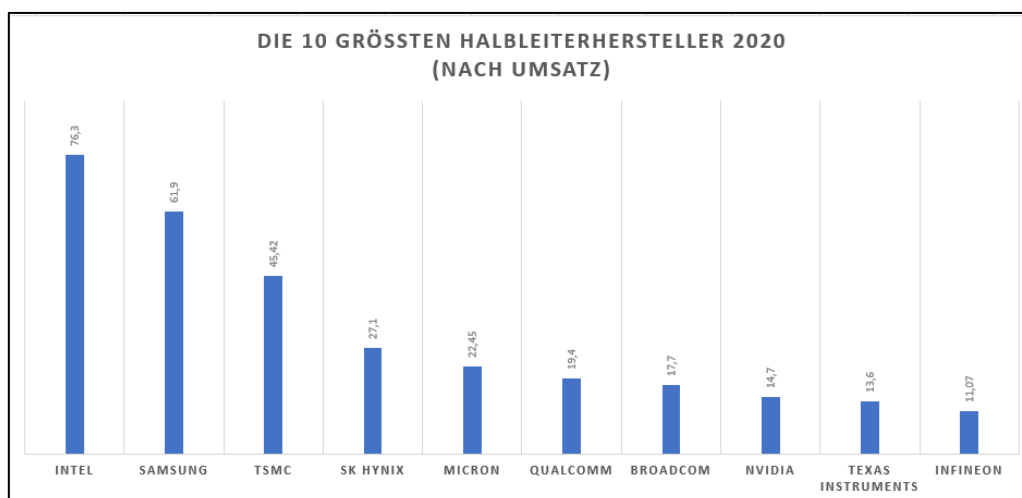


STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN JULI 2021

Die Veränderung der Erwartungen

Bis Mitte Juni ging es an den Börsen stetig bergauf. Dann kam es zu einer Woche mit einem kräftigen Rückschlag, aber bald erholten sich die Kurse wieder.

Die Federal Reserve hat für die USA Mitte Juni die Konjunkturerwartungen weiter angehoben, allerdings auch die Inflationserwartungen. Dieser Effekt ist aber diesmal nicht eine direkte Folge der Konjunkturbelebung, sondern hängt vor allem mit der Störung der Lieferketten zusammen. Im Zuge des dramatischen, Corona bedingten Einbruchs wirtschaftlicher Aktivitäten sind viele Produktionen zurückgefahren worden, von der Chipproduktion bis hin zur Förderung diverser Rohstoffe. Zunächst ging die Nachfrage während Corona drastisch zurück, und die Produktion passte sich an. Nunmehr ist die Nachfrage schneller gewachsen als die Produktion mithalten konnte. Die derzeitige Knappheit bei elektronischen Bausteinen wie eben vor allem bei Chips macht sich leider nicht zuletzt in Europa bemerkbar. Die wirklich großen Chipproduzenten dieser Welt sind alle anderswo beheimatet, und sind bei aller Internationalität zunächst einmal den Kunden im je eigenen Land verpflichtet.



Quelle: <https://www.technik-einkauf.de> am 21.06.2021

Aber das Tempo der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung legte eine ernste Schwachstelle der derzeit gegebenen internationalen Verflechtung offen: Die vorhandenen Transportkapazitäten bilden einen kritischen Engpass. Manche Schiffe der Hapag -Lloyd – Reederei sind derzeit 15-fach überbucht. Auch die Umschlagmöglichkeiten der Seehäfen sind nicht auf eine derartige schnelle neuerliche Ausweitung des zu verschiffenden Volumens eingestellt. Ein Unfall wie die zeitweilige Blockade des Suezkanals hat den Schaden noch weiter vergrößert. Und die Probleme sind noch lange nicht zu Ende. In der chinesischen Provinz Guangdong liegen zwei der Weltgrößten Containerhäfen, fast ein Viertel der chinesischen Exporte geht über diese Häfen, und neuerliche Restriktionen wegen eines neuerlichen Corona Ausbruches haben gerade wieder einmal die Beladungszeiten massiv verlängert. Diese Störungen der Lieferketten haben die Produktionskosten angehoben, und die werden so weit als möglich an die Konsumenten weitergegeben

Eine der ersten Konsequenzen der gegenwärtigen Probleme wird wohl sein, dass das bisherige „Just in Time“ -Konzept in der Produktion – man spart sich Lagerhaltungskosten, weil die Anlieferung

benötigter Teile genau auf den Produktionsablauf abgestimmt ist – überarbeitet wird. Das Risiko einer Unterbrechung der Lieferketten hat sich als zu hoch erwiesen. Europäische Produzenten, die bisher stark von chinesischen Konkurrenten bedrängt worden sind, könnten davon profitieren.

Die höheren Inflationserwartungen haben aber auch dazu geführt, dass die Mehrzahl der regionalen FED – Gouverneure nunmehr eine Anhebung der Zinsen schon im Jahr 2023 für möglich hält, und nicht erst später, wie vorher angenommen. Und das hat dem bisherigen Optimismus einen Dämpfer versetzt, dass es an den Börsen ständig so weitergehen werde wie in den letzten Monaten. Eher dominiert jetzt die Erwartung, wenn Geld wieder teurer werde, sei es mit dem bisherigen ungehemmten Anstieg der Kurse wohl zu Ende.

Eigentlich sollte eine weitere Verbesserung der Wachstumsaussichten und dazu eine Erhöhung der Inflationsrate, die nach übereinstimmender Meinung sowohl der FED als auch der EZB nach Bereinigung der Lieferengpässe ohnehin wieder zurückgehen sollte, kein Anlass für eine Neueinschätzung der Lage sein. So erwartet beispielsweise die FED, dass die von ihr besonders kritisch beobachtete Inflationsrate der persönlichen Konsumausgaben heuer zwar rund 3 % ausmachen werde, im nächsten Jahr aber wieder nur mehr rund 2 %. Die FED will auch, wie sie betont, weiterhin den Konjunkturaufschwung unterstützen. Sie könnte allerdings das Ausmaß der monatlichen Anleihekäufe zurückfahren und damit eine Normalisierung auf dem Geldmarkt.

Aber allein darauf reagieren manche Investoren ziemlich sensibel. Deshalb ergeben sich möglicherweise weitreichende Konsequenzen, und das in zwei völlig unterschiedlichen Bereichen, dem der Spekulation, und dem der europäischen Staats-finanzierung.

Die überschießende Spekulation

Bereits in unseren letzten Strategischen Perspektiven haben wir auf verschiedene Spielarten einer völlig aus dem Ruder gelaufenen Spekulation hingewiesen. Am Freitag, den 18. Juni, ist das Volumen teils extremer Spekulation besonders deutlich geworden. Das war ein Verfallstag einer ganzen Reihe von Optionen, ein richtiger Hexensabbat, wie das Zusammentreffen mehrerer Verfallstermine gerne genannt wird. An diesem Freitag sind nach Zählungen der New Yorker Börse Optionen im Gegenwert von nicht weniger als 800 Milliarden Dollar ersatzlos verfallen.

Auch andere spekulative Werte von Bitcoin bis Dogecoin oder etwa Gamestop, der Händler mit gebrauchten Videospiele, haben schwer verloren. Zum letzteren vielleicht nur einige wenige Kennziffern: Die Aktie notiert aktuell mit einem Preis von über 200, die durchschnittliche Einschätzung des fairen Wertes durch Analysten liegt bei 65, und trotzdem gibt es immer noch 5 Kaufempfehlungen. Das Unternehmen ist unverändert in der Verlustzone mit einem aktuellen Verlust von 1,70 Dollar je Aktie, Aussicht auf Besserung ist nicht in Sicht. Trotzdem ist es dem Unternehmen gelungen, über die Neuemission von Aktien gerade wieder eine Milliarde Dollar einzukassieren.

Und solche Aktien werden unter anderem von Firmen empfohlen, die wie Robin Hood – ein mit Bedacht gewählter Firmenname - sich als die Vertreter des sogenannten kleinen Mannes gegen die bösen Großkapitalisten profilieren wollen.

Derartige Spekulationen, denen dann auch noch ein moralisches Mäntelchen umgehängt wird, werden erschwert, wenn Geld nicht mehr fast kostenlos zu haben ist. Wir halten es für positiv, dass

allein schon die Möglichkeit höherer Zinsen sich bereits negativ auf solche Spekulationsblasen auswirkt. Ein Motor des bisherigen zügigen Aufschwungs, die hemmungslose Spekulation, ist ins Trudeln geraten.

Zinsen und Ihre Bedeutung für Europa

Zumindest nach bisherigen Erfahrungen finden größere Umschichtungen von Aktien in Anleihen erst dann statt, wenn die Nominalverzinsung von Anleihen 3 % erreicht, und keine Inflation herrscht, die jedem Anleger das Illusionäre einer solchen Verzinsung vor Augen führt. Das Problem ist nur, das niemand Anleihen kaufen will, wenn mit ein baldigen Zinserhöhung zu rechnen und damit ein Verlust mit Anleihen nahezu fix programmiert ist.

Dazu kommt ein weiteres Problem: Zehnjährige amerikanische Staatsanleihen haben derzeit eine Effektivverzinsung von rund 1,5 %, deutsche Staatsanleihen gleicher Laufzeit bringen immer noch eine Negativverzinsung. An der fast schon traditionellen Renditedifferenz zwischen amerikanischen und europäischen Anleiherenditen hat sich nichts geändert.

Renditedifferenzen USA - Europa



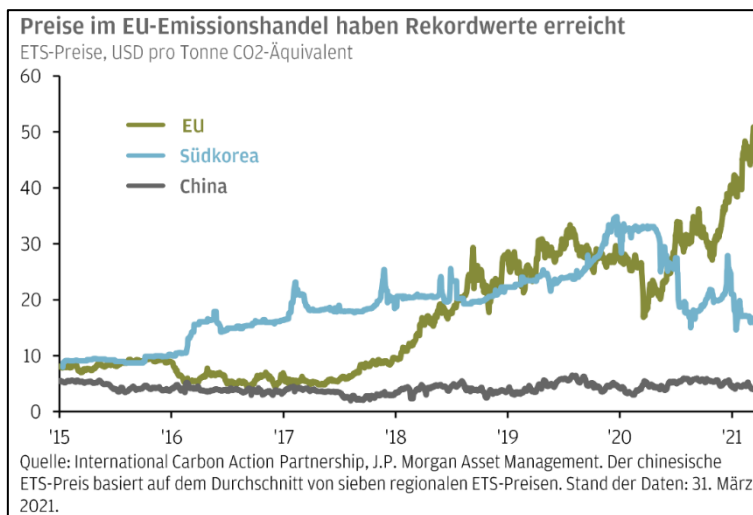
Nun sind auch die USA hoch verschuldet. Aber die Weltfinanzmärkte trauen nun einmal den USA eher zu, die kommende budgetäre Belastung durch höhere Zinsen zu verkraften. Das wird im Falle der USA weniger als Problem gesehen denn im Falle Europas. Bereits 2020 sind die Staatsschulden Europas zwar nicht offiziell (da waren ja Banken dazwischengeschaltet), aber faktisch zur Gänze von der EZB übernommen worden, (siehe dazu auch unsere Graphik in den Strategischen Perspektiven vom November 2020, Seite 6)

Die gegenwärtige Linie der EZB, es gäbe keinen Anlass, die Zinsen zu erhöhen, will dieses Problem durch Nichtbeachtung lösen. Dabei wird auf die eigene Schätzung verwiesen, die Inflationsrate für Gesamteuropa werde nach einem vorübergehenden Anstieg im heurigen Jahr 2022 nur mehr 1,5 % und 2023 dann 1,4 % ausmachen. Und auf die Frage, ob und wann die europäischen Staatsschulden je wieder abgebaut werden könnten, hat der Gouverneur der Österreichischen Nationalbank, Robert Holzmann, vor kurzem die (zwischen den europäischen Notenbanken sicherlich abgestimmte) Antwort gegeben: „Sparen allein bringt nichts. Wachstum ist wichtig. Ohne Wachstum kommt ein Land nicht aus den Schulden heraus.“

Der Meinung kann man sich anschließen. Die Frage ist nur, ob Europa Wachstum auch in ausreichendem Ausmaß wird schaffen können. Derzeit gibt es ja bekanntlich einen ehrgeizigen Investitionsplan im Umfang von nicht weniger als 750 Milliarden Euro. Österreich bekommt davon ziemlich genau die üblichen 2 %, und ein sinnvoller Einsatz dieser Mittel könnte tatsächlich zusätzliche Wachstumsimpulse auslösen. Mit den angekündigten Investitionen in die Infrastruktur wird es dagegen noch eine gute Weile dauern, ganz einfach deshalb, weil die Kapazitäten der Bauwirtschaft auf absehbare Zeit restlos ausgelastet sind.

Zusätzlich ist ein europäischer Zukunftskongress geplant, bei dem die Weichen für die künftige Entwicklung gestellt werden sollen. Von solchen Treffen sollte man nicht mehr erwarten als die üblichen vollmundigen Phrasen, die als Zukunftsperspektiven verkauft werden. Eine Lösung des derzeit dringendsten Problems, ein Abbau der derzeitigen Überbürokratisierung, ist dagegen kaum zu erwarten. Um nur ein Beispiel zu bringen: Gerade hat die Gruppe der Medizintechnik im Deutschen Industrie-Verband heftig gegen eine neue Medizinprodukteverordnung protestiert, die nach Meinung des Verbandes die Kosten von neuen Produktentwicklungen glatt verdoppeln und damit die Entwicklungsarbeit aus Europa vertreiben wird.

Andererseits ist vorgesehen, dass eine Lösung des so ernsten Klimaproblems wieder vorrangig über eine Anhebung der Kosten versucht werden soll. Nachdem Energiekosten bei Investitionsentscheidungen eine zunehmend kritische Rolle spielen, ist das kaum der richtige Weg. Und vor allem verschiebt auch das weiter die Kostenstrukturen zugunsten der Chinesen. Die nachstehende Graphik zeigt, dass Europa auf diesem Gebiet bereits erhebliche Wettbewerbsnachteile aufweist:



Man könnte aus dieser Entwicklung den Schluss ziehen, China fördere seine Konkurrenzfähigkeit durch Rücksichtslosigkeit gegenüber dem Thema Umweltverschmutzung. Ganz so aus der Luft gegriffen ist dieser Vorwurf nicht. Aber auch China arbeitet intensiv daran, die eigene Umweltbilanz zu verbessern. Allein im letzten Quartal 2020 hat China seine Solarkapazitäten um 29 Gigawatt ausgebaut, das entspricht der Leistung von 20 mittelgroßen Atomkraftwerken. Der Kapazitäts-Ausbau geht ungebremst weiter, Experten schätzen, dass allein heuer die Produktionskapazitäten im Solarbereich um mehr als weitere 60 Gigawatt ausgebaut werden.

Der langen Rede kurzer Sinn: In Europa werden viele großartige Reden geführt und an wunderhübschen Konzepten gebastelt, aber in der Praxis die internationale Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert. Sogar bei den Patentanmeldungen beim europäischen Patentamt dominieren bereits Unternehmen aus Fernost. 2020 gab es mehr als 3200 solcher Anmeldungen durch Samsung, Huawei hatte mehr als 3100.

Das erste europäische Unternehmen beim europäischen Patentamt, Ericsson, liegt mit 1600 Anmeldungen an fünfter Stelle.

Dollar, Gold und Anleihen

Der Goldpreis hat in den vergangenen Wochen deutliche Schwächen gezeigt. Für Phasen steigender Zinsen ist das durchaus normal, denn die veranlassen regelmäßig viele Investoren, aus Gold in andere Veranlagungen zu wechseln. Wir bleiben bei unserer Meinung, dass Gold vor allem als Versicherung gegen ganz besonders schlechte Zeiten und erst in zweiter Linie als Veranlagung gesehen werden sollte. Der Goldanteil im eigenen Portfolio sollte daher stets mehr von den eigenen Sparzielen und der eigenen Risikoaversion abhängen, statt von besonderen Profiterwartungen. Gewinne aus der Wertentwicklung des Goldes gibt es nur dann ziemlich sicher, wenn man eine längere Behaltefrist akzeptiert.

Bei steigenden Zinsen werden Anleihen natürlich attraktiver, aber hier kommt es auf den richtigen Zeitpunkt an. Allgemein gilt die Vermutung, dass künftige Zinssteigerungen in den Kursen regelmäßig bereits „eingepreist“ würden. Dass Vermutungen in die Kurse eingehen, ist natürlich klar, aber unklar ist, ob die tatsächliche Entwicklung dann auch den Erwartungen entspricht. Beim jetzigen Zinsniveau sehen wir ohnedies keine Eile, Anleihen zu kaufen. Und wenn schon Anleihen, dann besser nur solche mit kurzer Restlaufzeit oder aber mit variabler Verzinsung. Je länger die Laufzeit, desto höher die Sensibilität des Kurses gegenüber Veränderungen der Erwartungen und damit die Kursschwankungen. Wer ein drastisches Beispiel haben will, kann sich die letzten Kurse der 100 – jährigen Österreichische Bundesanleihe ansehen. Solche Kursschwankungen möchte man nicht einmal bei Aktien haben.

Eine Strategie für die nächsten Monate

Die weitere Entwicklung der Covid – Seuche gehört zu den großen Unwägbarkeiten der nächsten Zeit, und das Verhalten der Politiker auf der Weltbühne ebenso. Davon einmal abgesehen, sind für die nächste Zeit ein paar Fakten ziemlich unstrittig: Die Wirtschaft wird weiter kräftig wachsen, auch wenn die Probleme der gestörten Lieferkette sich noch länger bemerkbar machen werden. Und die Gewinne der Unternehmen steigen gegenüber dem Vorjahr in den meisten Industriestaaten kräftig, bei vielen im zweistelligen Bereich. Auch liquide Mittel sind auf Seiten der Investoren reichlich vorhanden.

Die Schwäche der dritten Juniwoche hat die relativ hohe Nervosität der Märkte und eine ziemlich Sensibilität gegenüber künftigen Zinserhöhungen gezeigt. Es ist einfach zu viel spekulatives (und günstig ausgeborgtes) Geld im Markt, so dass es wie oben skizziert schnell zu Rückschlägen kommen kann, wenn die Zinsen auch nur etwas steigen sollten. Eine steigende Vorsicht der Investoren lässt sich derzeit auch daran erkennen, dass sich trotz der günstigen Wachstumsperspektiven bereits ein gewisser Trend weg von Growth- und hin zu Value-Aktien abzeichnet.

Außerdem verläuft der Handel an den Börsen im Sommer ohnedies manchmal etwas holpriger, Wir halten es angesichts der positiven Grundtendenz für gerechtfertigt, auch derzeit Aktien kaufen, halten es allerdings für ratsam, sich von spekulativen Modeaktien eher fernzuhalten. Bei solchen ist ein Rückschlag auch nur bei leicht steigenden Zinsen nicht unwahrscheinlich.

Wie kann man diese allgemeinen Überlegungen in konkrete Praxis übersetzen?

Bei europäischen Aktien sollte man eher selektiv vorgehen und nicht pauschal –etwa über ETF's auf Indizes – auf sie setzen. Man kommt nicht darum herum, dass die Wachstumsdynamik in anderen Regionen dieser Erde derzeit höher ist. Aber freilich gibt es noch genug Europäische Aktien, die sich eine einzigartige Marktposition erobert haben. Das gilt beispielsweise für LVMH, den Erzeuger einer breiten Palette von Luxusgütern, die auch im weiterhin rasch wachsenden asiatischen Raum außerordentlich begehrt sind. Die Aktie notiert derzeit bei einem KGV von um die 40, hat die Dividende gerade um 25 % angehoben und hat weiterhin ausgezeichnete Wachstumschancen.

Anders schaut es bei Banken aus. Die aufsichtsbehördliche Reglementierung ist sowohl in den USA als auch in Europa sehr dicht und für die Banken sehr aufwendig. Die Ertragslage ist aber in den USA regelmäßig viel besser. Das hängt vor allem damit zusammen, dass der Kapitalmarkt in den USA viel weiterentwickelt, ist als der europäische und damit die Umsätze (und damit die Erträge der Banken) wesentlich höher sind. Diese Ertragsquelle haben europäische Banken nur in Ansätzen. Vor kurzem hat ein Stresstest bei den großen amerikanischen Banken ergeben, dass selbst für den Fall, dass diese insgesamt im Zuge eines Konjunkturreinbruchs satte 470 Milliarden Dollar verlieren sollten, Ihnen trotzdem noch mehr als das Doppelte des verlangten Eigenkapitals verbliebe. Bankaktien wie **JP Morgan** bleiben daher eine vernünftige Empfehlung auch für vorsichtige Investoren.

Auf drei aktuelle Sondersituationen möchten wir ebenfalls hinweisen:

1. Nicht alle derzeit besonders begehrten Branchen sind auch auf den zweiten Blick so attraktiv wie auf den ersten. Das gilt beispielsweise für die Produzenten von Windturbinen. Die haben im Schnitt seit Jahresbeginn mehr als 20 % verloren. Dafür gib es mehrere Gründe. Dazu gehören die stark gestiegenen Rohstoffkosten, die umständlichen Genehmigungsverfahren und der zunehmende Widerstand von Anrainern. Dazu gehört aber auch, dass die Käufe solcher Unternehmen von neuen ESG – Fonds im letzten Jahr stark gepusht worden sind, heuer aber die Zuflüsse zu ESG – Fonds bereits wieder schwächer geworden sind. Neue Energien sind nicht mehr automatische Gewinner.
2. Obwohl derzeit Corona in jeder Hinsicht im Vordergrund steht, gibt es nach wie vor mit Alzheimer eine Krankheit, die immer mehr alte Menschen erfasst, zu einer Volksseuche zu werden droht und gegen die es bisher kein Heilmittel gibt. Nun hat die US – Gesundheitsbehörde FDA 2 Medikamenten eine Zulassung erteilt. Eines davon stammt vom Unternehmen **Biogen**, das andere von **Eli Lilly**. Aber es gibt einen großen Unterschied. Der Zulassung des Medikamentes von Biogen gingen lange Streitigkeiten voraus, und drei Mitglieder des Zulassungsgremiums sind aus Protest gegen die Zulassung sogar zurückgetreten. Eli Lilly konnte dagegen in einer Phase II Studie ziemlich überzeugende Vorteile nachweisen und erhielt, obwohl noch keine Ergebnisse einer Phase III – Studie

vorliegen, den Status einer „break through“ – Technik zuerkannt. Sollte sich das bewahrheiten, dann würde Eli Lily ein ganz großer Renner.

3. **IBM** war einmal das schlechthin führende Unternehmen im EDV – Bereich. Durch eine ganze Reihe eindrucksvoller Management – Fehlentscheidungen ist IBM in die zweite Reihe zurückgefallen. Nun aber hat IBM, noch kaum bemerkt von Analysten, in wichtigen Bereichen Fahrt aufgenommen. Mit der Kombination von Cloud Computing mit der Verwaltung von 5 G – Netzen hat sich IBM bei vielen Telecoms der Welt eine starke Position gesichert, Gleiches gilt für das Edge – Computing, praktisch die Verwaltung von Daten in der Cloud in einer für den Nutzer besser zugänglichen und besser steuerbaren Form. Und der erste nach Österreich gelieferte kommerzielle Quanten-computer stammt auch von IBM. Die Firma ist wieder näheres Hinsehen wert.

Wien, 30.06.2021

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltungsgesellschaft m.b.H.

Impressum: **PRIVATCONSULT** Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandchaft. **PRIVATCONSULT** erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. **PRIVATCONSULT** ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind.

DISCLAIMER:

Diese Mitteilung dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt keine Investmentanalyse oder Anlageempfehlung bzw. Aufforderung oder Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf des(der) erwähnten Produkte(s) dar. Sie gilt weiters nicht als ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung. Da jede Anlageentscheidung einer individuellen Abstimmung auf die persönlichen Verhältnisse (z.B. Risikobereitschaft) des Anlegers bedarf, ersetzt diese Information nicht die persönliche Beratung und Risikoaufklärung durch den Kundenberater im Rahmen eines Beratungsgesprächs. Soweit in dieser Mitteilung konkrete Produkte genannt werden, sollte eine Anlageentscheidung allein auf Grundlage der verbindlichen Verkaufsunterlagen getroffen werden. Eine Anlageentscheidung für Fonds sollte in jedem Fall auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsprospekte einschließlich der zuletzt veröffentlichten Jahres- und ggf. Halbjahresberichte getroffen werden, die auch ausführliche Informationen zu den Chancen und Risiken enthalten. Provisionen, Gebühren und Entgelte können zu einer Reduktion der individuellen Wertentwicklung führen. Aus der Veranlagung können sich steuerliche Verpflichtungen ergeben, die von den jeweiligen persönlichen Verhältnissen des Kunden abhängen und künftigen Änderungen unterworfen sein können. Die enthaltenen Informationen und Aussagen stellen eine Einschätzung der **PRIVATCONSULT** zum Zeitpunkt der Erstellung und Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. **PRIVATCONSULT** kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Mitteilung enthaltenen Daten und Informationen übernehmen und haftet somit nicht für Verluste oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Informationen entstehen können. Die historische Wertentwicklung einer Veranlagung ist keine Garantie für eine zukünftige Entwicklung. Der Wert der entsprechenden Anlage kann sowohl steigen als auch fallen. Bei der Abbildung des Portfolios handelt es sich um ein Modellportfolio und nicht um die Abbildung eines spezifischen Kundendepots.

HINWEIS: Bei dieser Mitteilung handelt es sich um Werbung. Sie wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.