

## STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN JULI 2020

### 1 Der Sieg der Hoffnung über die Erfahrung

Nach dem dramatischen Kurseinbruch im März haben sich die Börsen im Mai und Juni wieder gründlich erholt. Aber wenn es wie an manchen Tagen zu einem Kurseinbruch kam, dann ist der gleich recht kräftig ausgefallen. Die Kurssteigerungen zeigen den Optimismus, dass die gegenwärtige Krise in wenigen Monaten wieder vorbei sein könne, die Stärke der Einbrüche die Nervosität und die Angst, dass man sich irren könne.

Es sind immer wieder Einzelmeldungen, die den Optimismus beflügeln: Ein Rückgang der Arbeitslosenziffern oder besser als erwartete Einzelhandelsumsätze in den USA, eine Verbesserung der Stimmung in Deutschland. Aber entspricht das wirklich dem „Big Picture“?

#### Entwicklung wichtiger Indizes Jänner bis Juni 2020



Quelle: Bloomberg

Erinnern wir uns bei dieser Gegenüberstellung an den Börsenguru Kostolanyi, der die Beziehung zwischen wirtschaftlichem Geschehen und der Entwicklung der Börsenkurse mit einem Spaziergänger und seinem Hund verglichen hat. Einmal laufe der Hund vorneweg, einmal bleibe er zurück, aber langfristig folge er ja doch seinem Herrn. Das dürfte stimmen, aber momentan ist der Hund – vulgo die Börsenkurse – besonders weit voraus.

### 2 Wie wirken die massiven Programme zur Konjunkturbelebung?

Weltweit versuchen die Notenbanken mit massiven Liquiditätsschüben, und viele Staaten und die EU mit enormen Ausgabeprogrammen eine Wiederbelebung der Konjunktur zu fördern. Diese Programme zielen in drei Richtungen: Erstens sollen die Einnahmenverluste der Haushalte durch

Kurzarbeit oder Arbeitslosigkeit und die Umsatzverluste vieler vor allem kleinerer Unternehmen wenigstens teilweise aufgefangen werden. Zweitens sollen die Unternehmen zu vermehrten Investitionen ermuntert werden, und drittens sollen staatliche Investitionsprogramme für mehr Einkommen und damit für mehr Konsum sorgen.

Ohne diese Programme gäbe es zweifellos eine noch viel ärgere Krise, mit unabsehbaren wirtschaftlichen und vielleicht auch politischen Folgen. Auch die Kritik, dass damit nur sogenannte „Zombie – Unternehmen“ am Leben erhalten würden, ist fehl am Platze. In Österreich schreiben nach den Zahlen des KMU – Reports 2018 der Wirtschaftskammer 33 % der Klein- und Mittelbetriebe Verluste und sind 24 % überschuldet. Mag sein, dass man dabei gehörige Schwarzmalerei der eigenen Interessensvertretung in Rechnung stellen muss. Aber auch in den USA wird die Zahl der Zombies bereits auf ein Fünftel aller Betriebe geschätzt. Man muss nun einmal zur Kenntnis nehmen, dass jede Menge kleiner und mittlerer Betriebe sich selbst und ihre Mitarbeiter nur mit sehr viel Mühe und Opfern in Arbeit und Brot halten. Wer das Verschwinden all solcher Unternehmen für eine sinnvolle Marktberreinigung hält, unterschätzt massiv, was da alles an Arbeitsplätzen verloren ginge.

Abgesehen davon muss man auch nach allen Erfahrungen damit rechnen, dass Konsumenten auf Einkommensverluste bei gleichzeitig unsicheren Zukunftserwartungen eher mit Zurückhaltung reagieren als mit dem Drang, die Geschäfte und die Internetportale zu stürmen. Und zu den bitteren Erfahrungen gehört auch, dass nach umfangreichen Freisetzungen von Arbeitskräften keineswegs alle wieder eingestellt werden, sobald die Krise vorbei ist. So schnell wie erhofft erholt sich die Konsumnachfrage nicht.

Investitionen werden vorgenommen, wenn die Unternehmen überzeugt sind, dass sie sich auszahlen. In Zeiten hoher Unsicherheit kann diese Voraussetzung auch durch kräftige Förderungen nicht ersetzt werden.

Außerdem hat sich gezeigt, dass das immer schlimmere Dickicht von Regulierungen und Überregulierungen zu einer immer wirksameren Investitionsbremse geworden ist – für private und noch mehr für öffentliche Investitionen, auch dort, wo solch Investitionen besonders erwünscht sind. Die Investitionen in Windkraftwerke sind 2019 in Deutschland gegenüber 2018 um satte 90 % eingebrochen, allein deshalb, weil solche Investitionen zunehmend in diesem Dickicht hängen bleiben. Die effizienteste Investitionsförderung wäre der Abbau von Überregulierung, aber davon ist bisher nirgends die Rede. Die niederösterreichische Landes-hauptfrau Mikl – Leitner hat erwähnt, dass der Bau einer Ortsumfahrung von der Planung bis zur Realisierung durchschnittlich 10 Jahre brauche. Das Beispiel ist generalisierbar. Und da soll man von all diesen großartigen Programmen eine baldige Konjunkturbelebung erwarten?

Wir halten es daher vorsichtshalber mit den Stimmen auch aus der Industrie, die einen neuerlichen Aufschwung frühestens 2021 erwarten.

2020 wird eher schlimm werden, auch in Deutschland und in den USA. Die Deutsche Bank hat Analysen veröffentlicht, denen zufolge nach dem durchschnittlichen Gewinnrückgang der S&P 500

- Unternehmen im ersten Quartal 2020 nunmehr im zweiten Quartal ein durchschnittlicher Gewinnrückgang um mehr als 40 % zu befürchten sei. Der frühere Gouverneur der OENB Prof. Nowotny hat vor kurzem in einem Interview gewarnt, der Einbruch könne schlimmer werden als in den Dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts.

### **3 Inflationssorgen? Vershoben auf später**

Trotz der Unmengen neuen Geldes rechnen wir nicht sobald mit einer höheren Inflation. Das hat einen einfachen Grund: Die alte Regel, wonach eine größere Geldmenge auch höhere Preise bedeutet, stimmt nur dann, wenn sich die Geldschöpfung auch in entsprechend höhere Nachfrage nach Gütern übersetzt. Genau das ist aber derzeit nicht der Fall.

Weil die enorme Ausweitung der Geldmenge aber bereits seit Euro- und Hypothekarkrise stattgefunden hat, ohne dass es im geringsten zu einer Beschleunigung der Inflation gekommen ist, gewinnt die sogenannte „New Monetary Theory“ an Boden, wonach die immer mehr Geld ausgeben und die Notenbanken immer mehr Geld drucken könnten, ohne dass dies negative Folgen hätte. Ohne hier in die Theorie einsteigen zu wollen: Das könnte sogar stimmen, aber nur unter zwei ganz wesentlichen Voraussetzungen: Erstens, die Bürger verlieren nicht das Vertrauen in die jeweilige Währung, und zweitens, der jeweilige Währungsraum hat keine negative Leistungsbilanz, die zu einer ständigen Nachfrage nach ausländischen Devisen führt.

Für ein solches Szenario gibt es ein schlimmes historisches Beispiel: Der Versailler Vertrag nach dem Ende des ersten Weltkriegs verlangte von Deutschland, die Kriegskosten der Alliierten zu vergüten, aber in Devisen. Deutschland hatte aber gar nicht die wirtschaftlichen Möglichkeiten diese Devisen auch durch Exporte zu verdienen, musste sie daher ständig auf den Devisenmärkten nachfragen, wo sie deshalb immer teurer wurden, und musste dafür Kredite aufnehmen. In dieser Lage sank der Außenwert der deutschen Währung rasch. Mit sinkendem Außenwert stiegen die Preise. Die einmal in Gang gekommene Inflation beschleunigte sich immer mehr, am Ende gab es Briefmarken mit einem Nominalwert einer Milliarde Mark. Und alle Sparguthaben und Mark – Anleihen waren völlig entwertet.

Ausgerechnet jetzt trägt die Politik dazu bei, die für einen stabilen Geldwert so notwendigen Exporte zu erschweren. In Deutschland wurde soeben für die zwar wichtige, aber zuletzt nicht gerade gut behandelte Automobilindustrie die Steuerbelastung ausgerechnet der Sparte erhöht, in der noch halbwegs gut verdient wird, nämlich für die Kategorie der SUVs. Des Weiteren soll die Stahlindustrie in wenigen Jahren auf die Stahlproduktion statt mit Koks mit Wasserstoff umsteigen. Das ist technisch bereits gelöst, bringt aber wesentlich höhere Kosten. Beides mag der Umwelt dienen, der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft aber wohl kaum.

Beides in einer Zeit, in der China eine konsequente, und bisher auch recht erfolgreiche Aufhol- und Überholstrategie verfolgt, und die USA den gewichtigen Vorteil eines riesigen und offenen Kapitalmarktes haben, in dem jede auch nur halbwegs originelle Idee schnell reichlich Risikokapital findet. Die EU dagegen sorgt sich derzeit vor allem um die Solidarität zwischen Nord und Süd und

darum, dass die nunmehr schon wegen der verlorenen Arbeitsplätze so dringend benötigten Investitionen ja grün genug ausfallen.

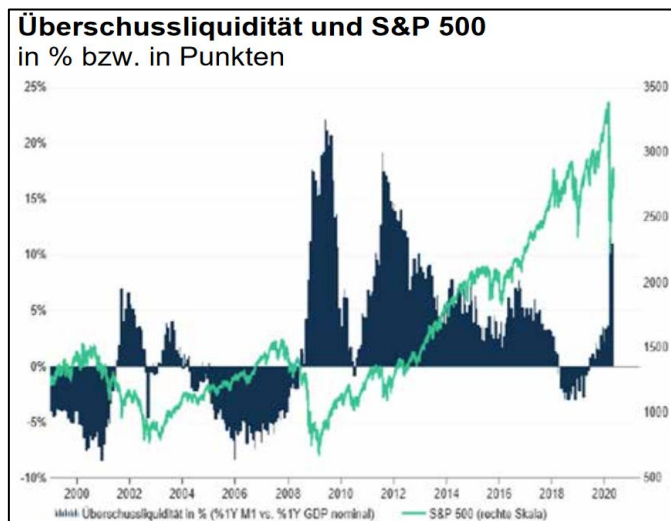
#### 4 Das aktuelle Börse geschehen

Wir haben eingangs die Stimmung stark verkürzt als positiv, aber ängstlich bezeichnet. Die Ängstlichkeit brauchen wir derzeit nicht zu begründen, nur der zuletzt durchaus positive Trend ist näher zu hinterfragen.

Zunächst einmal haben Tempo und Umfang des Absturzes tatsächlich übertrieben. Im März, und damit in einem einzigen Monat, sind die Kurse vieler Aktien, und die meisten Indizes, um bis zu 40 % eingebrochen. Derart schnelle Abstürze rufen regelmäßig Gegenbewegungen auf den Plan, und die hat es ab April bis Juni immer wieder gegeben, bis die alten Niveaus fast wieder erreicht waren. Erst ab 11. Juni kam es zu einem kurzen aber heftigen Absturz der Indizes um zwischen 5 und 7 % , und seither sind die Märkte ziemlich orientierungslos.

Dazu kommen die Merkwürdigkeiten heutiger Anlagestrategien. An den US-Börsen werden bereits fast 90 % aller Order nicht von Menschen gesteuert, sondern von Algorithmen automatisierter Programme. Und die orientieren sich weniger an makroökonomischen Daten, sondern versuchen, in den Entscheidungen aller anderen Marktteilnehmer Muster zu erkennen, egal ob die nun rational oder irrational sind. Das spielt für solche Algorithmen keine Rolle. Das bedeutet oft genug auch eine automatische Verstärkung einmal begonnener Trends, in welche Richtung die immer gehen mögen.

Als eine der weiteren Ursachen für die steigenden Kurse gilt die Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken. Ganz so sicher ist das nicht. In den letzten Jahren sind die Geldschöpfung durch die Federal Reserve einerseits und die Entwicklung des S&P keineswegs immer parallel gelaufen, und manchmal sogar gegenläufig.



Um auf den drastischen Vergleich Kostolanyis zurückzukommen: Die Leine, an der der junge Hund der Börsenkurse seinem Herrn, der Gewinnentwicklung, vorauslaufen oder auch nachbleiben kann, wird immer länger. Die Geldschöpfung durch die Zentralbanken spielt, bildlich gesprochen, bei dieser Verlängerung der Leine eine nicht geringe Rolle, aber sie ist nicht allein maßgeblich. Die Herdentriebmentalität der automatischen Handelsprogramme ist von nicht geringerer Bedeutung, und diese Programme folgen der Herde auch dann, wenn es sich bei der Herde um Lemminge handelt.

Derzeit gibt es an der Wall Street völlig unterschiedlich Meinungen, von der Kritik an einer Übertreibung, die von der realen Wirtschaft „extremely disconnected“ sei, bis hin zur Prognose eines großartigen Kursaufschwunges. Den erwarten wir auch, aber erst nach einem weiteren Rückgang.

Versuchen wir, eine Strategie für die heutige merkwürdige Lage zu skizzieren.

## **5 Investieren in Zeiten besonderer Unsicherheit**

Solange man im Allgemeinen bleibt, ist die zu verfolgende Strategie schnell skizziert: Anleihen bringen immer weniger, zu bevorzugen sind Aktien mit hohem Potential und niedriger Gefährdung durch Wirtschaftskrise oder Corona. Denn das Risiko eines massiven Einbruchs kann man ebenso wenig außer Acht lassen wie das spätere Risiko, dass immer höhere Staatsschulden in Verbindung mit einer ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung ja doch irgendwann einmal eine Inflationsspirale in Gang setzen.

Die Übersetzung einer solchen Strategie in konkretes Handeln ist immer eine recht subjektive Sache. So meinen wir, dass man etlichen derzeit besonders beliebten Aktien wirklich nicht nachlaufen muss. Beispielsweise **Moderna** hat bei der Entwicklung eines möglichen Corona – Impfstoffs gerade einmal die Phase 1 der dafür notwendigen Testreihe mit gutem Erfolg abgeschlossen. Aber 2017 war der Verlust schon so hoch wie der Jahresumsatz. Bis 2019 hat sich der Umsatz auf rund 100 Mio Dollar halbiert, der Verlust dagegen verfünffacht. Und das Management hat schon fleißig eigene Aktien verkauft. Zugleich hat Moderna gerade einen Börsenwert von 20 Mrd Dollar erreicht. Muss man da unbedingt dabei sein? Ein wirklich attraktives Geschäftsmodell hat derzeit **Shopify**, sie helfen Kleinunternehmen bei der Organisation und Realisierung eines eigenen Online- Shopping. Aber die Bewertung hat im Moment ebenfalls absurde Höhen erreicht. Und konventionelle Unternehmen wie etwa **Linde**, als großer Wasserstoffproduzent besonders chancenreich, sind starke Zykliker, die wegen der Krise wohl noch günstiger zu haben sein werden. Gerade bei vermeintlich attraktiven Unternehmen sind Überraschungen wie etwa bei **Wirecard** nie ganz auszuschließen, hier dürften allerdings sowohl Wirtschaftsprüfer als auch Aufsicht in einem Ausmaß versagt haben, das Schadenersatzforderungen eine gute Chance gibt.

Aus unserer Sicht macht es Sinn, sich auf bestimmte Sektoren und dort auf Unternehmen zu konzentrieren, die über starke Marktpositionen und Bilanzstruktur verfügen und bei denen sowohl konjunkturelle als auch corona – spezifische Risiken gering sind: Da ist zunächst einmal der

Medizinsektor im weitesten Sinn. Seine Aktualität ergibt sich nicht allein aus der jetzigen Corona – Krise. Es ist ebenso die Kombination von beständigem Fortschritt mit einer zunehmenden Alterung der Bevölkerung. Und dazu kommt leider das zunehmende Risiko immer weiterer Pandemien. Nach einer gerade publizierten Analyse, an der auch die WHO mitgewirkt hat, werden allein in Südostasien jährlich 63 Tonnen Streptomycin und 7 Tonnen Tetracyclin auf Reisfeldern versprüht – Antibiotika, die jede Menge Keime töten, vermutlich aber auch einige immer resistenter machen. Und der bekannte Virologe Penninger verweist auf das Risiko, dass mit zunehmender Erwärmung auch Insekten zu uns gelangen, die Verbreiter von Tropenkrankheiten sind.

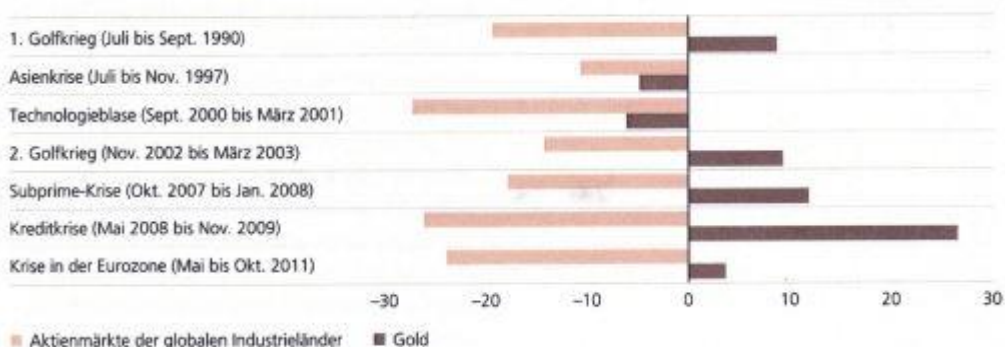
Krisenresistente Unternehmen gibt es in diesem Sektor genug. Nur beispielsweise seien hier **Roche** und **Sanofi** (beide mit einer eindrucksvollen Produktpalette an Medikamenten ausgestattet), **Thermo Fisher** ( breites Sortiment an Laborausrüstungen und Analyse-Mitteln), **Intuitive Surgical**, Code ISRG, (führend bei Operationsrobotern), oder **Novo Nordisk** (Weltmarktführer bei Insulin – Präparaten) genannt.

Auch an High – Tech – Unternehmen kann und braucht man nicht vorbeigehen. Die disruptive Kraft der neuen Technologien wirkt unvermindert fort, und die Auswahl ist groß. **Microsoft** und **Alphabet (Google)** wachsen weiter kräftig, und das mit enormen Gewinnen. **Alibaba (Code BABA)** ist ähnlich strukturiert wie Amazon, beliefert allerdings vornehmlich kleine Händler und nicht Endkunden, profitiert aber sehr vom stetig weiter wachsenden chinesischen und ostasiatischen Markt. **Teamviewer** ist Spezialist für Remote Control und damit Koordination von Computern über große Distanzen, was derzeit besonders gefragt ist, **Ciena**, weniger bekannt, ist Spezialist für die Hard- und Software von Hochgeschwindigkeitsnetzwerken, und **Taiwan Semiconductor** liefert nicht nur Chips, sondern eine breite Palette an Vormaterial für andere, ist günstig bewertet und lässt eine für High -Techs unüblich hohe Rendite von 5 % erwarten.

Bei Basisinvestments wie etwa **Nestle** ist man ebenfalls (zumindest langfristig) auf der sicheren Seite, und eine besondere Erwähnung verdient auch **Gold**. Die nachstehende Graphik zeigt die Bedeutung von Gold in Krisenzeiten. Wir haben oben begründet, warum wir kurzfristig nicht mit einer Beschleunigung der Inflation rechnen. Längerfristig sehen die Perspektiven aber anders aus.

### Gold kann in Krisenzeiten überdurchschnittlich abschneiden

Performance in bestimmten Zeiträumen, in %



Quelle: Bloomberg, UBS, per 29. Oktober 2019

Infrastruktur ist auch in Krisenzeiten unentbehrlich. Der Wasserversorger **American Water** entwickelt sich seit vielen Jahren stetig aufwärts, **Waste Management** ist als Müllentsorger auch in schlechten Zeiten unverzichtbar, und Eisenbahnen leiden derzeit unter der Flaute, werden aber nach Ende der Krise an Bedeutung nur gewinnen.

Abschließend wollen wir festhalten, dass unter derart extremer Unsicherheit wie derzeit eine Absicherung des Portfolio durch Put – Optionen oder Garantieprodukte nahe liegt. Wir bevorzugen shorts, die einfacher zu handhaben und an keine Termine gebunden sind. Bei steigenden Kursen schmerzt es, ihren Wert sinken zu sehen, und noch dazu profitiert das Portfolio wegen der shorts nicht von den steigenden Kursen. Umso positiver ist ihr Effekt, sobald die Kurse einmal ins Rutschen kommen.

Und an eines darf man auch jetzt wieder erinnern: Jede Krise hat ein Ende, und danach steigen die Kurse wieder, und allen Erfahrungen nach umso schneller, je schlimmer die Krise vorher gewesen ist.

Wien, 3.7. 2020

Privatconsult Vermögensverwaltung GesmbH

**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 Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von PRIVATCONSULT mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind die von 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.