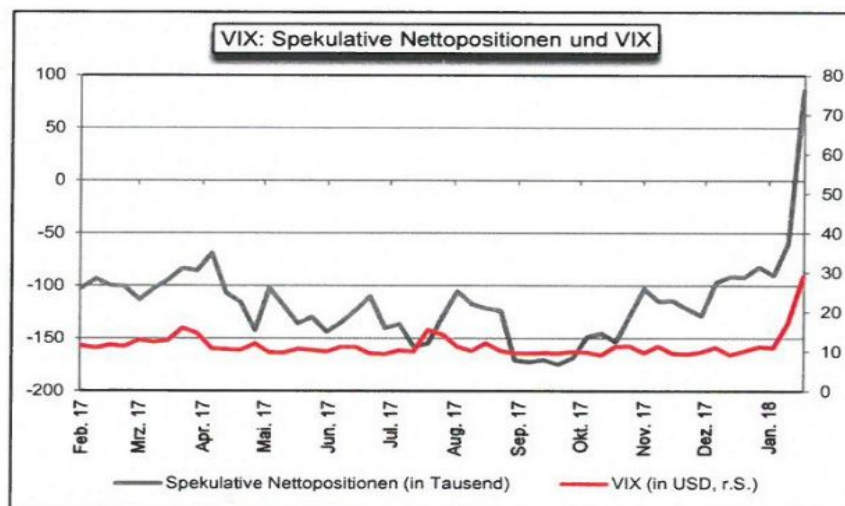


## Strategische Perspektiven März 2018

### 1) Der Februar – Crash: Zinsängste, „Idioten“, oder technische Handelssysteme?

Über die Ursachen der massiven Verluste des Dow – Jones – Index Anfangs Februar war viel zu lesen, leider nur wenig an Details. Aber genau auf die könnte es ankommen. Denn es geht nicht nur um die Kursverluste, sondern ebenso darum, wie es dazu gekommen ist. Für eine eigene zeitgemäße Strategie (und eigentlich auch nicht minder für die Bankenaufsicht) ist ein solches Wissen eigentlich unverzichtbar.

Begonnen hat es damit, daß sowohl der Verbraucherpreisindex als auch die Einkommen der Unselbständigen im Zeitraum Jänner 2017 bis Jänner 2018 stärker stiegen als prognostiziert. Das hat bei den Investoren Ängste geweckt, die Fed könne die Zinsen rascher anheben als zuvor erwartet. Aber das war nicht die wirkliche Ursache, das war eher nur der Auslöser massiver Schwankungen beim Volatilitätsindex, kurz VIX genannt.



Quelle: Bank M. M. Warburg & CO

Montag, den 5. Februar, ist der Dow Jones kurz nach 15 Uhr Ortszeit geradezu in den freien Fall übergegangen. An diesem Tag hat der Dow Jones in der Spitze 1597 Punkte verloren, und in der gleichen Woche dann noch einmal 1033 Punkte.

Das ist in einer Börsenumwelt passiert, die in den letzten Jahren von massiven Veränderungen gekennzeichnet war. Eine davon war das Vordringen automatisierter Handelssysteme, die bei allen Unterschieden im Einzelnen einen fundamentalen Faktor gemeinsam haben: Sie sind darauf programmiert, in Sekundenbruchteilen auf ganz bestimmte vorher definierte Signale zu reagieren. Ein zweiter wichtiger Trend ist die Entwicklung immer ausgefeilterer Handelsstrategien. Die reagieren auf die unterschiedlichsten Signale, unter anderem eben auch auf das Ausmaß von Kursschwankungen, auf die sogenannte Volatilität. Nach einer Schätzung von Bloomberg erreichen Fonds mit solchen volatilitätsorientierten Strategien bereits ein Volumen von rund 2000 Milliarden Dollar. Das macht, um die Größenordnung zu verdeutlichen, in etwa die Hälfte des gesamten Jahresbudgets der Vereinigten Staaten aus. Solche Fonds, teils auch als Exchange Traded Funds, kurz ETF's organisiert, kann man Wetten

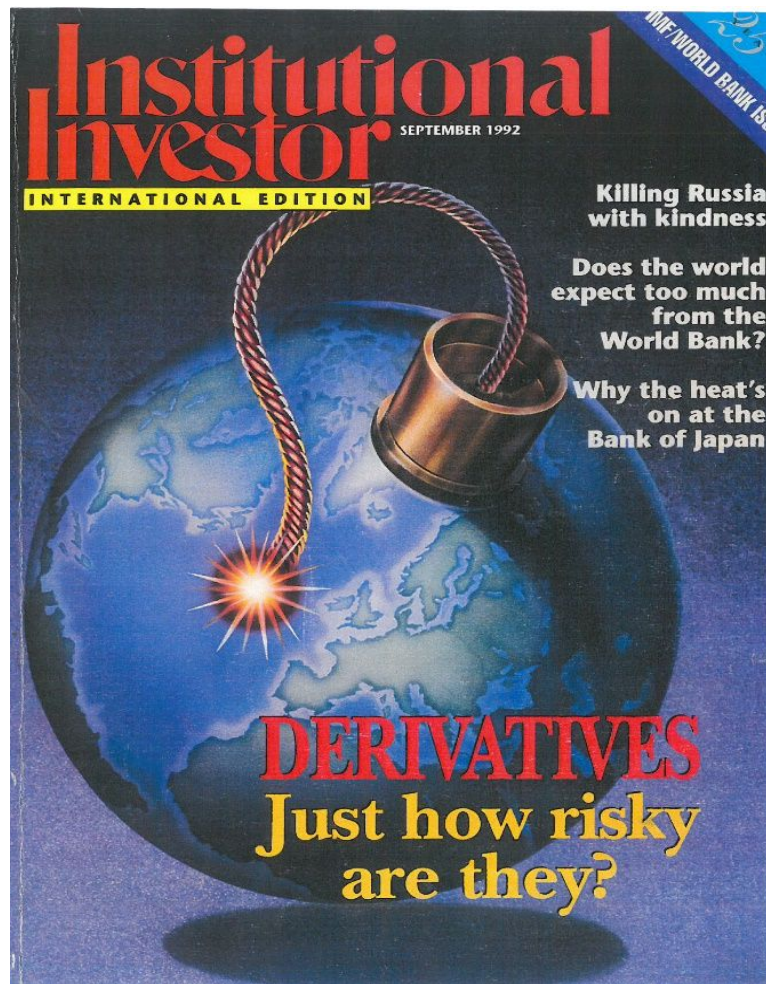
auf die Volatilität eingehen, und damit bei steigender Volatilität eben Prämien kassieren. Das ist sogar eine ganz brauchbare Form der Absicherung. Nur muss es dafür auch Investoren geben, die auf das Gegenteil setzen, somit bei niedriger Volatilität gewinnen und dafür bei steigender Volatilität verlieren. Das leisten VIX – shorts, und die haben lange gut verdient, weil die geschilderte Form der Absicherung recht gefragt war. Ein solches Produkt hatte die Credit Suisse aufgelegt, mit dem Namen „Velocity Shares Daily Invers VIX Exchange Traded Notes“. Allein in diesen Fonds dürften rund 1,6 Milliarden Dollar geflossen sein.

Was macht ein Händler, der sich auf solche volatilitätsorientierte Produkte spezialisiert hat, am 5. Februar? Er muss damit rechnen, daß es auf Grund der aktuellen Daten früher als erwartet zu einer Zinserhöhung kommt. Er weiß, das höhere Zinsen für den Aktienmarkt eher schlecht sind. Wenn er ständig im Markt ist und am Ende gar Marketmaker sein will, dann stellt er nicht nur einseitige Offerte, sondern An- und Verkaufsofferte gleichzeitig. Bei steigender Unsicherheit wird er bei seinen Bid- und Ask- Offerten größere Spannen einkalkulieren. In der Praxis sieht das wie folgt aus: Wenn der Wert einer Option auf den Vola – Index, VIX genannt, aktuell rund 2 Dollar beträgt, macht dieser Händler in ruhigen Zeiten das Offert, die Option um 1,80 Dollar zu kaufen oder sie um 2,20 Dollar zu verkaufen. Sobald er aber vorsichtig werden möchte, verbreitert er die Spannen, und am 5. Februar sind Spannen von 0,05 \$ für Käufe und 10 \$ für Verkäufe Realität geworden.

Bereits damit beginnt das Malheur, denn gemäß den Börseregeln des VIX geht der mittlere Wert dieser Spanne in den Index ein. Der Index springt also binnen Sekunden von 2 auf 5, wenn genug andere Händler genau so vorsichtig handeln. Jeder, der short gegangen ist, muss jetzt aber long gehen, also Volatilität kaufen, um seine shorts zu decken und noch höhere Verluste zu vermeiden. Das veranlasst nicht nur erneut höhere Spannen, und vor allem erneut höhere Preise, sondern auch zusätzliche Spekulanten, die diesen Druck auf die short- Käufer erkennen und deshalb weiter long zukaufen, in einem sich beschleunigenden Zirkel, auch gerne „short – squeeze“ genannt. Verlierer sind die shorts. Der erwähnte Fonds der Credit Suisse hat vom 2. bis 6. Februar über 90 % seines Wertes verloren.

Das war auch der Grund, warum der amerikanische Börsenguru Jim Cramer die Emittenten eines solchen Produktes, und die Händler damit, als „eine Gruppe von Idioten“ bezeichnet hat. Daher das Zitat in der Überschrift dieses Kapitels. Kurz danach hat ein einschlägig tätiger Rechtsanwalt behauptet, er habe Insiderinformationen, wonach die Schwankungen des Volatilitätsindex nicht zuletzt durch Scheinangebote künstlich herbeigeführt worden sind. Aber das eher wütende Dementi der Börse könnte zutreffen. Es genügt rationales Verhalten der Marktteilnehmer, um solche Schwankungen auszulösen. Denn nicht wenige automatische Handelssysteme reagieren auch ohne bisheriges Investment im VIX auf dessen Schwankungen mit Positionsveränderungen, und die kaufen nicht nur VIX – Long, sondern verkaufen eben auch Aktien. Das löst dann eben weitere Stop – Loss – Orders aus, und beschleunigt diese Spirale immer mehr.

Es gibt also immer wieder Produkte, die ungeheuren Schaden anrichten können. Allein beim genannten Fonds waren es mehrere Hundert Millionen, und die Sekundäreffekte haben das Ausmaß der Verluste weiter vergrößert. Das Risiko solcher Produkte und ganz allgemein von Derivaten wird immer noch unterschätzt. Dabei ist es seit langem bekannt. Beachten Sie bitte in der nachstehenden Kopie eines Titelblatts die Jahreszahl. Es ist das Jahr 1992.



Die Gefährlichkeit solcher Produkte ist daher (spätestens) seit mehr als einem Vierteljahrhundert völlig klar. Und an drastischen Beispielen hat es nicht gefehlt. Mit nachrangigen Hypotheken besicherte und schnell völlig wertlos gewordenen Collateralized Debt Obligations lösten ab 2007 eine schwere Weltwirtschaftskrise aus. Die Ratingagenturen haben damals nicht gewarnt, und vor den jetzt kritisch gewordenen Produkten auch nicht.

## **2) Die (theoretischen) Konsequenzen für die europäische Bankenaufsicht**

Die europäischen Aufsichtsbehörden haben auf die Krise 2007 mit einer Fülle von Verschärfungen der Bankenregulierung reagiert. Aber sind diese Verschärfungen in die richtige Richtung gegangen? Um einen etwas drastischen, aber vielleicht anschaulichen Vergleich zu bringen: Die europäischen Bankenaufsichtsbehörden haben die Bankhäuser weitgehend feuersicher gemacht. Teppiche wurden verboten, Holzkonstruktionen unzulässig und alle paar Meter hängen Warnhinweise (die immer umfangreicheren Aufklärungs- und

Informationsverpflichtungen). Auch die Zahl der Feuerlöscher wird ständig erhöht, wenn man denn die Eigenkapitalvorschriften so verstehen möchte. Aber in diesen Häusern werden von den Insassen immer wieder offene Benzinfässer aufgestellt – manche Produkte sind im Vergleich nicht weniger gefährlich – und dazwischen gibt es genug Spekulanten, vergleichbar Leuten, die mit brennenden Zigaretten durch die Häuser laufen.

Es reicht nicht, die Banken immer gründlicher (und immer übertriebener) zu regulieren, sondern es geht auch um die Produkte, die angeboten werden. Zwar bekommen die Kunden jede Menge Aufklärungs- und Informationsschriften. Nur liest die niemand mehr, einfach weil die zu umfangreich gewordenen sind. Außerdem verschiebt das höchstens das Risiko von den Privatanlegern zu den Verkäufern. Nur hilft das nicht wirklich, wenn zwar die Kleinanleger in Phase eins eines solchen Geschehens verschont werden, aber so wie 2008 dann trotzdem zum Handkuss kommen, weil die Fernwirkungen der Wertvernichtung die Banken treffen, bei denen sie ihr Geld liegen haben. Denn es geht nicht nur um definierte Produkteigenschaften, sondern um die Wechselwirkungen zwischen Produkteigenschaften, Verhaltensmustern und den unterschiedlichsten Szenarien. Das richtig zu erfassen und zu verstehen ist eine grosse, bisher völlig ungelöste Aufgabe.

Und man sollte nicht vergessen, daß der große Krach 2007 / 2008 erst stattgefunden hat, nachdem in den USA der Glass – Steagall Act aufgehoben worden war, der eine strikte Trennung zwischen Investmentbanken und Geschäftsbanken vorgesehen hatte. Natürlich ist es möglich, so wie derzeit jede kleine Dorfsparkasse genau so zu regulieren wie eine internationale Großbank und den Anlegern bei allen Instituten vollmundig eine Einlagensicherung zu versprechen. Man schafft damit eine riesige Bürokratie, und was die Einlagensicherung in einem trotzdem eintretenden Ernstfall wirklich zu leisten vermag, bleibt abzuwarten. Es wäre einfacher, billiger und realistischer, staatliche Einlagenhaftung auf Geschäftsbanken zu beschränken und nicht auch Investmentbanken mit einzubeziehen. Man muss niemanden hindern, mit unüberschaubaren Produkten gleichsam ins Casino zu gehen, aber man muss diese Casinos nicht auch noch mit staatlichen Haftungen ausstatten.

### **3) Das wirtschaftliche, und das politische Umfeld**

Derzeit sieht es nicht nach einer Konjunkturertrübung aus. Das Gesamtbild ist nach wie vor positiv. Vor allem in Europa, auch in den südeuropäischen Ländern sind die Ziffern günstig wie schon lange nicht. Von einer Verschlechterung des Einkaufsmanagerindex, den wir zuletzt als wichtigen Frühwarn-indikator bezeichnet haben, ist nach wie vor nichts zu sehen. Die meisten Beobachter gehen daher derzeit davon aus, daß ein wirklicher Einbruch wenn überhaupt erst im nächsten Jahr zu befürchten sei und nicht schon heuer.

Zugenommen haben allerdings bereits jetzt die politischen Risiken. Die Situation im arabischen Raum ist verheerend, und die Spannungen zwischen Israel und dem Iran nehmen zu. Trump droht sowohl der EU als auch China mit einem Handelskrieg, und in Europa sind die Folgen der Wahlen in Italien und die Konsequenzen für Europa ebenso völlig unklar wie die weitere Entwicklung in Sachen Brexit.

In keinem dieser Fälle trauen wir uns irgendwelche Prognosen zu. Aber es gibt ein Problem, das uns näher liegt, und das jetzt schon nichts Gutes für die Zukunft erwarten lässt. Das ist die politische Lage in Deutschland. Gibt es keine Koalition, dann bedeuten sowohl Neuwahlen als auch eine Minderheitsregierung nichts anderes als eine Phase der Stagnation und zugleich der praktischen Handlungsunfähigkeit. Gibt es aber eine grosse Koalition, dann verheisst der abgeschlossene Koalitionsvertrag auch nichts Gutes. Eine Deutsche Bank hat diesen Vertrag unter die Lupe genommen und in einer Information an einen beschränkten Teilnehmerkreis (weshalb wir hier ohne Namensnennung der Bank zitieren) folgendes festgestellt: „Der Koalitionsvertrag liest sich wie eine Endlosschleife sich ständig wiederholender Aneinanderreihungen von Platitüden, Phrasen und Allgemeinplätzen . . . Der ganze Vertrag ist geprägt durch die Handschrift von Verfassern, die fast schon kindliche Vorstellungen von gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Zusammenhängen zu haben scheinen . . .“. Begründet wird diese Feststellung durch eine Reihe von Details, die wir Ihnen und uns hier ersparen. Aber auch für den früheren Chefvolkswirt der EZB Othmar Issing ist dieser Koalitionsvertrag der „Abschied von der Vorstellung einer auf Stabilität gerichteten Europäischen Gemeinschaft.“ Hier nur eine einzige Schlußfolgerung aus den vielen, die sich leider aufdrängen: Auf die Politik wird sich die Wirtschaft nicht verlassen können, wenn es mit der Konjunktur wieder bergab gehen sollte.

#### **4) Aktien und ihre mögliche Absicherung**

Aus unserer Sicht gibt es für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte mehrere Szenarien. Die optimistischste wäre, dass die anhaltend gute Konjunktur die Gewinne vieler Unternehmen weiter so steigen lässt wie zuletzt und sich das eben auch in den Aktienkursen ausdrückt. Eine solche Logik lässt sich noch für den Jänner ganz gut nachvollziehen, aber schon nicht mehr für den Februar.

Die pessimistischste Variante haben wir als Möglichkeit bereits in unseren letzten Strategischen Perspektiven skizziert, ein Zusammentreffen von Zinserhöhungen und Konjunkturschwäche. Wir rechnen allerdings so wie die meisten Konjunkturbeobachter heuer noch nicht mit einem Einbruch der wirtschaftlichen Aktivitäten. Ausserdem sollten sich, wie gleich näher zu begründen, die Zinserhöhungen in überschaubaren Grenzen halten.

Eine dritte Variante würden wir ungern aber etwas respektlos als orientierungslose Zitterpartie bezeichnen, und die taugt leider zur Beschreibung der 2. Februarhälfte ganz gut. Orientierungslos ist das Geschehen zumindest in diesem Zeitraum deshalb gewesen, weil hier abwechselnd gleich drei Faktoren das Börsengeschehen bestimmt haben, und die Investoren sich erkennbar wechselweise einmal von einem, einmal von einem anderen Faktor haben leiten lassen: Da ist einmal die optimistische Erwartung weiter steigender Gewinne, die durch eine Vielzahl positiver Überraschungen bei der Bekanntgabe der letzten Quartalergebnisse, und ebenso durch freundliche Prognosen gestützt wird. Andererseits schlägt aber erkennbar immer wieder die Angst vor den Effekten weiter steigender Zinsen auf das Verhalten der Investoren durch. Und dazu kamen als Drittes die Schwankungen des Wechselkurses Euro – Dollar. Ging der Kurs des Euro nach oben, dann tauchten Ängste um die Wettbewerbsfähigkeit

der europäischen Industrie auf, die rasch bei einem auch nur leichten Sinken des Kurses von umgekehrten Hoffnungen abgelöst wurden.

Und dann gibt es noch ein viertes Szenario, das durch die schnelle Zunahme der Volatilität zu Beginn des Monats Februar ebenso gestützt wird wie durch historische Erfahrungen: dass nämlich die Kurse in den nächsten Monaten zwar grundsätzlich (solange sie anhält) von der Konjunktur gestützt werden, aber verstärkt den üblichen technisch bedingten Schwankungen unterliegen. Um sich von denen ein Bild zu machen, kann man auf reichlich vorhandene Statistik zurückgreifen.

### A) Das Ausmaß der Schwankungen und die Dauer der Erholung

**Decline, Recovery - Timeline (Average)**

	Decline Range	Decline Average	Peak to Trough P to T	Trough to Peak Level T to L	Return to Peak Level P to L
1.	-5% to -10%	-6.76%	1 Month	1.2 Months	2.2 Months
2.	-10% to -15%	-12.22%	3.6 Months	3.0 Months	6.6 Months
3.	-15% to -20%	-17.74%	3.6 Months	4.7 Months	8.3 Months
4.	-20% and Over	-35.22%	1.5 Years	2.2 Years	3.5 Years

### B) Die Häufigkeit von Schwankungen

**Frequency of Declines (on Average)**

-5% and Greater	2.4 Per Year
-10% and Greater	Once Every 1.5 Years
-15% and Greater	Once Every 3.3 Years
-20% and Greater	Once Every 7.3 Years

Quelle: Crandall, Pierce & Company

Das heißt aber, daß im Wesentlichen die individuell richtige Strategie nicht nur von der jeweiligen Bereitschaft und Fähigkeit zum Tragen von Risiko abhängt, sondern ebenso sehr vom eigenen Zeithorizont: Hat man einen derart langfristigen Zeithorizont, dass man selbst die mehrjährige Phase eines starken Kursrückgangs und der nachfolgenden Erholung aussitzen kann, dann genügt es für eine erfolgreiche Strategie, die Aktien von Unternehmen zu finden, die sich nachhaltig am Markt behaupten und durchsetzen können, um sowohl vollen Inflationsausgleich als auch Dividenden und Substanzgewinne zu bekommen. Aktien werden nur verkauft, wenn die Unternehmen gegenüber dem Markt deutlich zurückbleiben. In den letzten hundert Jahren, also einschließlich der Weltwirtschaftskrise von 1929, haben die Börsenindizes aller Industriestaaten einen stetigen Aufschwung verzeichnet, der immer wieder durch Kursrückgänge unterbrochen worden ist, aber stets nur vorübergehend. Unterschiedlich war nur die Dauer, bis nach einem Kursverfall das alte Niveau wieder erreicht worden ist. Muster für eine solche Strategie hat etwa Warren Buffett geliefert.

Allerdings gibt es gegen diese Strategie ein ganz gutes Gegenargument: In the long run we are all dead. Es kann also nicht nur darum gehen, in Ruhe alles auszusitzen und lange zuzuwarten, sondern vielmehr darum, sich auf die verstärkten Schwankungen einzustellen. Das bedeutet, sich mit Techniken der Absicherung auseinander zu setzen: Dafür gibt es gängige und bekannte Strategien. Eine davon ist das Setzen von sogenannten Stop Losses: Man erteilt Verkaufsaufträge, die dann wirksam werden, wenn bestimmte Kurse unterschritten werden. Das hilft sehr gut als Absicherung gegen längere Abwärtstrends, birgt aber ein ziemliches Risiko, wenn bei einem grundsätzlich positivem Trend die Volatilität steigt. Dann besteht die Gefahr, daß diese Stop Losses immer dann schlagend werden, wenn es gerade stärkere Schwankungen nach unten gibt. Man verkauft bei dieser Taktik Aktien also ausgerechnet immer dann, wenn die Preise gerade einmal besonders schlecht sind.

Stop Losses sind daher sinnvoll nur dann, wenn eine Schwächeperiode zu befürchten ist. Wie oben geschildert, kann man bei niedriger Volatilität zur Absicherung auch auf steigende Volatilität setzen. Anfang Februar hat sich das jedenfalls ausgezahlt. Ein ausgeprägt defensives Instrument sind shorts, die die Entwicklung einer Aktie oder eines Index genau umgekehrt nachvollziehen. Man kann auf diese Weise die Börsenentwicklung ganz oder teilweise neutralisieren. Der Nachteil ist der Verzicht auf Gewinne, der Vorteil die aliquote Sicherung vor Verlusten. Das ist natürlich kein gutes Rezept auf Dauer, aber es stabilisiert das Portfolio in Zeiten erhöhten Risikos. Absichern kann man auch mit Verkaufsoptionen, aber die kosten. Wer ab der Krise 2008 sein Portfolio laufend damit absicherte, musste im Effekt dafür jährlich mehr als 10 % Absicherungskosten tragen. Dass eine Bevorzugung defensiver Aktien ebenso zur Portfoliostabilisierung beitragen kann, haben wir in unseren letzten Strategischen Perspektiven zum Jahresbeginn ausführlicher behandelt.

## **5) Eine Überlegung für die nächsten Jahre**

In vielen Börseberichten ist derzeit zu lesen, europäische Aktien sollten allein schon wegen der hierzulande deutlich niedrigeren Bewertungen gegenüber amerikanischen bevorzugt werden. Dem ist nicht zu widersprechen. Aber wir halten es für angemessen, darauf hinzuweisen, daß Europa im Falle eines deutlichen Konjunkturrückganges es ziemlich schwer haben wird, dagegen mit wirtschaftspolitischen Maßnahmen anzukämpfen. Die derzeitige günstige Konjunkturlage wird kaum genutzt, um die Budgets in Ordnung zu bringen. Die extreme Niedrigzinspolitik der EZB reduziert ihren eigenen Spielraum für schlechtere Zeiten. Oder um mit Axel Weber zu sprechen, dem früheren Präsidenten der Deutschen Bundesbank: „Die Geldpolitik der EU hat kein Wasser mehr unter dem Kiel, um in der nächsten konjunkturellen Schwächephase gegensteuern zu können.“ Mit der Budgetpolitik sieht es noch trister aus, nicht allein wegen der schon vorhandenen hohen Defizite, sondern mehr noch wegen der Überbürokratisierung, die jede einzelne Phase eines Bauvorhabens enorm verzögert. Eine antizyklische Budgetpolitik a la Keynes ist in Europa nicht mehr möglich

Es geht uns hier nicht darum, dieses immer schlimmere Dickicht gesetzlicher Regelungen zu beklagen. Es geht uns aber darum, Investoren auf diese faktische Selbstlähmung der europäischen Politik aufmerksam zu machen und daraus die Schlussfolgerung zu ziehen, bei

langfristig angelegten Investitionsentscheidungen nicht alleine auf Europa zu setzen. Man sollte zunehmend in Entwicklungsländern investieren, die sich oft genug durch niedrigere Staatsschulden und durch höhere Dynamik auszeichnen. Die Gründe dafür sind durchaus ambivalent. Die Staatsschulden sind vor allem wegen der völlig unterentwickelten Sozialsysteme niedriger, aber die höhere Dynamik hängt damit zusammen, daß die meisten dort lebenden Menschen erst über ein so niedriges Konsumniveau verfügen, daß einfach mehr Raum für Wachstum vorhanden ist. Und diese Länder holen rasch auf. In den achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts verfügten die Industrieländer noch über 70 % des Globalen Sozialproduktes und die Schwellenländer nur über 30 %. Heute haben beide große Gruppen gerade einen Anteil von je 50 % am globalen Sozialprodukt.

## **6) Zinsen und Anleihen**

Wie eingangs festgestellt, war der Auslöser der Turbulenzen ein potentielles Inflationssignal, und zwar konkret eine Steigerung der durchschnittlichen Stundenlöhne in den USA im Jahresvergleich um 2,9 statt um 2,6 %. Auch die sogenannte annualisierte Kerninflation ist um 2,9 % gestiegen. Die eher aufgeregte Reaktionen der Investoren hat vernachlässigt, daß zugleich die durchschnittlich geleistete Stundenzahl zurückgegangen ist und daher der Effekt der gestiegenen Kundenlöhne auf die Kaufkraft und damit die potentielle Inflationsgefahr begrenzt ist. Außerdem ist die höhere Inflationsrate nicht zuletzt auf die deutlich höheren Heizölpreise wegen der außergewöhnlichen Kälte in den USA im Jänner zurückzuführen, die so hoch nicht bleiben dürften. Eine deutliche Beschleunigung der Inflation kann somit aus den Jänner – Daten nicht wirklich abgeleitet werden

Wir nehmen daher nicht an, daß die FED statt der seit langem angekündigten drei Zins-schritte mehr ankündigen wird. Diese drei Erhöhungen sind nunmehr in den Anleihekursen faktisch bereits eingepreist. Der Zinssatz für 10 – jährige Treasuries lag nach einer vergleichsweise raschen Steigerung zuletzt bei 2,92 % und könnte bald 3 % erreichen, ohne dass deswegen gleich weitere Erhöhungen stattfinden müssen.

Und zumindest eine nachfrageinduzierte Inflation sehen wir auch weiterhin nicht. Die Fortschritte der Produktionstechnologie sind so hoch und die Wettbewerbsverhältnisse in fast allen Branchen so intensiv, daß von dieser Seite her kaum Preissteigerungen zu befürchten sind. Mittel- bis längerfristig ist eher denkbar, daß statt einer sich beschleunigenden Inflation ein ganz anderer Faktor zinstreibend wird, nämlich das im Hinblick auf die Trump'sche Politik sich unweigerlich vergrößernde Haushaltsdefizit der USA. Ob dann die FED dem Beispiel der EZB folgt und einfach immer mehr Anleihen kauft, bleibt abzuwarten.

Aus heutiger Sicht sind wir jedenfalls der Meinung, dass ab einer Effektivverzinsung von 3 % man wieder mit Anleihekäufen beginnen kann. Und wenn die Zinsen in den USA diese Höher erreichen, aber die Zinsen in Europa weiterhin nahe der Null – Linie bleiben, kann man durchaus wieder verstärkt Dollar – Anleihen kaufen. Eine derartige Zinsdifferenz bliebe nicht ohne Auswirkungen auf den Wechselkurs.



## 7) Aktien zum Überlegen

Aus rechtlichen Gründen sehen wir stets davon ab, irgendeine Aktie zum Kauf zu empfehlen. Aber wir bleiben bei unseren traditionellen Hinweisen auf Aktien, die wir für eine Analyse auf die Brauchbarkeit für das je eigene Portfolio empfehlen. Diesmal verweisen wir auf Aktien aus zwei völlig unterschiedlichen Bereichen. Im High Tech – Bereich zeichnet sich bei **Microsoft** eine bemerkenswerte Entwicklung ab. Das Unternehmen hat eine (relative) Schwächephase hinter sich, gehört aber nunmehr wieder zu den führenden Unternehmen im Bereich der künstlichen Intelligenz und der Cloud – Technologie. Und der CEO Nardella hat vor kurzem erklärt, mit Office 365 dürften sich Wachstumschancen eröffnen, wie sie das Unternehmen selbst in seinen Glanzzeiten noch nicht gesehen habe. Dabei handle es sich unter anderem um eine Software, die selbst enorm komplexe Apps durch direkten Zugriff auf die Cloud besonders effizient unterstütze.

Einer ganz anderen Branche gehört die deutsche **Aurubis** an, auf den ersten Blick nicht viel mehr als ein Kupfer – Recycling -Unternehmen. Die Aktie hatte unlängst eine Schwächephase, weil das Unternehmen sich von einem relativ großen Teil seines Geschäftes getrennt hatte, der Erzeugung von Kupferblech mit Hilfe der Walztechnologie. Übersehen wurde dabei die gleichzeitige Ausweitung der Aktivitäten im Bereich des Kupfer – Walzdrahtes. Vor allem aber wird unserer Meinung nach die Bedeutung der Metalle unterschätzt, die das Unternehmen im Zuge des Recycling – Prozesses zusätzlich gewinnt. Das waren allein im letzten Quartal nach Angaben des Unternehmens (unter anderem) über 200 Tonnen Silber, 2 Tonnen Metalle der Platingruppe, und 300 Tonnen (teils seltene) Nebenmetalle wie u.a. Selen, Tellur und Wismut. Außerdem habe das Unternehmen in diesem Quartal mehr als 10 Tonnen Gold wiedergewonnen, aber das halten wir bei allem Respekt für einen Druckfehler. Vielleicht macht es außerdem auch Sinn, abzuwarten, was der Stahlkonzern Salzgitter mit seinen 16 % der Aktien macht, die stehen für Salzgitter angeblich zur Disposition.

Wien, Anfang März 2018

Privatconsult Vermögensverwaltung Ges.m.b.H.

Telefon: +43 (0) 1 535 61 03 39

E-Mail: [office@privatconsult.com](mailto:office@privatconsult.com)

**Impressum:** Medieninhaber ist die Privatconsult Vermögensverwaltung GesmbH, Wien. Gegenstand des Unternehmens ist die gemäß WAG konzessionierte Vermögensverwaltung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es bestehen keinerlei Treuhandschaften.

**Disclaimer:** Diese Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von der Privatconsult mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen der Privatconsult zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder

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