

BTV ANLAGEKOMPASS 2024  
KAPITALMÄRKTE IM BLICK

# Weit sicht

Vol. 05

3	Editorial	13	Marktmeinung <b>Einschätzung des Wirtschaftswachstums</b>
4	Konjunktur <b>Good to know: Wie wählen die USA?</b>	14	Marktmeinung <b>Einschätzung der Konjunkturdynamik</b>
6	Aktien <b>Fünf gute Gründe für Aktien</b>	15	Marktmeinung <b>Zins- und Währungsausblick</b>
8	Anleihen <b>Die ewige Krux mit der Verschuldung</b>	16	Marktmeinung <b>Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente</b>
10	Rohstoffe <b>OPEC+ zum Trotz</b>	17	Strategien <b>Kapitalmarktview – Positionierung</b>
12	Basisszenario <b>Beobachtete Wirtschaftsszenarien im Anlageprozess</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 USA mit ihrem rekordhohen Schuldenstand und einer Finanzministerin, die die Prognose für die Neuverschuldung im laufenden Quartal noch einmal nach oben revidieren musste: Die Schlagzeilen darüber, wie lange die USA auf diese Art und Weise noch nachhaltig wirtschaften können, nehmen nicht ab. Für den amtierenden Präsidenten Joe Biden kommen diese Schlagzeilen im Wahljahr besonders ungünstig, da es um seine Umfragewerte infolge hoher Inflation und hoher Zinsen ohnehin nicht zum Besten steht.

Im Kapitel Konjunktur erfahren Sie diesmal alle Details rund um das US-Wahl-system, das auf den ersten Blick nicht so leicht zu durchschauen ist. Außerdem haben wir die Verschuldung der USA während verschiedener Präsidentschaftszeiten unter die Lupe genommen. Demokraten oder Republikaner: Lesen Sie in diesem Kapitel, welche der beiden Parteien in der Vergangenheit mehr Schulden angehäuft hat.

Wie sich eine hohe Verschuldung auf Anleiherenditen auswirken kann, warum wir in den USA trotz der rekordhohen Verschuldung aber keinen deutlichen Anstieg erwarten, lesen Sie im Kapitel Anleihen.

Außerdem finden Sie in unserer neuen Ausgabe des BTV ANLAGEKOMPASS wieder einen Ausblick auf die Aktien- und Rohstoffmärkte – interessant nicht nur für Investor\*innen, sondern auch für Unternehmer\*innen. Zudem stellen wir Ihnen wie gewohnt die BTV Marktmeinung zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

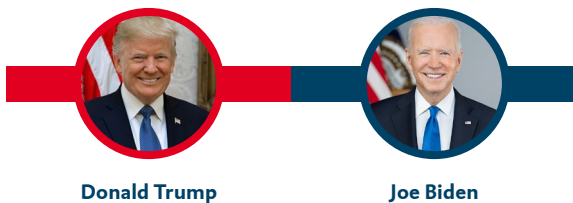
# Good to know: Wie wählen die USA?

Das Wahlsystem in den USA ist nicht ganz einfach zu durchschauen. Relatives Mehrheitswahlrecht, Repräsentantenhaus, Electoral College: Wer wählt wen? Wir versuchen, Licht ins Dunkel des Wahlwirrwarrs zu bringen.

## Die USA und ihr Wahlsystem

Am 5. November 2024 finden in den USA die Präsidentschaftswahlen statt. Die Vorwahlen, bei denen über den demokratischen und republikanischen Kandidaten entschieden wird und bei denen das Volk direkt mitentscheiden kann, sind inzwischen beendet. In allen Bundesstaaten wurden in Summe 3.979 Delegierte gewählt, die am Bundesparteitag, der bei den Republikanern im Juli, bei den Demokraten im August stattfindet, ihren jeweiligen Präsidentschaftskandidaten nominieren. Stehen die beiden Kandidaten fest, geht es in das Rennen um das Präsidentenamt. Trump und Biden gelten in ihrer jeweiligen Partei bereits jetzt als definitive Kandidaten.

## Wer macht das Rennen ums weiße Haus?



Donald Trump

Joe Biden

Quelle: wikipedia.org

## Delegierte, Electoral College, Wahlmänner?

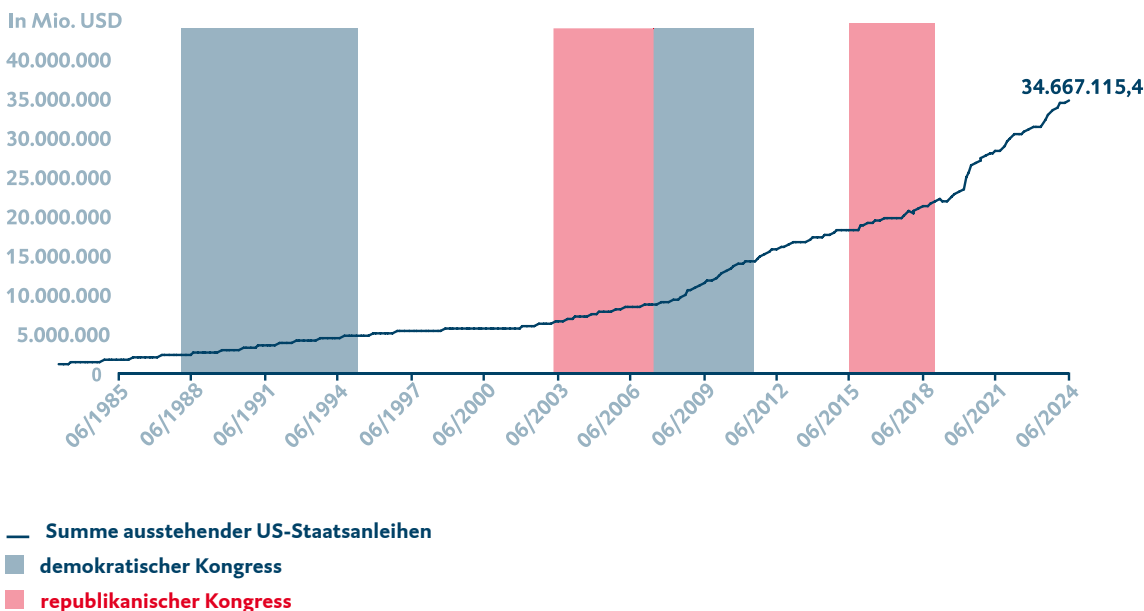
Wer es von den beiden Präsidentschaftskandidaten erneut ins Weiße Haus schafft, entscheiden die 538 Wahlmänner im Electoral College. Jeder der 50 Bundesstaaten sowie der Bundesdistrikt (Washington, D.C.) entsendet Wahlmänner (Kongressabgeordnete), deren Anzahl jener seiner Mitglieder im Kongress, jedoch mindestens drei Stimmen entspricht. Der Kongress besteht aus Repräsentantenhaus (435 Sitze) und Senat (100 Sitze), die wiederum direkt vom Volk gewählt werden. Jeder Einzelstaat erhält so viele Abgeordnete im Repräsentantenhaus, wie ihm gemäß seiner Einwohnerzahl zustehen (mindestens jedoch einen). Ein Abgeordneter vertritt aktuell im Durchschnitt ca. 740.000 Bürger\*innen. Bei dieser Wahl gilt das sogenannte relative Mehrheitswahlrecht („plurality vote“ oder auch „first past the post“ genannt), bei dem das gesamte Wahlgebiet in so viele Wahlkreise unterteilt wird, wie Abgeordnete zu wählen sind. Jeder Wähler vergibt eine Stimme und der stimmenstärkste Kandidat zieht ins Repräsentantenhaus ein. Die Stimmen für den unterlegenen Kandidaten gehen verloren. Dadurch macht nicht zwangsläufig der Kandidat mit den meisten Stimmen das Rennen um das Präsidentenamt. Das Electoral College gibt seine Stimme dem Kandidaten mit den meisten Stimmen im jeweiligen Einzelstaat. Damit kann ein Kandidat zwar mehr Stimmen des Volkes bekommen, aber dennoch keine Mehrheit im College erlangen. Dies war z. B. 2016 der Fall, als Hillary Clinton 48,2 % der Gesamtstimmen erhielt, Donald Trump jedoch nur 46,1 %. Clinton hatte einen Vorsprung von fast 2,9 Millionen Stimmen und verlor dennoch die Wahl.

## Wer macht mehr Schulden?

Sollten die Demokraten im Herbst erneut den Präsidenten stellen, ist mit deutlich höheren Sozialausgaben sowie höheren Reichen- und Unternehmenssteuern zu rechnen. Während sich Republikaner und Demokraten beim Thema Protektionismus weitgehend einig sind, unterscheiden sie sich darin, wie viel Vertrauen sie in staatliche Lösungen setzen. Die Demokraten sind überwiegend der Meinung, dass dem Staat eine stärkere Rolle in der Wirtschaft zukommen sollte. Hinsichtlich der steigenden US-Staatsschulden haben wir uns gefragt, unter welcher Regierungspartei in der Vergangenheit mehr Schulden angehäuft wurden. Wirft man einen Blick auf die Entwicklung der US-Staatsschulden bzw. auf die Summe aller ausstehenden US-Staatsanleihen (siehe Grafik), zeigt sich, dass die Parteizugehörigkeit des Präsidenten nicht so ausschlaggebend zu sein scheint wie die Kontrolle über Senat und Repräsentanten-

haus, die zusammengenommen als Kongress bezeichnet werden. In diesem Fall gelingt es der regierenden Partei einfacher, Ausgabenpakete durchzuwinken. In Zeiten eines geteilten Kongresses, als der Senat von einer Partei dominiert wurde, das Repräsentantenhaus aber von der anderen, stieg die Verschuldung z. T. deutlich langsamer an als in Zeiten, in denen der Kongress geeint war und von einer Partei – die gleichzeitig den Präsidenten stellte – kontrolliert wurde. Diese Erkenntnis darf aber nicht überinterpretiert werden, da oft wirtschaftliche Umstände einen viel höheren Einfluss auf die Verschuldung haben. Konjunkturprogramme nach dem 2. Weltkrieg, während der Finanzkrise 2008 oder 2020 nach Ausbruch des Coronavirus sind nur drei Beispiele, in denen die Aufnahme neuer Schulden zur Stützung der Wirtschaft unbedingt notwendig war – unabhängig von der Parteizugehörigkeit des Präsidenten bzw. der Kontrolle des Kongresses.

## Höhere Neuverschuldung in Zeiten eines geeinten Kongresses



Quelle: Bloomberg; Stand 12.06.2024

# Fünf gute Gründe für Aktien

Die Zeiten für Aktieninvestor\*innen scheinen einfach zu sein, zumindest wenn man schon investiert ist. Denn die globalen Aktienmärkte erreichen ein Allzeithoch nach dem nächsten. Umso schwieriger ist es für all jene, die noch nicht investiert sind, den geeigneten Einstiegszeitpunkt zu finden.

## Aktien bleiben die attraktivste Anlageklasse

Der US-amerikanische S&P 500, der europäische Stoxx 600 und auch der japanische Nikkei 225 haben eines gemeinsam: Sie erreichten seit Jahresanfang ein Allzeithoch nach dem anderen. Die Stimmung an den internationalen Börsen ist damit sehr positiv, und das trotz des hohen Zinsniveaus und der (geo-)politischen Unsicherheiten. In der BTV halten wir an unserem positiven Aktienausblick fest und präsentieren Ihnen fünf gute Gründe, warum ein Aktieninvestment weiterhin Sinn macht:

- **Resiliente Konjunkturentwicklung:** Die Wirtschaftsleistung hat sich vor allem in den USA als widerstandsfähig erwiesen und auch die europäischen Wirtschaftszahlen zeigten sich zuletzt verbessert. Wie in der Grafik ersichtlich, konnte die Eurozone die Konjunkturerwartungen der Analyst\*innen zuletzt übertreffen. Auch wenn sich die Wirtschaftsdynamik aufgrund des höheren Zinsniveaus abgeschwächt hat, sorgt die tiefe Arbeitslosenquote weiterhin für einen intakten Konsum und eine solide Investitionstätigkeit. Hinzuzufügen bleibt allerdings, dass die hohen Ersparnisse die Wirtschaftsleistung in den vergangenen Jahren nach der Corona-Pandemie ebenfalls unterstützt haben.

## Europäische Konjunkturdaten konnten Erwartungen übertreffen



Quelle: Bloomberg; Stand 12.06.2024

\* Überraschungsindex der Citigroup. Positive Werte zeigen positive Überraschungen, negative Werte zeigen Enttäuschungen an.

- **Aussicht auf sinkende Leitzinsen:** Wenn auch nicht so schnell wie zu Jahresbeginn erwartet, so wird das Nachlassen der restriktiven Geldpolitik der großen Notenbanken die Wirtschaftsleistung dennoch unterstützen. Die EZB hat mit einer ersten Zinssenkung im Juni bereits den Anfang gemacht.
- **Tiefere Energiepreise:** Die jüngst wieder etwas rückläufigen Energiepreise nehmen Druck aus der Inflation. Das entlastet die Konsument\*innen und erleichtert den Notenbanken, weitere Zinsschritte zu setzen.
- **Robuste Unternehmen:** Unternehmen in den USA und in Europa haben die höheren Zinsen großteils gut verdaut, was dafür spricht, dass diese aufgrund eines akzeptablen Verschuldungsgrades und eines stabilen Geschäftsmodells gut aufgestellt sind. Die Gewinnentwicklungen im 1. Quartal konnten die Analystenerwartungen übertreffen, wobei die Unternehmensgewinne in den USA im Vorjahresvergleich leicht angestiegen sind und sich in Europa leicht rückläufig zeigten.
- **Positive Stimmung:** Zuflüsse in den Aktienmarkt sowie Aktienrückkaufprogramme der Unternehmen haben die Aktienrallye zuletzt gut unterstützt. Die Stimmungslage ist damit weiterhin positiv und die Aktienpositionierungen sind zwar erhöht, aber noch auf akzeptablen Niveaus.

### Potenzial für Rücksetzer dennoch gegeben

Trotz unserer positiven Aktieneinschätzung bleibt auf aktuellen Kursniveaus ein gewisses Korrekturpotenzial gegeben. Es sind vor allem drei Punkte, die zu Rücksetzern an den Aktienmärkten führen können:

- **Die Zinsvolatilität:** Steigt die Zinsvolatilität aufgrund erhöhter Unsicherheit über die Geldpolitik der Notenbanken erneut an, kann dies zu Kursrücksetzern führen. Dies hat sich auch in der Vergangenheit immer wieder bewahrheitet (siehe Grafik).
- **Geopolitik:** Geopolitische Turbulenzen führten auch in der Vergangenheit immer wieder zu Unsicherheiten an den

Finanzmärkten, was sich durch eine höhere Volatilität bzw. durch Kursrücksetzer bemerkbar machte.

- **US-Wahlen:** Kurz vor den US-Wahlen ist mit erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten zu rechnen. Es lässt sich allerdings dennoch sagen, dass US-Wahljahre in den meisten Fällen auch eine positive Aktienperformance aufwiesen, und zwar unabhängig vom Wahlergebnis.

### Erhöhte Volatilität am US-Rentenmarkt führt zu Aktienmarktrücksetzern



Quelle: Bloomberg; Stand 12.06.2024

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.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass trotz des positiven BTW Aktienausblicks ein gewisses Rückschlagspotenzial vorhanden ist. Investor\*innen sollten sich allerdings bewusst sein, dass das berühmte „market timing“ in der Praxis sehr schwer umzusetzen ist, und ein Nicht-Investment bei einem guten Aktienausblick auch bedeuten kann, Gewinne liegen zu lassen. Eine Möglichkeit, dies zu vermeiden, ist, das Vermögen schrittweise zu investieren.

# Die ewige Krux mit der Verschuldung

Erneutes Rekordhoch bei der Staatsverschuldung der USA, Finanzministerin Yellen korrigiert die Prognosen für die Neuverschuldung erneut nach oben. Wir erklären, warum der hohe Schuldenstand der USA nicht besorgniserregend ist und wir keinen deutlichen Anstieg der US-Renditen erwarten.

## US-Schulden: neues Rekordhoch

Im Juni hat US-Finanzministerin Yellen die Prognose für die Neuverschuldung im 2. Quartal auf 243 Mrd. US-Dollar angehoben – 41 Mrd. US-Dollar höher, als noch im Januar prognostiziert wurde. Der Grund seien aber nicht höhere Ausgaben, sondern geringere Einnahmen als erwartet – was an der Tatsache, dass die USA so hoch verschuldet sind wie noch nie seit ihrer Gründung, aber nichts ändert. Die Gesamtverschuldung der USA liegt aktuell bei 34 Bio. US-Dollar, davon machen ausstehende US-Staatsanleihen knapp 32 Bio. US-Dollar aus (siehe Grafik im Kapitel Konjunktur). Das Haushaltsdefizit liegt aktuell bei –5,7 % (siehe Grafik) und ein Sinken wird in den kommenden Jahren nicht erwartet – selbst wenn die Tendenz zuletzt abnehmend war. Es werden daher eine Menge Neuemissionen von US-Staatsanleihen für die Finanzierung erwartet und die Verschuldung wird weiter steigen.

## Kaum Fremdwährungsverschuldung

Einen großen Vorteil haben die USA jedoch: Verschuldet sind sie fast ausschließlich in der heimischen Währung US-Dollar, die von der US-amerikanischen Notenbank Fed gedruckt wird. Bei Staatspleiten in der Vergangenheit (z. B. Argentinien oder Griechenland) war das Problem fast immer eine signifikante Fremdwährungsverschuldung der Regierungen. Niemand stellt infrage, dass die USA auch in Zukunft in der Lage sein werden, ihre Schulden zu bedienen. Und solange dies der Fall ist, ist ein hohes Schuldenniveau theoretisch kein Problem. Allerdings kann es zu steigenden Zinsen führen, die die USA für ausgegebene Staatsanleihen zahlen müssen, weil Anleger\*innen für das erhöhte Risiko in Form höherer Staatsschulden kompensiert werden wollen.

## Haushaltsdefizit der USA zuletzt wieder etwas gesunken



— US-Haushaltsdefizit

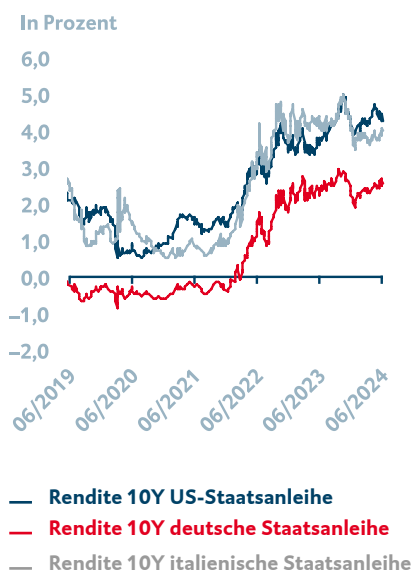
Quelle: Bloomberg; Stand 12.06.2024

## Äpfel mit Birnen

Vergleicht man die Rendite von US-Staatsanleihen (in US-Dollar) mit jener von italienischen (in Euro), dann übersteigt die US-Rendite inzwischen jene Italiens, was vielerorts als Sorge hinsichtlich einer zu hohen US-Verschuldung interpretiert wurde. Italiens Staatsdefizit lag 2023 nämlich bei –7,4 % und damit deutlich über jenem der USA. Ein globaler Vergleich von Staatsanleiherenditen auf diese Art und Weise zeigt aber nur einen Teil der Realität und ignoriert, dass sich Leitzinsen und Kosten für Währungsabsicherung von Land zu Land unterscheiden.



## Staatsanleiherenditen im Vergleich



Quelle: Bloomberg; Stand 12.06.2024

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.

## Alles nicht so besorgniserregend?

US-Staatsanleihen müssen aufgrund der hohen Staatsverschuldung tendenziell höhere Renditen als deutsche oder ähnlich stabile europäische Staatsanleihen bieten. Wenn jedoch diese Anleihen vollständig gegenüber anderen starken Währungen – in diesem Fall dem Euro – abgesichert werden, kann dies die tatsächliche Rendite reduzieren und plötzlich deutlich weniger attraktiv erscheinen lassen. In diesem Fall liegt die Rendite für US-Staatsanleihen nämlich wieder knapp 88 Basispunkte unter jener von Italien und nur einen halben Prozentpunkt über jener von Deutschland – einem Land mit einer Schuldenquote von lediglich 65 % und einer Neuverschuldung von unter 3 % des BIP.

## Ausblick für Geldpolitik unterstützt

Angesichts des hohen Zinsniveaus werden Schulden wieder kritischer betrachtet, diese werden aber im Laufe des kommenden Jahres sinken – zumindest die EZB hat im Juni dafür bereits den Grundstein gelegt und ihren Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt. Bis zu zwei Schritte werden aktuell noch seitens EZB und Fed bis Jahresende erwartet, wobei die hartnäckige Inflation ein Risiko bleibt und die Notenbanken zu vorsichtigeren Schritten bzw. im Falle der Fed weiterhin zum Abwarten zwingen kann. EZB-Präsidentin Lagarde gab sich in ihrer Pressekonferenz im Anschluss an die Juni-Sitzung dementsprechend vorsichtig und legte sich nicht auf einen konkreten Zinspfad fest. In der kommenden Sitzung im Juli dürfte aber vorerst kein weiterer Schritt erfolgen, eine erste Senkung der Fed wird frühestens im September erwartet.

# OPEC+ zum Trotz

Einen derart deutlichen Rückgang des Ölpreises hat sich die OPEC+ infolge ihrer jüngsten Sitzung wohl nicht erwartet. Dennoch zeigte sich Brent trotz weiterer Angebotskürzungen schwächer – allerdings nur vorübergehend.

## Ölpreis von OPEC+ unbeeindruckt – vorerst

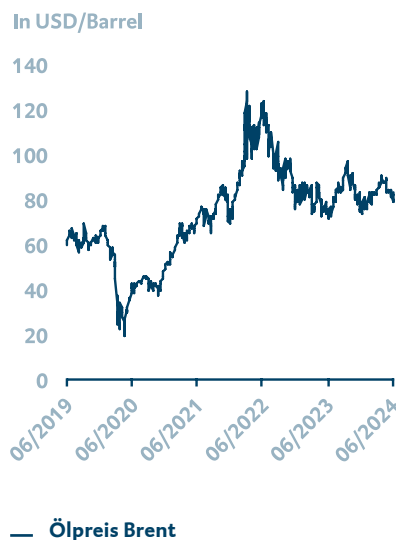
Die OPEC+ hat in ihrer Sitzung Anfang Juni weitreichende Beschlüsse hinsichtlich ihrer Ölförderquoten beschlossen. So wurden die seit Herbst 2022 geltenden gemeinsamen Produktionskürzungen sowie die freiwilligen Produktionskürzungen einiger Länder seit Mai 2023 von insgesamt 3,66 Mio. Barrel pro Tag um ein ganzes Jahr bis Ende 2025 verlängert. Die seit Juli 2023 geltenden und Anfang 2024 nochmals erhöhten freiwilligen Produktionskürzungen von acht Ländern in Höhe von insgesamt 2,2 Mio. Barrel pro Tag wurden bis Ende des 3. Quartals verlängert. Ab Oktober 2024 sollen diese über einen Zeitraum von 12 Monaten schrittweise, d. h. monatlich, zurückgenommen werden. Obwohl diese Kürzungen in etwa 6 % des weltweiten Ölangebots ausmachen, hat der Ölpreis kurzzeitig sogar mit einem deutlichen Preisrückgang reagiert. Die IEA, die Internationale Energieagentur, hat aber zuletzt ihren Nachfrageausblick für 2024 aktualisiert, wonach der Markt mit dem aktuellen Angebot unterversorgt wäre, weshalb der deutliche Preisrückgang nur vorübergehend gewesen sein dürfte. Zudem besteht angebotsseitig ein weiteres Risiko für den Ölpreis in Form des Nahost-Konflikts, sofern das Risiko unterbrochener Lieferketten wieder in den Vordergrund rückt. In der BTV gehen wir von einer anhaltend hohen Volatilität am Ölmarkt aus und sehen erneute Preisanstiege durch geopolitische Entwicklungen als wahrscheinlich an.

## Zinssenkung unterstützt kaum

Der Goldpreis hat infolge der jüngsten EZB-Zinssenkung etwas zugelegt, einen nachhaltigen Preisanstieg erwarten wir jedoch nicht. Zum einen wird der Zinssenkungszyklus nur sehr langsam erfolgen und zum anderen hat der Goldpreis trotz des hohen Zinsniveaus zuletzt ein Allzeithoch erreicht – und scheint sich damit

ohnehin von der Zinslandschaft etwas entkoppelt zu haben. Im Vordergrund scheint die Absicherungsfunktion gegenüber wirtschaftlicher Unsicherheit und geopolitischen Risiken zu sein, weshalb wir den Goldpreis weiterhin als gut unterstützt erachten.

## Preisrückgang trotz Angebotskürzungen



Quelle: Bloomberg; Stand 12.06.2024

# Ausgezeichnete Erfolge

Der „Transparente Bulle“ steht für den hohen Anspruch bei der Zertifizierung von Transparenz und Informationspolitik von Investmentfonds und Vermögensverwaltungen.

Die BTV erhielt kürzlich diese begehrte Auszeichnung.



Hier geht es zum Podcast mit Robert Wiesner,  
Teamleiter Asset Management



TRANSPARENTER  
BULLE

2024

TRANSPARENCY LEAD AWARD

Bank für Tirol  
und Vorarlberg  
Aktiengesellschaft

AM (Asset  
Management)  
70 ESG

TRANSPARENZ und  
INTEGRITÄT

# 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

- Produktivitätszugewinne führen zu Inflationsrückgängen und erhöhen Wirtschaftswachstum
- Inflation geht schneller als erwartet zurück und ermöglicht mehr Zinssenkungen durch Notenbanken

## Basisszenario

- USA mit solidem Wachstum, Eurozone durch Deutschlands Industrie belastet
- Inflation bewegt sich weiter in Richtung Zielniveau von 2 % und macht erste bzw. weitere Zinssenkungen möglich
- Unternehmensinvestitionen und privater Konsum unterstützen
- Geopolitische Unsicherheiten können Volatilität an den Finanzmärkten zwischenzeitlich erhöhen
- (Wirtschafts-)politische Unsicherheiten bleiben vor US-Wahlen im November hoch

## Negativszenario

- Notenbanken müssen die Zinsen länger auf den aktuell erhöhten Niveaus halten, was die Wirtschaftsleistung in den USA und Europa stärker belastet
- Globale Fronten verhärten sich und führen zu einer fortschreitenden Deglobalisierung

# Einschätzung des Wirtschaftswachstums



Die Entwicklung der Weltwirtschaft verlief zuletzt besser als erwartet, was zu abnehmenden Rezessionsrisiken in 2024 geführt hat. Als größte Belastungsfaktoren für die Konjunktorentwicklung gelten die restriktive Geldpolitik der großen Notenbanken und die geopolitischen Entwicklungen.



Das hohe Zins- und Preisniveau bremst die Wirtschaftsleistung. Deutschland belastet die Eurozone aufgrund der Industrieschwäche und der geringeren Wettbewerbsfähigkeit.



Der robuste Konsum und niedrige Sparquoten unterstützen. US-Wahlen als Unsicherheitsfaktor bezüglich Konjunktorentwicklung und internationaler Beziehungen.



Stimulusmaßnahmen unterstützen leicht, aber deflationäre Tendenzen, Probleme am Immobilienmarkt und die Deglobalisierung belasten stark.



**Quellen:** Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 07.06.2024. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

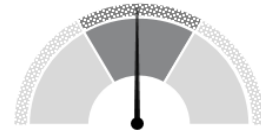
<sup>1</sup> Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

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 Verflechtungen mit Deutschlands Industrie belasten auch Österreich, der Tourismus unterstützt. Fiskalpolitische Maßnahmen sowie kollektivvertragliche Lohnerhöhungen halten den Inflationsdruck im EU-Vergleich hoch.



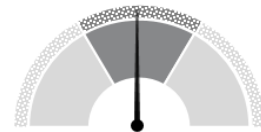
Die deutsche Industrie zeigt sich weiterhin angeschlagen durch eine schwächere globale Nachfrage und hohe Energiepreise. Die Wettbewerbsfähigkeit ist nach wie vor niedrig, aber erste Erholungstendenzen sind ersichtlich.



Die Schweizer Wirtschaft zeigt sich vergleichsweise robust. Die unabhängige Energieversorgung, eine geringere Inflation sowie eine vergleichsweise expansive Geldpolitik unterstützen.



Die italienische Wirtschaftleistung zeigte sich zuletzt verbessert. Geldpolitisch bleibt Italien durch die EZB unterstützt. Sinkende Leitzinsen im Laufe des Jahres gelten als Entlastung.



Quelle: BTV (Schätzung); Stand 07.06.2024

<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 Zinssenkungserwartungen an die EZB haben sich aufgrund anhaltend hoher Inflation nach hinten verschoben, ein erster Schritt erfolgte im Juni. Bis Jahresende werden nur noch ein bis zwei Schritte erwartet.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E) <sup>1</sup>	
	Dez. 2023	07.06.2024	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	3,91	3,79	3,50	3,00
10-jährige Staatsanleihe	2,02	2,63	2,50	2,20



Die Zinssenkungserwartungen an die Fed haben sich deutlich nach hinten verschoben, ein erster Schritt dürfte erst im 4. Quartal erfolgen. Der US-Dollar dürfte gegenüber dem Euro aufgrund einer stärkeren Konjunktur und eines höheren Zinsniveaus leicht zulegen.

Datenpunkt	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
	Dez. 2023	07.06.2024	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	5,33	5,35	5,35	4,60
10-jährige Staatsanleihe	3,88	4,56	4,40	4,20
EUR/USD-Wechselkurs	1,10	1,08	1,06	1,06



Die Schweiz profitiert von der Inflation auf Zielniveau und die SNB hat bereits mit einer ersten Zinssenkung um 25 Basispunkte reagiert. Am Markt wird ein weiterer Schritt bis Jahresende erwartet. Der Schweizer Franken sollte nicht weiter aufwerten, unter anderem weil die SNB gewillt sein könnte, etwas mehr CHF-Schwäche zuzulassen.

Datenpunkt	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
	Dez. 2023	07.06.2024	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	1,70	1,52	1,40	1,25
10-jährige Staatsanleihe	0,70	0,84	0,80	0,80
EUR/CHF-Wechselkurs	0,93	0,99	1,00	1,00

**Quellen:** Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 07.06.2024

<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.

# Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

Datenpunkt	Aktien und Rohstoffe		Schätzung (E) <sup>1</sup>	
	Dez. 2023	07.06.2024	3 Monate	12 Monate
MSCI World (USD)	3.169	3.465	↗	↗
MSCI EM (USD)	1.024	1.088	→	→
Euro Stoxx 50 (EUR)	4.521	5.030	↗	↗
DAX (EUR)	16.752	18.678	↗	↗
ATX (EUR)	3.435	3.710	↗	↗
FTSE MIB (EUR)	30.352	34.660	↗	↗
SMI (CHF)	11.138	11.855	↗	↗
FTSE 100 (GBP)	7.733	8.254	↗	↗
S&P 500 (USD)	4.770	5.306	↗	↗
Nasdaq Comp. (USD)	15.011	17.020	↗	↗
Nikkei 225 (JPY)	33.464	38.557	↗	↗
Gold (USD)	2.063	2.354	→	→
Öl Brent (USD)	77	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 07.06.2024

<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.



# Kapitalmarktview – Positionierung

<b>Aktien</b>		
USA		Starke Gewinndynamik bei US-Aktien – Bewertungen zum Teil anspruchsvoll
Europa		Selektive Investments in europäische Qualitätsunternehmen – relative Bewertung attraktiv
Japan		Anreize für Strukturreformen sorgen für starke Kurserholung japanischer Aktien – schwacher JPY unterstützt
Emerging Markets		EM-Aktien im Vergleich zu DMs mit weniger attraktivem Rendite-Risiko-Verhältnis; China als Belastungsfaktor
Small Caps		Small Caps liefern Investmentprämie für Langfristanleger – Bewertung im Vergleich zu Large Caps historisch tief
<b>Anleihen</b>		
Duration		Aktuell gibt es deutlich mehr Spielraum für Senkungen für die EZB aufgrund schwächerer Konjunktorentwicklung; längerfristige Zinsen sollten nach jüngsten Anstiegen gut unterstützt sein und bieten bei Wachstumsenttäuschungen Potenzial
Credit		Spreads im Investment-Grade-Bereich mit wenig Einengungspotenzial ggü. dem aktuellen Niveau; Fundamentaldaten der Unternehmen nach wie vor robust; erhöhtes Angebot aufgrund günstigerer Refinanzierungsbedingungen trifft auf stabile Nachfrage
High Yield / EM		Rendite-Risiko-Überlegungen sprechen bei aktuellen Spreadniveaus gegen eine höhere Gewichtung des Segments; Spreadniveaus reflektieren bereits eine sehr positive künftige Erwartung
<b>Alternatives</b>		
Gold		Gold bleibt im Umfeld geopolitischer Unsicherheit gefragt, die Erwartung sinkender Leitzinsen unterstützt zusätzlich
Rohstoffe		Industriemetalle profitieren vom knappen Angebot, Öl bleibt getrieben von geopolitischen Entwicklungen
Liquid Alternatives		Alternativer Fonds als stabiler Ertragsbringer mit geringer Volatilität



Untergewicht Übergewicht

→ < Veränderung der Positionierung

Quelle: BTV; Stand 07.06.2024

### **Asset-Allokation (engl. Asset Allocation)**

Die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen (z. B. Anleihen, Aktien, Geldmarkt) und/oder verschiedene geografische Regionen.

### **Basispunkt**

Der Basispunkt (engl. Basis Point) bezeichnet ein Hundertstel eines Prozentpunktes. So entsprechen 100 Basispunkte 1 % bzw. entspricht 1 Basispunkt 0,01 %. Die Einheit Basispunkte wird bei der Berechnung von Renditedifferenzen verwendet.

### **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.

### **Diversifikation**

Unter Diversifikation versteht man die Verteilung von Risiken auf mehrere Risikoträger mit einem möglichst geringen Gleichlauf. In einem Portfolio wird im Zuge dessen das Vermögen auf unterschiedliche Investments verteilt.

### **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.

### **Einkaufsmanagerindex (PMI)**

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 (EMs)**

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.

### **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.

### **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\*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\*innen aus.

### **Performance (Perf.)/Wertentwicklung**

Die Performance misst die Wertentwicklung eines Investments oder eines Portfolios. Bei Investmentfonds wird die prozentuale Veränderung des Werts der Anteile innerhalb eines bestimmten Zeitraums gemessen. Zum Beispiel wird die Wertentwicklung seit Jahresanfang (YTD, year-to-date) oder seit Monatsanfang (MTD, month-to-date) angegeben. Die Wertentwicklung über mehrere Jahre wird meist als die Performance p. a. (Per-anno-Performance oder Wertentwicklung pro Jahr) angegeben. Generell muss zwischen Brutto- und Nettoperformance unterschieden werden. Die Nettoperformance zieht von der Bruttoperformance anfällige Managementgebühren ab.

### **Portfolio**

Auch „Portfeuille“: Gesamtheit der Vermögenswerte eines Anlegers.

### **Rendite**

Die Rendite bezeichnet den Gesamtertrag einer Kapitalanlage, gemessen als tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Sie beruht auf den Ertrageinnahmen 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.

### **Sentiment**

Der Begriff Sentiment steht im Englischen für die psychologische Stimmungslage und beschreibt im Finanzmarktcontext die vorherrschende Stimmung an den Börsen.

### **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.

### **Volatilität**

Gradmesser für die Preisschwankung des Bezugswertes während einer bestimmten Zeitperiode. Sie wird formal als Standardabweichung der annualisierten Renditen berechnet. Je höher die Volatilität eines Bezugswertes, d. h. das Ausmaß und die Häufigkeit der Kursschwankungen, desto höher ist das Risiko.

### **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](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, CAIA  
T +43 505 333 – 1147  
E [cecile.herzl@btv.at](mailto:cecile.herzl@btv.at)

BTV Asset Management  
Verena Schweningner, MSc, CPM  
T +43 505 333 – 1134  
E [verena.schweninger@btv.at](mailto:verena.schweninger@btv.at)

### **Redaktionsschluss**

Diese Ausgabe wurde am 17.06.2024  
redaktionell abgeschlossen.

### **Konzept**

Elisabeth Bittenauer  
Marketing  
Geschäftsbereich Kunden

### **Gestaltung**

Sägenvier DesignKommunikation

**Ausgabe: Vol. 05, 2024**

**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)