

Weit sicht

Vol. 06

3	Editorial	13	Marktmeinung Einschätzung des Wirtschaftswachstums
4	Konjunktur Chinas Problem mit der Jugendarbeitslosigkeit	14	Marktmeinung Einschätzung der Konjunkturdynamik
8	Anleihen Zinsrisiko bleibt überschaubar	15	Marktmeinung Zins- und Währungsausblick
10	Rohstoffe Industrielle Schwäche drückt auf Rohstoffpreise	16	Marktmeinung Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente
12	Basisszenario Beobachtete Wirtschaftsszenarien im Anlageprozess	17	Strategien Positionierung und Einschätzung der Anlageklassen für diskretionäre Strategien
		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. 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,

der Zeitpunkt, für den die Expert*innen eine Rezession in den USA erwarten, verschiebt sich zwar immer weiter nach hinten, das Risiko ist aber nach wie vor allgegenwärtig. Die Inversion der US-Zinskurve – vielfach als Rezessionssignal gewertet – sorgt für Gesprächsstoff und beschäftigt Marktakteur*innen rund um den Globus.

Dass die inverse US-Zinskurve zum Jahreswechsel zumindest eine milde Rezession für die USA bedeutet, gilt mittlerweile als Konsensmeinung. Über die weitere Entwicklung der Zinslandschaft scheiden sich allerdings die Geister. Im Kapitel Anleihen lesen Sie diesmal über zwei konträre Meinungen renommierter Experten. Machen Sie sich selbst ein Bild: Ist eine baldige Rückkehr zu tieferen Zinsen wahrscheinlich? Oder muss die Fed noch mehr Zinsschritte setzen, als bisher erwartet wird?

Erfahren Sie im aktuellen BTV ANLAGEKOMPASS außerdem Details zu Chinas Arbeitsmarkt und warum neben der Wirtschaftsschwäche nun auch die Jugendarbeitslosigkeit immer mehr zum Problem wird. Zudem beeinflusst Chinas Wirtschaft als einer der größten Nachfrager weltweit auch den Ölpreis, der angesichts einer schwächer erwarteten Nachfrage nicht an Schwung gewinnt. Ob eine anziehende Nachfrage aus dem Industriesektor, der seit Monaten schwächelt, zu erwarten ist, lesen Sie im Kapitel Rohstoffe. Und wie gewohnt stellen wir auch die BTV Marktmeinung sowie die Einschätzung der Anlageklassen im BTV ANLAGEKOMPASS zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

Chinas Problem mit der Jugendarbeitslosigkeit

Dass die Jugendarbeitslosigkeit im Verhältnis zur Gesamtarbeitslosigkeit eines Landes höher ist, ist so weit nichts Ungewöhnliches. China hat aber mit einer unverhältnismäßig hohen Arbeitslosigkeit bei den 16- bis 24-Jährigen zu kämpfen. Um dieses Phänomen zu ergründen, muss man Chinas Arbeitsmarkt genauer unter die Lupe nehmen.

Eine hohe Jugendarbeitslosigkeit ist nichts Ungewöhnliches

Chinas Jugendarbeitslosigkeit (im Alter von 16 bis 24 Jahren) stieg im Mai auf ein Rekordhoch von 20,8 %. Dass die Jugendarbeitslosigkeit im Vergleich zur Gesamtarbeitslosigkeit höher ist, ist an und für sich nichts Ungewöhnliches (siehe Tabelle). In den USA beispielsweise betrug die durchschnittliche Gesamtarbeitslosigkeit von 2000 bis 2023 5,8 %, während die Jugendarbeitslosigkeit bei 12,2 % lag. Ein Faktor von 2 gilt hierbei als Richtwert, und auch in China betrug er im Schnitt der letzten fünf Jahre 2,7 – im Mai allerdings lag der Faktor bei fast 4 (20,4 % vs. 5,2 %).

Dass in Rezessionen die Jugendarbeitslosigkeit stärker steigt als die Gesamtrate, ist ebenso üblich. Beispielsweise erreichte sie in Spanien in den vergangenen 23 Jahren ein Hoch von 56,9 %, in Griechenland sogar 62,1 %. Doch mit Wirtschaftsschwäche allein ist die aktuelle Lage von Chinas Arbeitsmarkt nicht erklärbar. Vielmehr sind strukturelle Probleme und Veränderungen der Grund dafür.

Jugendarbeitslosigkeit im Vergleich zur allgemeinen Arbeitslosenquote

Land	Zeitraum	durchschn. Arbeitslosenquote (in %)		Höhepunkt (in %)	
		gesamt	Jugend	gesamt	Jugend
USA	Q1/2000 – Q1/2023	5,8	12,2	14,4	26,9
Italien	Q1/2000 – Q1/2023	9,3	28,8	14,4	47,0
Spanien	Q1/2000 – Q1/2023	15,7	34,0	26,9	56,9
Griechenland	Q1/2000 – Q1/2023	15,6	36,1	28,2	62,1
Japan	Q1/2000 – Q1/2023	3,9	7,1	5,8	13,2
China	Q1/2018 – Q1/2023	5,2	14,1	6,2	20,4

Quelle: JPMorgan Chase & Co.; Stand 17.07.2023

Strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt

Das Angebot an Arbeitskräften hat sich in den vergangenen 20 Jahren drastisch verändert. Während es zu Beginn der 2000er jedes Jahr ca. 2 Mio. Hochschulabsolvent*innen waren, die neu in den Arbeitsmarkt eingetreten sind, sind es heute über 11 Mio. jährlich. Dem gegenüber steht aber eine rückläufige Entwicklung bei sogenannten Wanderarbeiter*innen, die die eigene Provinz (meist ländliche Gebiete) verlassen, um in Städten Arbeit zu finden. Die Zuwächse dieser Arbeiterschicht haben sich im gleichen Zeitraum von 12,5 Mio. jährlich auf 1,6 Mio. reduziert. Die Pandemie hat diesen Effekt in den vergangenen drei Jahren massiv verstärkt, da sich angesichts von Reisebeschränkungen bis hin zu Verboten viele darauf konzentriert haben, in der Heimat eine neue Arbeitsstelle zu finden – und sie diese bis heute behalten haben (siehe Grafik).

Anzahl chinesischer Wanderarbeiter*innen sinkt drastisch



Sektorale Rotation nach der Pandemie

Neben den Entwicklungen auf der Angebotsseite war auch die Nachfrageseite an Chinas Arbeitsmarkt in den vergangenen Jahren Umbrüchen unterworfen. Vor Ausbruch der Pandemie wurden im Dienstleistungssektor neue Stellen geschaffen, während sie im Industriesektor gestrichen wurden. Corona und die strikten Beschränkungen, die den Dienstleistungssektor ungleich schwerer getroffen haben, haben allerdings dazu geführt, dass sowohl in diesem Sektor als auch im ganzen Land die Anzahl der Stellen gesunken ist – zum ersten Mal in der Geschichte. Da die Pandemie und die damit einhergehenden Beschränkungen aber vorbei sind, dürfte sich dieser Effekt in naher Zukunft auflösen bzw. sogar wieder umkehren. Ein anderer Effekt wird seinen negativen Einfluss aber noch länger ausüben.

Staatliche Eingriffe führen zu Umbrüchen am Arbeitsmarkt

Chinas Regierung übte in der Vergangenheit massive staatliche Eingriffe in Sektoren wie Bildung, Finanzen oder Immobilien aus. Beispielsweise wurde es Bildungseinrichtungen in China verboten, Profit zu erwirtschaften – was viele Stellen für Uniabsolvent*innen obsolet gemacht hat. Ähnliche Eingriffe erfolgten im Immobiliensektor, wo staatliche Regulierungen die hohe Verschuldung eindämmen sollten, als Nebeneffekt aber weniger Aktivität und damit auch weniger neue Stellen zur Folge hatten. Profitiert sowohl vom Ende der Pandemie als auch von staatlicher Unterstützung in Infrastruktur und die grüne Wende haben hingegen großteils Niedriglohnjobs. Genau dort fehlen aber nun die Wanderarbeiter*innen aus anderen Provinzen, da Uniabsolvent*innen für diese Art von Jobs überqualifiziert und damit mehrheitlich nicht bereit sind, diese auszuüben.

Wanderarbeiter*innen, die keine mehr sind

Damit entstand ein Problem, das eigentlich ein Widerspruch in sich ist: ein enger Arbeitsmarkt trotz einer sehr hohen Jugendarbeitslosigkeit. Aber müsste die gesamte Arbeitslosenrate dann nicht ebenfalls deutlich angestiegen sein? Eine Erklärung, warum das nicht der Fall war, liefert die nachfolgende Grafik. Die Beschäftigung ist lediglich in den Städten gesunken, am Land aber wieder angestiegen. Eine sinkende Arbeitsbeteiligung ist damit nicht das Problem, sondern die höhere Beschäftigung am Land und damit ein Wechsel vieler Arbeiter*innen vom Dienstleistungs- in den Agrarsektor. Dieser Effekt wurde durch Corona deutlich verstärkt, wird sich vermutlich aber nur sehr langsam wieder auflösen. Die gesamte Arbeitslosenquote zeigt damit das Problem von Chinas Arbeitsmarkt nicht, diese ist die vergangenen Jahre über relativ stabil geblieben.

Wanderarbeiter*innen bleiben zu Hause – Wechsel vom Dienstleistungs- in den Agrarsektor



Quelle: JPMorgan Chase & Co.; Stand 17.07.2023

Chinas Unterbeschäftigung wächst bereits seit Jahren

Eine Unterbeschäftigung lag in China allerdings bereits vor Ausbruch des Coronavirus vor. Teilzeitkräfte werden in der Arbeitslosenstatistik als Vollzeitkräfte geführt und verzerren damit das Ergebnis. Ebenso gab es bereits vor der Pandemie Deglobalisierungstendenzen, die die Produktion von arbeitskräfteintensiven Sektoren wie Textilien, Schuhe oder Spielzeug betroffen haben. Der Handelsstreit mit den USA und die damit einhergehenden höheren Produktkosten infolge von Zöllen haben das Problem auf Elektronikprodukte und Smartphones ausgeweitet, wo die Produktion vermehrt weg aus China und zurück in den heimischen Markt verlagert wurde. Die Lieferkettenengpässe, die durch die Pandemie, aber auch durch den Krieg in der Ukraine entstanden, haben den Trend hin zur heimischen Produktion noch verstärkt. Außerdem reduzieren Effizienzgewinne durch den technologischen Fortschritt die Nachfrage nach Arbeitskräften ebenfalls bereits seit Jahren.

Verschiedene Lösungsmöglichkeiten

Chinas demografische Entwicklung, die oft als Problem betrachtet wird, kann aber genau die Probleme am Arbeitsmarkt mittel- bis langfristig lösen. Im Jahr 2022 ist Chinas gesamte Bevölkerung nämlich erstmals geschrumpft. Die zunehmende Überalterung führt zusätzlich dazu, dass der Anteil der arbeitenden Bevölkerung, der seinen Höhepunkt bereits im Jahr 2014 überschritten hat, noch stärker sinkt. Die sogenannte „Babyboomer“-Generation, geboren zwischen 1962 und 1970, wird den Arbeitsmarkt in den kommenden Jahren verlassen, womit viele Stellen für die nächste Generation frei werden. Dennoch liegt massiver Druck auf der Regierung, neue Jobs speziell für junge Menschen zu schaffen. Erste Tendenzen in diese Richtung sind im öffentlichen Sektor bereits erkennbar, zusätzlich müssen aber Firmen- und Start-up-Gründungen speziell für Hochschulabsolvent*innen attraktiver gemacht werden. Zudem wäre es wirkungsvoll, das Vertrauen von westlichen privaten Unternehmen und Investoren in den chinesischen Markt wieder zu stärken, das aufgrund von Unsicherheiten infolge von unerwarteten und drastischen staatlichen Regulierungen gelitten hat. Immerhin macht der Privatsektor knapp 80 % der Beschäftigung in China aus. Damit sehen wir in der BTV hier das größte Potenzial für Chinas Arbeitsmarkt.

Werte sichern – es ist Zeit, über Zinsen zu reden

Sprechen wir darüber. Welche Anlagechancen das aktuelle Zins- und Inflationsumfeld bietet. Wie Sie Ihre Geldanlage auf das neue Zinsniveau ausrichten können.

In unseren aktuellen Gesprächen zum Thema **Werte sichern – es ist Zeit, über Zinsen zu reden** fokussieren wir uns auf die Neubewertung verschiedener Anlageformen und das Liquiditätsmanagement im Zuge der aktuellen Zinsentwicklung. Auf Lösungen, die das aktuelle Marktumfeld bietet. Welche Rolle Wertpapierinvestments als Teil des Vermögens spielen können.

Für weiterführende Gespräche kontaktieren Sie Ihre BTV Betreuerin oder Ihren BTV Betreuer.



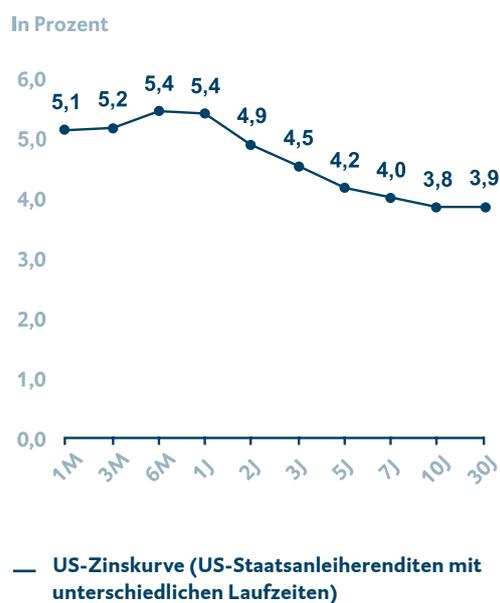
Zinsrisiko bleibt überschaubar

Die Inversion der US-Zinskurve sorgt für Gesprächsstoff. Auch wenn sich die Expert*innen uneinig über den weiteren Zinsverlauf sind, zeigt sich: Den größten Teil des Zinsanstiegs haben wir hinter uns gebracht, weshalb Zinsrisiken überschaubar bleiben. Die Risiken für eine US-Rezession sind allerdings angestiegen, kein Nachteil für US-Staatsanleihen.

Inversion der US-Zinskurve auf Mehrjahreshochständen

Die Zinskurveninversion beschäftigt Marktakteur*innen rund um den Globus, da diese Entwicklung allgemein als Vorbote für eine Rezession gilt. Wenn Wirtschaftserwartungen abnehmen und mit Zinssenkungen gerechnet wird, spiegelt sich das in tieferen langlaufenden Zinsen wider, was bei Ökonom*innen die Alarmglocken läuten lässt. Die US-Zinskurve hat mit einer Differenz zwischen der 2-jährigen und der 10-jährigen US-Staatsanleiherendite von 100 Basispunkten ein Inversionsniveau erreicht, das zuletzt vor über 40 Jahren gemessen wurde. Aus der nebenstehenden Grafik ist der inverse Verlauf der US-Zinskurve klar ersichtlich. Der Hauptgrund hierfür ist analog zu den 70er-Jahren die Geldpolitik der US-Notenbank. Ein Zinsanstieg von insgesamt 525 Basispunkten in knapp 17 Monaten hat dazu geführt, dass die kurzfristigen Zinsen in die Höhe geschossen sind. Zunehmende Rezessionsorgen aufgrund der hohen Inflation sowie gestiegene Refinanzierungskosten drücken hingegen auf das langfristige Zinsniveau. Die Erwartung sinkender Leitzinsen ab 2024 sowie die nach wie vor hohe Bilanzsumme der Fed halten das Zinsniveau ebenfalls tief. Dass die inverse US-Zinskurve vor oder nach Jahreswechsel zumindest eine milde Rezession für die USA bedeutet, gilt mittlerweile als Konsensmeinung. Über die weitere Entwicklung der Zinslandschaft scheiden sich allerdings die Geister.

US-Zinskurve weiterhin stark invers



Quelle: Bloomberg; Stand 17.07.2023

Bill Dudley: US-Zinshoch noch nicht erreicht

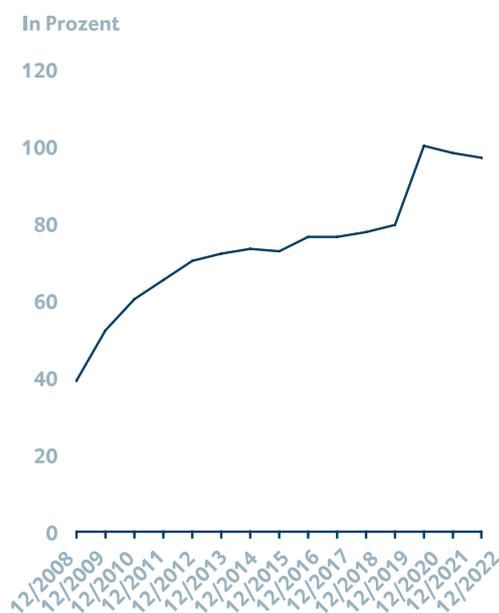
Bill Dudley, ehemaliger Präsident der New York Fed, sorgte zuletzt mit seinen Zinserwartungen für Aufsehen. Laut seiner Einschätzung wird das langfristige US-Zinsniveau weiter ansteigen. Die Gründe, die er hierfür nennt, sind vielfältig. Erstens geht Dudley davon aus, dass das neutrale Leitzinsniveau, das die Wirtschaftsaktivität weder hemmt noch stimuliert, zugenommen hat. Zweitens, so argumentiert Dudley, werden zukünftig höhere Leitzinsen nötig sein, um die hohe Kapitalnachfrage einzudämmen, die durch verstärkte Investitionen wie zum Beispiel in erneuerbare Energien entsteht. Zusammenfassend bedeutet dies höhere Leitzinsen für einen längeren Zeitraum, wodurch auch das langfristige Zinsniveau ansteigen sollte. Drittens werden Anleger*innen bedingt durch die Inflationsunsicherheit und eine steigende US-Verschuldung höhere Risikoaufschläge verlangen, wodurch vor allem langfristige US-Zinsen ansteigen dürften. Laut der Berechnung Dudleys wird die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe bei einem realen Leitzins von 1,0 %, einer Inflation von 2,5 % sowie einer Laufzeitenprämie von 1,0 % bei 4,5 % zu liegen kommen. Zieht man das Renditeniveau von Ende Juli heran, rechnet der Notenbanker damit noch mit einem Zinsanstieg der 10-jährigen Rendite von ca. 60 Basispunkten. Sollte Dudley mit seiner Prognose richtig liegen, liegt auch in diesem Fall der Großteil des Zinsanstiegs bereits hinter uns und das Zinsrisiko hält sich in Grenzen.

Olivier Blanchard: Rückkehr zu tieferen Zinsen wahrscheinlich

Olivier Blanchard, ehemaliger Chefökonom des IWF, sieht das Zinsthema anders. Ganz im Gegensatz zum US-Notenbanker geht Blanchard von einem tieferen neutralen Zins aus, wodurch der Leitzins nach erfolgreicher Bekämpfung der Inflation wieder auf deutlich niedrigere Niveaus gesenkt werden sollte. Als Hauptgründe für seine These nennt der promovierte Volkswirt ein geringeres Trendwachstum, die höhere Staatsverschuldung sowie eine alternde Bevölkerung, wodurch die Sparquote weiter ansteigt (siehe Grafik). Ein tieferes Zinsniveau ist damit nötig, um Konsum und Investitionen und das Wirtschaftswachstum voranzutreiben. Auch wenn die Zinstiefs laut Blanchard aufgrund der höheren Inflationsraten hinter uns liegen, erwartet der Ökonom

sinkende Zinsniveaus, sowohl kurz- als auch langfristig. In der BTV teilen wir klar die Meinung Blanchards. Die Hauptgründe hierfür sind die höhere Staatsverschuldung sowie erhöhte Investitionen in die Energiewende sowie den Verteidigungssektor, die von staatlicher Ebene klar gewünscht sind und damit auch finanziert werden müssen. Außerdem hat sich an dem abnehmenden US-Trendwachstum sowie der sinkenden Produktivität in der entwickelten Welt nichts geändert. Die mittlerweile erhöhte US-Rezessionswahrscheinlichkeit spricht – über eine höhere Nachfrage nach vergleichsweise „sicheren“ Staatsanleihen und die Notwendigkeit, den Leitzins zu senken – ebenfalls für ein tieferes Zinsniveau. Erste Leitzinssenkungen erwarten wir in der BTV allerdings erst 2024, da sich die Fed in diesem Jahr hauptsächlich der Inflationsbekämpfung widmen muss und damit noch eine Leitzinsanhebung bevorstehen könnte. Aus diesem Grund kann es 2023 kurzfristig noch zu leichten Renditeanstiegen kommen.

Steigende US-Staatsverschuldung



— US-Staatsverschuldung in % des BIP

Quelle: Bloomberg; Stand 17.07.2023

Industrielle Schwäche drückt auf Rohstoffpreise

Die Lieferkettenschwierigkeiten haben sich mittlerweile vollständig aufgelöst und China hat die coronabedingten Beschränkungen bereits seit Jahresanfang aufgehoben. Zwei gute Gründe, die die Nachfrage nach zyklischen Rohstoffen eigentlich beflügeln sollten. Ein schwächelnder Industriegesektor hat das Bild allerdings deutlich eingetrübt und den BTV Ausblick verschlechtert.

Industriegesektor von allen Seiten unter Druck

Der Industriegesektor gehört aktuell eindeutig zu den Verlierern der globalen Abschwungphase und vertraut man den Vorlaufindikatoren, dürfte sich dies auch so schnell nicht ändern. Eine abnehmende globale Nachfrage führt zu einer geringeren Industrieproduktion und damit auch zu weniger Bedarf an zyklischen Rohstoffen wie Energie oder Industriemetallen. Dank wieder funktionierender Lieferketten konnten die aufgestauten Aufträge mittlerweile gut abgearbeitet werden und auch der verstärkte Lageraufbau aufgrund von Verfügbarkeitsproblemen hat an Notwendigkeit verloren. Besonders nachteilig für den Industriegesektor ist auch die Tatsache, dass vor allem der rohstoffintensive Bau- und Konstruktionssektor unter dem höheren Zinsniveau leidet und die Bauaktivität zurückgefahren wird. Zusätzlich dazu hat die chinesische Nachfrage nach Rohstoffen nach der Beendigung der Beschränkungen nicht so stark angezogen wie vorerst erwartet. Vertraut man den Einkaufsmanagerindizes in ihrer Prognosegüte, so hat sich der Ausblick für die Industriebranche zuletzt weiter verschlechtert und die Wirtschaftsleistung sollte abnehmen. Davon sind nicht nur die Eurozone und die USA betroffen, sondern auch China (siehe Grafik).

Einkaufsmanager gehen von abnehmender Aktivität in der Industriebranche aus



Quelle: Bloomberg; Stand 17.07.2023

Industriemetalle: Getrübter Ausblick trotz solider China-Nachfrage

Rezessions Sorgen und vor allem der schlechte Ausblick für den Industriesektor haben zu Preisrücksetzern im Industriemetallsegment geführt. Kurzfristig sehen wir in der BTV weiteres Abwärts-potenzial mit erhöhter Volatilität, weshalb das Industriemetall-investment in den Mandaten des BTV Asset Managements verkauft wurde. Und das, obwohl die Nachfrage Chinas nach Industrie-metallen im bisherigen Jahresverlauf solide ausfiel. Stark zeigte sich vor allem die Nachfrage im Konstruktionssektor sowie in den Sparten Wind- und Solarenergie. Nicht vergessen werden darf allerdings, dass die hohen Zuwachsraten in China auch durch eine niedrige Vergleichsbasis im coronageplagten Jahr 2022 zustande kamen. Schwächere Aussichten auch für den chinesischen Indus-triesektor rechtfertigen den Preisrückgang damit aus unserer Sicht sehr wohl, auch wenn der langfristige Ausblick für Industriemetalle nach BTV Einschätzung positiv bleibt. Die Kombination aus einer hohen Nachfrage, vor allem getrieben durch die Energiewende, und einem geringen Angebot stützt diese Einschätzung unserer Meinung nach weiterhin.

Ölpreis im Spannungsfeld zwischen Nachfragesorgen und Angebotskürzungen

Der Ölmarkt wird aktuell durch zwei divergierende Kräfte beein-flusst: Nachfragesorgen aufgrund eines schwächeren Industriesek-tors üben Druck auf den Ölpreis aus, wohingegen Angebotsverknappungen dem Preis wieder Schub verleihen. So hat Saudi-Arabien angekündigt, die zunächst nur für Juli geltende freiwillige Produktionskürzung um 1 Mio. Barrel pro Tag um einen Monat zu verlängern, und auch Russland plant, sein Exportvolumen um 500.000 Barrel pro Tag zu verringern. Der Preis für ein Barrel der Nordseesorte Brent schwankte in den vergangenen Wochen damit je nach Nachrichtenlage zwischen 70 und 80 US-Dollar. In der BTV gehen wir davon aus, dass eine infolge des abnehmenden Wirt-schaftswachstums schwächere Nachfrage dem Ölpreis weiter zu-setzen wird und Abwärtsrisiken damit ansteigen. In den BTV Asset-Management-Mandaten wurde das Energieinvestment daher vollständig verkauft.

Ölpreis pendelt aktuell zwischen 70 und 80 US-Dollar/Barrel



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
- Inflation lässt sich schneller eindämmen als erwartet

Basisszenario

- Nachlassende globale Wirtschaftsdynamik durch restriktive Notenbanken
- Robuster Arbeitsmarkt hält Verbrauchervertrauen hoch und stützt Konsum
- Rezessionsrisiken verschieben sich in das Jahr 2024
- Inflation geht weiter zurück und wird sich frühestens 2024 normalisieren

Negativszenario

- Notenbanken müssen mehr Zinsschritte als erwartet setzen, was zu einer tiefen globalen Rezession führt
- Weitere Eskalation des Krieges in der Ukraine
- Verschärfung der Turbulenzen im Bankensektor
- 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 hat sich auf das Jahr 2024 verlagert. Als größter Belastungsfaktor gilt die restriktive Geldpolitik der großen Notenbanken, die über teurere Finanzierungsbedingungen auf die Nachfrage drückt.



Das weiter steigende Zinsniveau bremst die Wirtschaftsleistung. Das hohe Preisniveau belastet zusätzlich. Der BIP-Rückgang sollte sich 2023 auf eine technische Rezession beschränken.



Das hohe Zinsniveau und die verringerte Kreditvergabe der Banken drücken auf das Wachstum. Die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in 2024 hat sich erhöht.



Das Wachstum sollte 2023 wieder auf dem Zielniveau liegen. Die Erholung bleibt hinter den Erwartungen zurück, Geopolitik und Deglobalisierung belasten.



Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 10.07.2023. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

¹ 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 Konjunkturdynamik¹



Die hohe Inflation drückt über den realen Kaufkraftverlust auf den Konsum. Die hohen Energiepreise belasten die energieintensive Industrie und schmälern deren Wettbewerbsfähigkeit.



Die hohe Inflation drückt über den realen Kaufkraftverlust auf den Konsum, der Tourismus liefert Wachstumsbeiträge. Fiskalpolitische Maßnahmen und ein starker Arbeitsmarkt bieten Unterstützung.



Die Schweizer Wirtschaft zeigt sich robust. Die unabhängige Energieversorgung und die geringere Inflation unterstützen. Geringere regulatorische Hürden sind ein Standortvorteil.



Italiens Industrie leidet trotz rückläufiger Energiekosten unter der geringeren globalen Nachfrage, der Sommertourismus unterstützt. Italien bleibt geldpolitisch durch die EZB unterstützt.



Quelle: BTV (Schätzung); Stand 10.07.2023

¹ 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 9 Schritten auf 4,25 % erhöht. In der BTV erwarten wir das Zinshoch in 2023 bei 4,5 %. Das Quantitative-Tightening-Programm der EZB zur Bilanzverkürzung sieht seit Juli keine Wiederveranlagung auslaufender Anleihen mehr vor.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E) ¹	
	Dez. 2022	10.07.2023	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	2,13	3,66	4,00	4,00
10-jährige Staatsanleihe	2,57	2,66	2,60	2,30



Die Fed erhöhte die US-Leitzinsen im Juli auf 5,50 %. In 2023 wird höchstens noch ein Zinsschritt erwartet, Zinssenkungen werden erst ab 2024 eingepreist. Das EUR/USD-Währungspaar dürfte einer Seitwärtsbewegung unterliegen.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E)	
	Dez. 2022	10.07.2023	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen*	4,77	5,30	5,50	5,00
10-jährige Staatsanleihe	3,87	4,07	4,00	3,30
EUR/USD-Wechselkurs	1,07	1,10	1,10	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 2023 auf 1,75 % erhöht, weitere Zinsschritte können nicht ausgeschlossen werden. Der Schweizer Franken wird unter anderem auch durch die Devisenpolitik der Schweizer Notenbank unterstützt.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E)	
	Dez. 2022	10.07.2023	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	0,55	1,48	1,50	1,75
10-jährige Staatsanleihe	1,62	1,11	1,10	1,00
EUR/CHF-Wechselkurs	0,99	0,98	0,98	0,98

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 10.07.2023

¹ 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.

Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

Datenpunkt	Aktien und Rohstoffe		Schätzung (E) ¹	
	Dez. 2022	10.07.2023	3 Monate	12 Monate
MSCI World (USD)	2.603	2.924	→	↗
MSCI EM (USD)	956	981	→	↗
Euro Stoxx 50 (EUR)	3.794	4.252	→	↗
DAX (EUR)	13.924	15.643	→	↗
ATX (EUR)	3.126	3.112	→	↗
FTSE MIB (EUR)	23.707	27.857	→	↗
SMI (CHF)	10.729	10.913	→	↗
FTSE 100 (GBP)	7.452	7.269	→	↗
S&P 500 (USD)	3.840	4.399	→	↗
Nasdaq Comp. (USD)	10.466	13.661	→	↗
Nikkei 225 (JPY)	26.095	32.190	→	↗
Gold (USD)	1.824	1.925	→	↗
Öl Brent (USD)	86	78	↘	→

- ↑ 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 10.07.2023

¹ 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
Schwellenländer	Japan Nordamerika	Europa	

- Trotz der wirtschaftlichen Abschwächung aufgrund hoher Inflation, steigender Zinsen und geopolitischer Turbulenzen konnten Aktien seit Jahresbeginn deutliche Zugewinne erzielen
- Vorübergehende Rücksetzer durch Turbulenzen im US-Bankensektor und drastische Zinsschritte seitens EZB und Fed
- Ausblick für das restliche Jahr verhalten positiv, da höheres Zinsniveau auf das globale Wirtschaftswachstum drückt; es wird mit rückläufigen Unternehmensgewinnen gerechnet
- Konzentration auf Qualitätsunternehmen mit Preissetzungsmacht und geringer Verschuldung sowie breite Diversifikation hinsichtlich Sektoren und Regionen

Anleihen



Emerging Markets	Finanznachrang	Staat
Hochzins	Wandelanleihen	
	Unternehmen	

- 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
- Staatsanleihen: Absicherungscharakter bei nachlassender Wachstumsdynamik durch höhere Renditen; der Zinserhöhungspfad der Notenbank sollte komplett eingepreist sein
- Schwellenländer: Attraktive Renditen, die aktuelle Risiken aber nur zum Teil kompensieren
- Hochzins: Ausweitungspotenzial der Risikoaufschläge aufgrund von Wachstumsabschwächung; Ausfallraten sind aktuell auf tiefen Niveaus, werden aber in einem Rezessionsszenario noch steigen
- Finanznachrang: Europäische Banken weisen stabile Kernkapitalquoten auf, aber höhere Unsicherheiten können sich negativ auf Risikoaufschläge auswirken

Alternativen



Industriemetalle	Edelmetalle
Energie	

- Edelmetalle: Gold als Inflationsschutz sowie als „sicherer Hafen“ gefragt; Abwärtsdruck durch steigende Zinserwartungen
- Energie: Schwächere Nachfrage wirkt belastend, wenig Preispotenzial trotz Angebotskürzungen
- Industriemetalle: Schwächere Nachfrage durch Wachstumsrückgang belastet Preise kurzfristig, langfristiges Preispotenzial durch grüne Wende gegeben
- Alternative: Alternative Strategien runden Portfolio ab

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).

Einkaufsmanagerindex (PMI, EMI)

Der PMI (Purchasing Managers Index) oder EMI (Einkaufsmanagerindex) ist ein monatlich erhobener Indikator für die konjunkturelle Lage. Dafür wird eine relevante Auswahl von Einkaufsmanagern über die Entwicklung von Kenngrößen befragt.

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 eingeschränkten Marktzugang für ausländische Investoren sowie höhere Währungsschwankungen auszeichnet.

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).

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*innen 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.

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.

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.

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

Quelle für Wirtschaftsdaten, Grafiken und Prognosen ist Bloomberg Finance L.P., New York, sofern nicht anders vermerkt. Trotz sorgfältiger Prüfung kann keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der enthaltenen Informationen übernommen werden.

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

Herausgeber

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

Redaktion

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

BTV Asset Management
Verena Schweninger, MSc, CPM
T +43 505 333 – 1134
E verena.schweninger@btv.at

Redaktionsschluss

Diese Ausgabe wurde am 18.07.2023
redaktionell abgeschlossen.

Konzept

Brigitte Lechner
Marketing
Geschäftsbereich Kunden

Gestaltung

Sägenvier DesignKommunikation

Ausgabe: Vol. 06, 2023

Bank für Tirol und Vorarlberg
Aktiengesellschaft
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Österreich

T +43 505 333 – 0
E 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