



OPIRO
Investment Letter
Dezember 2024

Ist Europa noch investierbar?

Alle Wirtschaftsexperten sind sich einig: Deutschland ist wieder der «kranke Mann Europas» und Europa selbst droht abgehängt zu werden. Wird Europa nach der Wiederwahl Trumps jetzt zwischen den andern Großmächten zermürbt? Oder bieten sich auch Chancen, die es nutzen kann und wird? Und was bedeutet dies für uns Anleger?

VON MAGNUS PIROVINO

Den Vereinigten Staaten

*Amerika, du hast es besser
Als unser Kontinent, das alte,
Hast keine verfallene Schlösser
Und keine Basalte.*

*Dich stört nicht im Innern,
Zu lebendiger Zeit,
Unnützes Erinnern
Und vergeblicher Streit.*

*Benutzt die Gegenwart mit Glück!
Und wenn nun Eure Kinder dichten,
Bewahre sie ein gut Geschick
Vor Ritter-, Räuber- und Gespenstergeschichten.*

Johann Wolfgang Goethe, 1827

Gewissheit heute

Unsicherheit ist der Normalfall der Börse. Soll ich kaufen, verkaufen? Steigen die Kurse, fallen sie? Wer von uns sterblichen Alltagsmenschen weiß das schon? Aber wenn Sie denken, nur Laien sind an der Börse unsicher, sollten Sie mal bei den Profis hineinhören. Ich erinnere mich gut, wie es jeweils bei den Jahresendbesprechungen unseres Investmentteams hieß: «Nächstes Jahr wird ein außerordentlich schwieriges Börsenjahr!» Eigentlich war das immer so. Nur ganz selten, nur zweimal in meiner nun schon langen Investmentkarriere ist es anders gewesen.

Das erste Mal Ende 2004. Damals hatte der US Dollar nach dem Platzen der Dotcomblase eine zweijährige Schwächephase hinter sich

und alle Experten waren sich einig: Auch im nächsten Jahr geht dies weiter. Wie üblich fragten wir am Ende der Sitzung in die Runde: «Was wäre die größte Überraschung 2005?» Darüber lachend und konspirativ wissend, dass es natürlich nicht so kommen würde, sagte jemand: «Ein starker USD!» Was denken Sie, welche Währung war 2005 dann wirklich stark? Sie ahnen es, natürlich der US Dollar.

Das zweite Mal Ende 2011. Damals war die Eurokrise im vollem Gange. Die Fakten über die strukturellen Probleme der Eurozone gegenüber den USA waren erdrückend, in Fachkreisen gab es keine Zweifel: Europa muss untergewichtet werden! Mit welchen Aktien konnte man in den darauffolgenden zwei Jahren die US-Börse schlagen? Natürlich mit europäischen.

Gewissheit gibt es an der Börse nicht. In den seltenen Fällen, bei denen eine Entwicklung als gewiss gilt, kann fast immer davon ausgegangen werden, dass das Gegenteil eintritt.

Dieses Jahr ist es wieder soweit.

Unter Wirtschaftsexperten herrscht die einhellige Meinung, Deutschland ist der «kranke Mann Europas» [1], [2] und Europa selbst ist gegenüber der Technologieführerin USA uneinholbar ins Hintertreffen geraten. Mit seinem kürzlich erschienenen Report über die Zukunft von Europas Konkurrenzfähigkeit [3] listet Mario Draghi zwar detailliert auf, was Europa tun muss um den Anschluss an die USA nicht noch weiter zu verlieren. Aber jede und jeder weiß, dass das hoffnungslos zerstrittene Europa dazu gar nicht in der Lage ist.

Deutschland verharrt in der Rezession, seine Automobileindustrie ist am Kollabieren, politisch die Ampelkoalition zerbrochen – Neuwahlen stehen an. In Frankreich besteht ein Patt in der Politik, handlungsfähig ist sie nur im Anhäufen von weiteren Schulden. Großbritannien kämpft seit Jahren mit den ungewollten Anpassungskosten des Brexit. Und mit der Wahl von Donald Trump zum 47ten Präsident der

Vereinigten Staaten ist ganz Europa sowieso am verlorenen Posten, was die Verteidigung seiner Ostgrenze gegen Russland und die Unabhängigkeit von amerikanischer Technologie anbelangt.

Die Marktkapitalisierung von US Aktien im Welt-Index ist zwar mit über 70% schon sehr hoch. Aber es gibt weit und breit keine Finanzmarktexpertin, die ein fundamentales Argument (ja, billig sind europäische Aktien, aber natürlich mit gutem Grund) oder auch ein technisches für eine Umkehr dieses Trends finden würde. Kurz: Europa kann weder politisch, wirtschaftlich, noch an der Börse gegen die USA bestehen.

These 1

2024 hat einen selten eindeutigen Konsensus darüber hervorgebracht, dass Europa weder wirtschaftlich noch politisch mit den USA konkurrieren kann.

Bei allzu «erdrückender» Evidenzlast prüfen kluge Anleger ernsthaft Gegenposition zu beziehen.

Grundsätzliche Überlegungen zum Umgang mit der Aktualität am Finanzmarkt

Stellen Sie sich vor, Sie fahren durch eine enge kurvice Gasse. Plötzlich kommt Ihnen ein Lastwagen entgegen. Was tun Sie? Erschrocken weiter auf den Lastwagen schauen? Oder doch lieber auf die Lücke, die er freilässt, damit Sie mit Ihrem Auto an diesem vorbeikommen? Natürlich, Sie schauen besser auf die Lücke, so meistern Sie die Situation erfolgreich.

Genauso geht erfolgreiches Investieren. Als Pilotin Ihres Ihnen anvertrauten Vermögens sind Sie jedes Jahr mit neuen Investmentherausforderungen konfrontiert. Diese meistern Sie am besten ähnlich wie die Autofahrt vorhin.

1. Die Herausforderung im Hier und Jetzt verorten.
 - Überlegen, was geschehen muss, damit die Situation erfolgreich gemeistert werden kann.
2. Analysieren, welche Lücke klafft. Was wird von den Medien und den Profis übersehen? Ein Schlaglicht genau darauf werfen.
 - Entsprechend investieren.

Das hört sich nun sehr einfach an, tatsächlich ist es jedes Mal immer wieder eine ganz neue Challenge. Im Gegensatz zum Autofahren müssen wir beim Investieren mit einem sehr eingeschränkten Wahrnehmungsapparat und sehr unzuverlässigen Analysetechniken operieren. Wir wissen zum Beispiel nie genau, wie viele Investoren mit den gleichen Mitteln wie wir zu ihren Entscheidungen kommen, sprich: wie viele Autofahrer neben uns auch noch gleichzeitig am Lastwagen vorbeikommen müssen.

Wie gehen wir mit diesen Einschränkungen und Unzulänglichkeiten um?

Als langfristige Investorin konzentrieren Sie sich am besten nur auf die längerfristigen Entwicklungen. Hier haben Sie auch mit weniger präzisen Analysetechniken gute Chancen, Lücken zu entdecken, die der Mainstream übersehen hat, da die meisten Me-

dien und Investmentprofis eher kurzfristig orientiert sind. Viele Consultants und Investmentberater gehen sogar so weit zu sagen: Eine langfristige strategische Asset Allokation muss einmal auf die Kundin zugeschnitten werden und sollte dann durch alle Höhenflüge und Krisen der Finanzmärkte durchgehalten werden. Grundsätzlich stimme ich hier zu. Aber dies als «ewige Wahrheit» zu postulieren halte ich trotzdem für sehr gefährlich. Beim Investieren gibt es keine «ewigen Wahrheiten». Immer muss man sich auch Folgendes vor Augen halten: Jede Investmententscheidung kann nur im Hier und Jetzt getroffen werden. Chancen und Risiken sind nur relevant, wenn sie Chancen und Risiken von heute sind. Verantwortung dafür kann die Investorin letztlich nicht auf eine SAA (strategische Asset-Allokation) abwälzen. Diese muss trotz und gerade wegen der Langfristigkeit immer auch von heute aus gesehen Sinn machen. Auch längerfristige strategische Entscheidungen müssen sich also an der Realität bewähren. Ist eine SAA mit mittlerem Risiko (vergleichbar etwa mit 50% Aktien und 50% Obligationen) nach fünf Jahren nicht aufgegangen, sollte sie als gescheitert betrachtet werden. Eine Strategie mit hohem Risiko und Aktienanteil sollte nach zehn bis fünfzehn Jahren erfolgreich sein etc.

Hier ein paar Beispiele strategischer Asset-Allokations-Entscheidungen aus der Vergangenheit, die auch eine langfristig denkende Investorin (mit einer mittleren Risikobereitschaft) revidieren musste:

- eine überhohe Aktienquote in den 1970er Jahren und in den 2000er Jahren. (Die Aktien performten mehr als zehn Jahre schlecht gegenüber risikoärmeren Assetklassen.)
- ein hohes Gewicht an Emerging Market Aktien in den 2010er Jahren.
- ein hohes Gewicht in Technologie-Aktien (z.B. Nasdaq) in den 2000er Jahren. (Starke Unterperformance gegenüber herkömmlichen Aktien und anderen Anlageklassen von 2000 bis 2015.)
- Hedgefonds von 2013 bis 2017.

Aktuelle Beispiele:

- eine starke Gewichtung von kleinkapitalisierten Aktien (Smallcaps) gegenüber großkapitalisierten Aktien (Largecaps) an der Börse.
- eine starke Übergewichtung von Substanz-Aktien (Value) gegenüber Technologie-Aktien.

Die beiden letztgenannten Strategien sind auf Sicht von fünf Jahren in der unmittelbaren Vergangenheit nicht aufgegangen. Wohl oder übel müssen wir sie spätestens jetzt als gescheitert betrachten. Aber müssen wir deswegen auf Investitionen in attraktive Value-Opportunitäten verzichten, an die wir mit gutem Grund vielleicht immer noch glauben? Nein, das ist nicht notgedrungen so. Eine gute Value-Strategie kann durchaus länger als fünf Jahre benötigen um erfolgreich sein. Wenn Sie einer Asset-Managerin Geld gegeben haben, die eine sehr gute Titelselektion in ihrer jeweiligen Assetklasse (z.B. bei Smallcap-Aktien oder bei Private Equity) betreibt, kann es durchaus sinnvoll sein dabei zu bleiben. Es braucht oft einfach nur mehr Zeit.

So kann es aber zur Situation kommen, wie wir sie heute sehen: Eine SAA, die Technologie-Aktien untergewichtet, ist gescheitert, aber die Value-Managerin, die wir mandatiert haben, gute langfristige Substanz-Aktien für uns auszusuchen, vielleicht nicht. Es entsteht ein Dilemma zwischen einer Unterallokation in Technologie-Aktien, wo wir unter Umständen gar niemanden mit guten Titelselekti-

onsfähigkeiten finden, und einer Überallokation in Value-Aktien, wo diese Fähigkeiten immer noch vorhanden sind. Hier kann eine sogenannte «Overlay-Strategie» Sinn machen. Die SAA wird revidiert, man hebt die Untergewichtung von Technologie-Aktien auf. Die gute Value-Managerin behält ihr Mandat, wir neutralisieren aber den aus Assetklasse-Sicht unerwünschten Value-Bias durch eine Long-Position in einen Tech-nahen Indexfuture (z.B. Nasdaq) und eine entsprechende Short-Position in einen Value-nahen Indexfuture.

These 2

«Ewige Wahrheiten» gibt es beim Investieren nicht. Auch längerfristige strategische Entscheidungen müssen sich an der Realität bewähren. **Erfolgreiches Anlegen basiert auf dem Erkennen von Investitions-Lücken der Gegenwart.**

Werden bei dieser Einschätzung Fehler gemacht, sollten diese korrigiert werden.

- Bei mittlerem Risiko sollte sich eine strategische Asset Allokation auf Sicht von drei bis fünf Jahren bewähren.
- Innerhalb gewisser Assetklassen (Aktien, Private Equity etc.) gehen erfolgreiche Strategien oft erst viel später auf.
- Dieser Zeithorizontkonflikt kann durch geeignete Overlay-Strategien aufgelöst werden.

Mit diesen grundsätzlichen Überlegungen zum Finanzmarkt bekommen wir eine Handhabe, wie wir ein langfristig ausgerichtetes Portfolio immer wieder neu ins Hier und Jetzt der Börsenrealität bringen können.

Aber wie kommen wir zu einer verlässlichen Einschätzung des Hier und Jetzt und der vom Mainstream übersehenen Lücken, in die es zu investieren gilt? Einer Einschätzung nicht nur des Technologietrends, ganz allgemein auch des globalen politischen und ökonomischen Umfelds, und speziell auch der Chancen Europas, seiner Wirtschaft und seiner Investitionsmöglichkeiten?

Das globale Umfeld

Schauen wir zuerst auf die politische Ordnung. Der Westen ist geprägt von der Idee der liberalen Demokratie, die jetzt einen Transformationsprozess durchmacht. Auf der einen Seite die Freiheit des Individuums, die Selbstbestimmung jeder einzelnen Person, die Menschenrechte – auch vieler Randgruppen, und besonders auch von Flüchtlingen und Migranten. Auf der anderen Seite die Sicherheit der Bürger in ihren jeweiligen Gesellschaften – hier und in den Kriegsgebieten –, ihrer Lebensart und ihres Wohlstandes. Autokratische Systeme, wie China und Russland, versuchen Sicherheit für ihre Bürger autoritär durch Repression und Stärkung ihrer eigenen Machtapparate zu erlangen. Dies geht selbstredend natürlich auf Kosten der Freiheit des Individuums. Aber nicht nur dort, auch bei uns im Westen gibt es einen seit Jahren anhaltenden Trend hin zu mehr Sicherheit, die viele Bürger mehr und mehr in Gefahr sehen. Der klare Rechtsrutsch in fast allen westlichen Demokratien, die dieses Jahr Wahlen abgehalten haben, ist ein beredtes Zeugnis davon. Die damit verbundenen illiberalen Tendenzen gibt es nicht nur im Ungarn Viktor Orbans. Nein, es gibt

sie auch im Rest der EU und ganz besonders auch in Amerika. Im Amerika Donald Trumps, des «starken Manns», hinter den sich die meisten Wähler jetzt dort scharen.

Bedeutet das nun das Ende der liberalen Demokratie?

Ich denke nicht. Es gibt zwar durchaus reale Gefahren, denen sie jetzt ausgesetzt ist. Zum Beispiel ist die Angst vieler nicht ganz unbegründet, dass Donald Trump die amerikanischen Institutionen schleifen könnte und zum Autokraten wird. Gerade die amerikanischen demokratischen Institutionen haben sich aber – wie viele andere Demokratien auch – in der Vergangenheit als sehr resilient erwiesen. Sie mussten sich in den großen Krisen des 19ten und 20sten Jahrhunderts bewähren und sind am Ende aber wieder gestärkt daraus hervorgegangen. Die liberale Demokratie passt sich jetzt den neuen Sicherheitsbedürfnissen ihrer Bürger an. Jedes Land tut dies auf seine Weise. Deutschland macht das anders als Frankreich, Frankreich wieder anders als Italien und Italien wieder anders als England. In jedem Land kennen die Bürger ihre politischen «Pappeneimer» und wissen sehr wohl, wie sie sich als Wähler verhalten müssen, um die Politik zu in ihren Augen besseren Lösungen zu bewegen. Dieser Umstand wird vom Mainstream gerne übersehen. Und dies gilt gerade auch für Amerika. Da die US-Verfassung dort eigentlich nur ein Zweiparteiensystem zulässt, verläuft der Anpassungsprozess natürlich anders als bei uns. Wenn zwei etablierte Parteien in den Augen ihrer Bürger keine überzeugenden Lösungen mehr finden, eine dritte aber keine Chancen hat aufzukommen, muss eben eine der beiden zur «Antiestablishment»-Partei mutieren, damit neue Ansätze versucht werden. Das ist überhaupt noch kein Scheitern der liberalen Demokratie, sondern vorerst nur mal Ausdruck ihrer Lebendigkeit.

Und hier hat Europa durchaus auch einen gewissen (Ordnungs-) Vorteil gegenüber den USA. Europa ist nicht wie Amerika in einem starren Korsett seiner Verfassung gefangen, das nur zwei Parteien mit einem mächtigen Präsidenten zulässt. Nein, seine Strukturen und Institutionen sind (z.B. auf EU-Ebene) viel stärker im Wandel begriffen und in vieler Hinsicht erst am Entstehen. Erst durch große Herausforderungen und Bedrohungslagen, wie die Schuldenkrise in den 2010er Jahren oder den Ukraine-Krieg jetzt, werden die EU-Mitgliedsländer gezwungen, Einigkeit zu schaffen und gemeinsam Lösungen zu finden. So entstehen spontane Ordnungsstrukturen, die nur in der Bewährung an der harten Realität Bestand haben können. Amerikas Strukturen hingegen sind nicht spontan entstanden, vom Wesen her Kopfgeburten, von oben herab, auf dem Reißbrett der Gründerväter entworfen. Hier ist Europa – entgegen der Mainstream-Meinung – klar im Vorteil. Es agiert zwar langsamer, aber eben auch inklusiver, da es Rücksicht auf viele kleinere Gruppen und Länder nehmen muss. Gut möglich, dass Europa am Ende bessere Chancen hat, die ganze Breite der Bevölkerung hinter sich zu scharen. Sei es in der Umsetzung des technologischen Wandels, sei es in der Sicherheitspolitik, und sei es in der Art, wie Migration und Zuwanderung gemanagt wird, damit sie für die jeweiligen Volkswirtschaften produktiv wird und friedlich bleibt.

In diesem Umfeld der erhöhten Sicherheitsbedürfnisse sucht der Westen also ein neues Gleichgewicht zwischen Sicherheit und Frei-

heit. Amerika muss sich innerhalb einer starren Verfassung erneuern, in Europa sind die Institutionen dazu erst noch im Werden. Amerika hat den Vorteil schneller zu sein, Europa hingegen potenziell mehr Menschen mitzunehmen. Bei beiden sind die Chancen auf Erfolg trotz oder gerade wegen der autokratischen Herausforderung im Osten immer noch intakt.

Global gesehen wird die liberale Demokratie also für große Bevölkerungsgruppen weiterhin attraktiv bleiben und hat gute Chancen sich gegenüber anderen Systemen zu beweisen.

Was bedeutet das nun ökonomisch?

Nehmen wir dazu den bereits erwähnten Draghi-Report etwas genauer unter die Lupe. [3]

Mario Draghi sieht drei Bereiche, in denen Handlungen notwendig sind.

1. Europa sollte seine «Innovations-Lücke» zu den USA und China schließen.
2. Es braucht einen gemeinsamen Plan zur Dekarbonisierung und zur Wettbewerbsfähigkeit.
3. Es braucht stärkere Investitionen in seine Sicherheit und in die Reduktion der Abhängigkeit vom Rest der Welt.

In der Folge geht Draghi in die Details und listet viele Einzelmaßnahmen auf, insbesondere auch eine Vergemeinschaftung der Fiskalpolitik mit gemeinsamer Schuldenaufnahme: vom Prinzip her meistens Vorschläge nach dem Vorbild der Vereinigten Staaten. Hier erinnere ich an die Rolle Deutschlands während der europäischen Schuldenkrise der 2010er Jahre. Frankreich und alle südlichen Länder Europas sollten sich ein Vorbild am spar- und arbeitsamen Deutschland nehmen (quasi nach dem Motto: «Am deutschen Wesen mag die Welt genesen»). Zum Glück haben diese Länder andere Wege eingeschlagen – Deutschland ist in der Folge zum «kranken Mann Europas» geworden.

Und jetzt soll Europa allen Ernstes – geht es nach Mario Draghi – zur (billigen) Kopie Amerikas werden?

Ein wichtiges Prinzip der Evolutionsökologie besagt: Leben zwei verschiedene Arten von derselben Nahrungsquelle und beuten beide diese mit der gleichen Strategie aus, dann wird nur eine überleben, die andere aber bis zum Aussterben verdrängt. [4] Europa wird ökonomisch und politisch nicht mit der gleichen Strategie wie die USA und China erfolgreich sein können. Es hat keine Big-Tech-Monster, keine «Magnificent Seven». In Amerika gilt: «The winner takes it all». Woher sollen die europäischen Kleinunternehmen mit Familientradition den dazu notwendigen Killerinstinkt auch hernehmen? Braucht Europa diesen überhaupt? Sogar Mario Draghi sieht Stärken in Europa. Zum Beispiel übertreffe die EU schon jetzt „die USA in Mid-Tech-Sektoren wie dem verarbeitenden Gewerbe von Transportgeräten, der Landwirtschaft sowie im Groß- und Einzelhandel.» [3] An diese Stärken gilt es anzuknüpfen. Schließlich brauchen die neuen Technologien – in der IT, bei der KI, in der elektrischen Automation, in der Biotechnologie etc. – nicht nur die großen Basis-

Innovatoren, wie Google, Tesla und Co. Es braucht auch die vielen kleinen agilen Spezialfirmen, die es schaffen, neue Technologien in die Breite der ganzen Ökonomie zu tragen. Hier hat Europa mit seiner einzigartigen Unternehmensstruktur sehr gute Karten die nächste Phase des Technologiewandels prägend mitzugestalten.

Damit das erfolgreich geschehen kann, muss die EU in vielen Bereichen (vor allem auch bei Bürokratie und der Regulierung seiner Unternehmen) effizienter werden. Draghi weist in seinem Report explizit darauf hin und die EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hat diesen Ball jetzt aufgenommen. Mal schauen wie weit sie hier kommen wird. Aber wer denkt, die USA (oder auch China) schneiden hier in jedem Fall besser ab, die oder der könnte in den nächsten Jahren noch böse Überraschungen erleben. Klar, die Wettbewerbsfähigkeit der USA gegenüber Europa und dem Rest der Welt ist unbestritten. Aber die Erwartungen sind jetzt so hoch, dass sie unter der neuen Administration Trump eigentlich nur noch enttäuscht werden können. Er wird sehr wohl gewisse Ineffizienzen innerhalb des Staatsapparates abbauen können, aber gleichzeitig schleichen sich über die Interessen seiner Berater auch neue Ineffizienzen und Korruption ein. Im Hinblick auf die Außenpolitik schreibt der amerikanische Politikwissenschaftler Daniel Drezner dazu: «Kombiniert man dies[e] Interessenlage der neuen Berater] mit der erwarteten Rolle, die Milliardäre wie Elon Musk bei Trump 2.0 spielen werden, kann man mit einer dramatischen Zunahme der Korruption in der US-Außenpolitik rechnen.» [5]

These 3

Die langfristigen Chancen Europas, im globalen Wettbewerb der Systeme zu bestehen, stehen besser als landläufig angenommen.

Europa hat Stärken:

- als Wiege und Brutstätte für Innovation in der Erneuerung der liberalen Demokratie.
- als attraktives System für den nachhaltigen Wohlstand vieler.
- als fruchtbares Umfeld für spezialisierte Unternehmen, die den Technologiewandel in die Breite der Wirtschaft tragen können.

Der Mainstream sieht dies – wie bereits erwähnt – völlig anders. Es besteht ein breiter Konsens darüber, dass Europa jetzt noch weiter zurückfällt. So es sich auf seine Stärken beruft, kann Europa – wie wir gesehen haben – aber durchaus international bestehen und dabei wichtige Lücken füllen.

Konsequenzen für Wirtschaft und Finanzmärkte

Wie jedes Jahr sind auch 2024/2025 die «Schiffe» der Wirtschaft und der Finanzmärkte verschiedenen «Winden» ausgesetzt. Diese gilt es klug auszunutzen.

Gegenwind

Natürlich sind die Ängste des Mainstream nicht unbegründet. Deutschland hat sich in den letzten Jahrzehnten tatsächlich in eine Ecke hineinmanövriert – mit seiner Energie intensiven Industrie, seiner einseitigen Abhängigkeit von billigem russischem Gas und

seiner sehr stark exportorientierten, auf fossilen Brennstoffen basierten Automobilindustrie, die jetzt ganz schwere Zeiten durchmacht. Auch Europas Durchschnittsbürgern setzt das Umfeld zu. Sie leiden am meisten unter der Inflation, die der Wunsch nach rascher Umstellung auf nachhaltige Energieträger mit sich brachte. Vor diesem Hintergrund ist der Rechtsrutsch in diesem Jahr auch gut verständlich. Ihm folgt eine Verlangsamung dieses Umstellungsprozesses, ein kurzer Marschhalt, der jetzt wieder mehr auf die noch vorhandenen Ressourcen der «Old Economy» zurückgreift. Gerade auch deshalb will Donald Trump Investitionen in fossile Energieträger wieder fördern. Dieser Marschhalt ist vielleicht gar nicht mal so schädlich, wie viele meinen. Im Gegenteil, eine allzu rasche Umstellung wäre mit den vorhandenen Fachkräften ohnehin nicht möglich gewesen. Mit dieser Verschnaufpause wird es leichter die Breite der Bevölkerung ins neue Technologiezeitalter mitzunehmen. Auch China muss jetzt einen Gang zurückschalten, um seine fehlgeleiteten Immobilien-Projekte verdauen zu können. Dies alles führt zyklisch zu einer leichten Abkühlung, die durchaus ihre positiven Seiten hat.

Rückenwind

Durch diese Abkühlung hat sich die Inflation gemäßigt und die Zinssituation entspannt. Auch wenn viele Experten (gerade in Europa) zunehmend daran zweifeln, die Wirtschaft wird immer noch von starken Rückenwinden vorangetrieben. Die technologische Beschleunigung und der dazu gehörende globale Wettbewerb sind so treibend wie seit dem Kalten Krieg nicht mehr. Global stehen massive Investitionen in die Sicherheit an, in die physische Verteidigungsfähigkeit und die Cyberabwehr. Auch wenn Nachhaltigkeitsinvestitionen jetzt einen Dämpfer erleiden, hier wird weiter stark investiert. Die strukturelle Nachfrage bleibt trotz der aktuellen Wachstumsschwäche in Europa über Jahre hinweg anhaltend hoch. Europa wird dies anders spielen als die USA. Amerika kann vielleicht in der «Spitze» punkten, Europa jedoch in der «Breite». Hier wie da werden Produktivitätssteigerungen nötig sein, um die Nachfrage zu befriedigen. Dies ist die Lücke, in die es zu investieren gilt.

These 4

Mit dem Rechtsrutsch in den westlichen Demokratien hat sich auch die Wirtschaft wieder mehr der «Old Economy» angenähert, was etwas Entspannung bei der Inflation und den Zinsen gebracht hat.

Trotzdem wird die Nachfrage strukturell auf viele Jahre hinweg hoch bleiben. Eine Nachfrage, welcher nur unterstützt durch weitere Produktivitätssteigerungen begegnet werden kann.

Europa hat hier langfristig, aber durchaus auch mittelfristig sehr gute Chancen (gegenüber den USA) zu bestehen.

Investieren im Hier und Jetzt

Die Entspannung bei den Zinsen hat den Obligationen gut getan. Eine weitere Entspannung ist dort jedoch kaum mehr zu erwarten. Den weltweiten Immobilienanlagen hingegen könnten die tieferen Zinsen noch über mehrere Jahre neuen Schub verleihen. Die Frage nach dem «Wie weiter mit dem Technologieboom?» stellt

sich natürlich auch dieses Jahr wieder. Der technologische Wandel ist so fundamental und durchgreifend, dass ich von einer strategischen Untergewichtung immer noch abrate. Damit dieser Wandel erfolgreich bewältigt werden kann, muss er in die Breite der Wirtschaft gebracht werden. Breitgestreute Private Equity Anlagen mit innovativem Edge bieten hier attraktive Alternativen zu den ganz großen Hightech-Firmen der USA. Gerade Europa beheimatet viele solcher Unternehmen. Da ich keine tiefere Rezession mehr sehe – sogar in Deutschland sollte der Talboden bald durchschritten sein –, bieten auch risikoärmere Private Debt und Real Estate Anlagen sehr attraktive Einstiegspunkte zur Umsetzung in einer langfristigen Anlagestrategie. Die Realzinsen sind jetzt auf einem sehr hohen Niveau angelangt. Dies macht inflationsgeschützte Staatsanleihen besonders interessant, denn die hoch verschuldeten Staaten des Westens haben überhaupt kein Interesse daran ihre steigende Schuldenlast mit noch höheren Realzinsen zu bedienen («Financial Repression»). Natürlich sind den Notenbanken irgendwann einmal die Hände gebunden, wenn die Staaten ihre Schuldenlast immer weiter erhöhen – danach sieht es vorerst aus. Aber solange das strukturelle Wachstum weiter so robust bleibt – und danach sieht es eben auch aus – führt diese Schuldenlast per se noch zu keinen nennenswerten Ineffizienzen. Es kann – ganz ähnlich wie in der Nachkriegszeit des Zweiten Weltkriegs – noch sehr, sehr lange dauern, bis dies zu einem wirklich ernstzunehmenden Problem wird.

These 5

Die Zwanzigerjahre haben das Potenzial zum Jahrzehnt des neuen globalen Wirtschaftswunders zu werden.

Die Risiken für eine längere, schwierige Investitionsphase haben sich weiter reduziert.

Investieren ist also jetzt wieder einfacher geworden. Aber was heißt dies nun für Europa und seine Investitionschancen? Die Experten sind einig, Europa muss gegenüber den USA weiter untergewichtet werden. Ich glaube, Europa wird sich seiner wichtigen Rolle immer bewusster, die es in der Welt zu spielen hat. Europa braucht vielleicht etwas länger als andere großen Machtblöcke um sich anzupassen. Das Negative dieses Umstands ist jedoch längst vollständig in den Aktienkursen eingepreist. Untergewichten sollte man Europa deswegen jetzt nicht mehr. Im Gegenteil, gerade das in die Ecke gedrängte Europa hat beste Chancen uns in naher Zukunft positiv zu überraschen.

Danksagung, Literatur- und Quellenverzeichnis

Herzlichen Dank an Matthias Feiler, Stephan Kind, Walter Pfaff, Hanno Huber, Bernard Conrad, Johannes Oehri und Ikram Boulfernane, die mich mit Fakten und spannenden Diskussionen zu den Themen dieses Investment Letters unterstützt haben. Für die Fehler, die sich möglicherweise in meine Ausführungen eingeschlichen haben, bin ich allerdings ganz alleine verantwortlich.

- ^[1] Wolf, Martin: Is Germany the 'sick man' of Europa once again? Financial Times article (July 16, 2024).
www.ft.com/content/2135f8c7-dd60-463c-9bd5-5a907d5f8f1e
- ^[2] Vogel, Hannes: Deutschland ist wieder «der kranke Mann» Europas. n-tv online (20.7.2024).
www.n-tv.de/wirtschaft/Deutschland-ist-wieder-der-kranken-Mann-Europas-article25099042.html
- ^[3] Draghi, Mario: The future of European competitiveness. Report published on the official website of the European Union (September 9, 2024).
commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en
Die verwendeten Textbeiträge wurden durch den Verfasser in Deutsche übersetzt.
- ^[4] Hardin, G.: The Competitive Exclusion Principle, Science, New Series, Vol. 131, No. 3409, April 1960.
www.science.org/doi/10.1126/science.131.3409.1292
- ^[5] Drezner, Daniel, W.: The End of American Exceptionalism. Trump's Reelection Will Redefine U.S. Power. Foreign Affairs (12.11.2014)
www.foreignaffairs.com/united-states/end-american-exceptionalism
Der Textbeitrag wurde durch den Verfasser in Deutsche übersetzt.

WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusage oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Außerdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schließen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

IMPRESSUM

AUSGABE: Dezember 2024
HERAUSGEBER: OPIRO Consulting AG, Landstraße 40, FL-9495 Triesen
REDAKTION: Lea Pirovino, Magnun Pirovino
GESTALTUNG: agentur mehrwert, Bahnhofplatz 7, CH-5400 Baden
FOTO: Lea Pirovino, Chachani-Massiv, Peru
© 2024 OPIRO Consulting AG, Triesen (FL)
www.opiro.li