarlberg  
Aktiengesellschaft  
Stadtforum 1  
6020 Innsbruck  
Landesgericht Innsbruck  
FN 32942w

### Redaktion

BTV Asset Management  
Cecile Herzl, MSc, CFA  
T +43 505 333 – 1147  
E cecile.herzl@btv.at

BTV Asset Management  
Verena Schweningner, MSc  
T +43 505 333 – 1134  
E verena.schweningner@btv.at

### Redaktionsschluss

Diese Ausgabe wurde am 20.03.2023  
redaktionell abgeschlossen.

### Konzept

Magdalena Bergmann, BA  
Marketing  
Geschäftsbereich Kunden

Brigitte Lechner  
Marketing  
Geschäftsbereich Kunden

### Gestaltung

Sägenvier DesignKommunikation

**Ausgabe: Vol. 03, 2023**

**Bank für Tirol und Vorarlberg**  
**Aktiengesellschaft**  
**Stadtforum 1**  
**6020 Innsbruck**  
**Österreich**

**T +43 505 333 – 0**  
**E [info@btv.at](mailto:info@btv.at)**



Ein Lotse sorgt für sicheres Geleit. Alle unsere Mitarbeiter\*innen tragen eine kleine BTV Lotsenflagge am Revers. Ein sprechendes Symbol: Wir begleiten Sie auf Ihrem Weg zum Erfolg.

[www.btv.at](http://www.btv.at)