

STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN SEPTEMBER 2020

Die Wirtschaft schwach, die Börsen stark

Seit dem April dieses Jahres haben wir es mit einem merkwürdigen Phänomen zu tun: Die Corona – Krise hat der Wirtschaft schwer geschadet, und in den meisten westlichen Industriestaaten im 2. Quartal zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um teils mehr als 10 % geführt. Gleichzeitig aber steigen die Börsen nach ihrem Einbruch im Frühjahr, als ob die Welt schon wieder in Ordnung wäre.



Das interessanteste – und zugleich wohl schwierigste - Thema ist daher wieder einmal, diesmal aber mit besonders hoher Unsicherheit verbunden, die Frage nach der Entwicklung der nächsten Monate. Wir wollen uns in dieser Ausgabe unserer Strategischen Perspektiven schwergewichtig mit diesem Thema befassen. Dazu muss man sich freilich mit den recht unterschiedlichen Faktoren auseinandersetzen, die alle Einfluss haben dürften.

Was treibt eigentlich die Börsenkurse?

Die erste Frage in diesem Zusammenhang ist natürlich, wieso die Börsenkurse unter den derzeitigen schlechten wirtschaftlichen Gegebenheiten überhaupt steigen konnten.

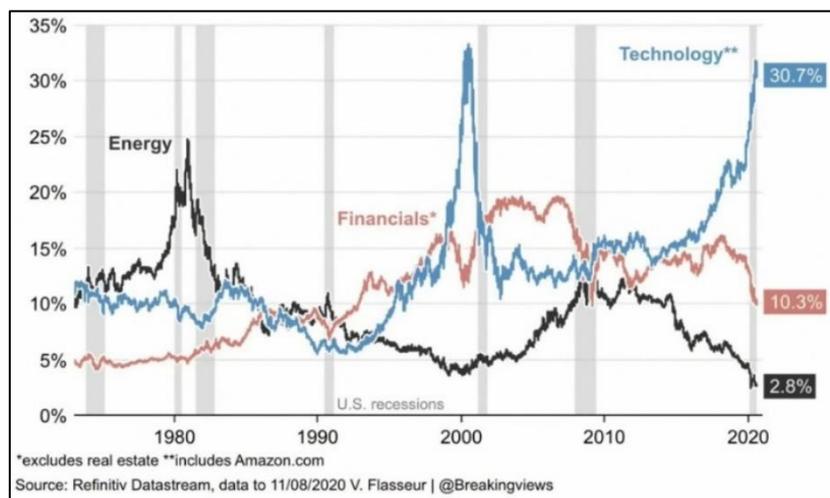
Da finden sich zunächst einmal Gründe, die mit Wirtschafts- und Corona – Krise nur über Umwege zu tun haben. Die nunmehrige Niedrigzinspolitik der Federal Reserve Bank hat dazu geführt, dass eine der wichtigsten möglichen Veranlagungen für Investoren, nämlich die in staatlichen US – Schuldverschreibungen, an Rendite und damit an Attraktivität verloren hat. Das bringt nicht nur eine verstärkte Zuwendung zu Aktien, sondern darüber hinaus auch ein verstärktes Interesse der Investoren an Veranlagungen außerhalb des Dollar – Raumes. Das ist zugleich der derzeit wohl wichtigste Grund für die Kursschwäche des Dollars gegenüber dem Euro – und auch gegenüber manch anderen Währungen.

Bei der (diesmal nur virtuell abgehaltenen) Tagung der Notenbank in Jackson Hole Ende August hat die FED außerdem angekündigt, gegenüber der Inflation eine flexiblere Haltung einzunehmen. In die Praxis übersetzt bedeutet das, die FED werde in Zukunft nicht mehr auf jede Steigerung der Inflationsrate gleich mit Zinserhöhungen reagieren und dafür mehr auf die Beschäftigungslage

achten. Die Anleger sehen darin eine gute Nachricht und haben mit verstärkten Aktienkäufen reagiert.

Man muss also auf absehbare Zeit damit rechnen, dass nicht nur die EZB, sondern auch die FED ihre Niedrigzinspolitik weiter fortsetzt. Anleihen generell, und nicht nur US - Treasuries, bringen damit entweder überhaupt keine Zinsen oder aber solche nur als Risikoprämien für schwer abzuschätzende Risiken. Damit führt aber an Aktien kein Weg mehr vorbei.

Für das Steigen der Börsenindizes trotz doppelter Krise gibt es aber noch einen dritten Grund. Der Zuwachs wurde nämlich, während viele andere Aktien verloren haben, weitgehend von nur zwei Branchen getragen, von der Pharma- und Gesundheitsindustrie einerseits und, noch stärker, von High Tech. Die nachstehende Graphik zeigt das mit aller Deutlichkeit. Die Entwicklung der High-Techs, die ja auch in New York hoch gewichtet sind, war eine ganz andere als die der meisten Aktien anderer Branchen. Der Höhenflug der High-Techs hat in den Indizes sogar die anhaltenden Kursverluste in den bedeutenden Sektoren Energie (hauptsächlich Erdöl) und Finanzen überkompensiert.



Die Bewertungen von High-Techs haben nunmehr ein Ausmaß erreicht, das an die große High Tech Krise Anfang des Jahrtausends erinnern, die von dramatischen Kurseinbrüchen begleitet gewesen ist.

Allerdings sind die Wachstumsaussichten dieser Branche nach wie vor glänzend. Man sollte daher diesen Sektor nicht vernachlässigen. Im 2. Quartal des Jahres, als die meisten Branchen dramatische Einbrüche zu verzeichnen hatten, ist der Umsatz mit Tablets und PC's weltweit um 18 % gestiegen, der mit Servern um 21 %. Darin sind sicher Vorzieheffekte enthalten, aber Digitalisierung und die Nutzung künstlicher Intelligenz nehmen gerade in dieser Krise weiter kräftig zu. Allein bei der Hardware rechnen Experten auch für die nächsten Jahre mit Wachstumsraten nicht unter 5 % pro Jahr.

Noch stärker könnten die Netzwerkausrüster profitieren, die zum Aufbau der 5G-Technologie beitragen. Die Schweizer UBS schätzt, dass die jährlichen 5G-Investitionen bis 2025 verglichen mit dem letzten Jahr um den Faktor 20 auf 150 Milliarden Dollar steigen werden.

Auch der Onlineverkauf wird weltweit massiv zunehmen. Jeder Händler hat gemerkt, dass er mitziehen muss, will er nicht von Amazon und anderen einschlägigen Unternehmen völlig an die Wand gedrückt werden. Und der Einsatz von Software, nicht zuletzt von künstlicher Intelligenz, steigt

weltweit noch stärker. Wenn Politiker in ganz Europa von der Bedeutung und Notwendigkeit der Digitalisierung reden, so laufen Sie damit nur einem Trend hinterher, der ohnedies jedem Unternehmer bewusst ist und der sie alle zu ständigen – und oft ständig steigenden – Investitionen zwingt.

Die Hoffnung auf den Impfstoff

Der nächste Faktor, der immer wieder die Kurse getrieben hat, war die Vielzahl an (leider übertriebenen) Nachrichten über Fortschritte im Kampf gegen Covid 2.

Es ist bisher den Virologen noch nicht gelungen, alle Besonderheiten dieses Virus, und insbesondere die möglichen Angriffspunkte für Therapien, festzumachen. Eine nach heutigen Maßstäben seriöse Produktentwicklung hat drei Phasen zu durchlaufen, wobei insbesondere die dritte die komplizierteste ist. In dieser dritten Phase geht es darum, eine möglichst große Gruppe von Freiwilligen zu finden, von denen die eine Hälfte geimpft wird und die andere nicht. Und dann ist zu beobachten, ob sich bei den beiden Gruppen statistisch signifikante Unterschiede bei Erkrankungen und Krankheitsverläufen zeigen. Es ist offenkundig, dass eine solche Phase mehrere Monate in Anspruch nehmen muss, und daher ist Phase 3 noch bei keinem der derzeit von der WHO beobachteten rund 170 Forschungsvorhaben schon abgeschlossen. Per Ende August gibt es zwar zwei Therapien, die bereits im Einsatz sind. Die eine ist das russische Serum, das von einem zwar international anerkannten Team, aber ohne dritte Testphase auf den Markt gekommen ist. Das andere ist die Therapie mit Blutplasma von genesenen Covid 2 Patienten, die gerade von Präsident Trump hoch gelobt wird – was allein schon reichlich Grund zur Skepsis gibt.

Immerhin haben schon mehrere Forschergruppen bei der Entwicklung eines Impfstoffes gegen Covid 2 Fortschritte gemacht. Die vier Unternehmen Astra Zeneca, Moderna, Biontech und Curevac verhandeln außerdem schon über Lieferverträge mit potenziellen Abnehmern, Auf einen wirksamen Impfstoff darf also gehofft werden, auch wenn die Erwartung von Astra Zeneca, schon in diesem Jahr Resultate vorlegen zu können, allzu optimistisch sein dürfte. (Der englische Chefmediziner Chris Whitty hat es sogar für „dumm“ erklärt, sich auf einen Impfstoff schon im kommenden Winter zu verlassen).

Die Hoffnung auf einen baldigen Impfstoff wird derzeit ohnedies überschattet von einem neuerlichen Anstieg der Corona – Fälle auch in Europa. Dazu hat der Tourismus – nach aktuellen Auswertungen allerdings nicht zuletzt die Heimatbesuche von hier Arbeitenden bei ihren Familien in den Balkanstaaten – einiges beigetragen. Das könnte die Hoffnungen auf einen Corona Impfstoff eine Zeit lang in den Hintergrund drängen. Man sollte auch deshalb nicht von Meldungen über weitere Fortschritte oder über weitere Verkaufsabschlüsse eine nachhaltige Verbesserung der Börsenstimmung erwarten, solange nicht von einem der Produzenten ein einwandfreier Abschluss der Phase 3 und damit der Nachweis der Effizienz eines neuen Impfstoffes gemeldet werden kann. Erst dann kann man damit rechnen, dass dadurch die Börsen einen nachhaltigen Schub erhalten.

Und kommt jetzt die Inflation?

Die extreme Ausweitung der Geldmenge sowohl durch die EZB als auch durch die FED hat erneut die Befürchtungen verstärkt, dass die Inflation wieder zunehmen werde. Wir haben an dieser Stelle seit Jahren argumentiert – und damit immer wieder Recht behalten - dass Inflation entgegen verbreiteter Ansicht weniger von der Geldmenge als vielmehr vom Verhältnis zwischen Angebot und

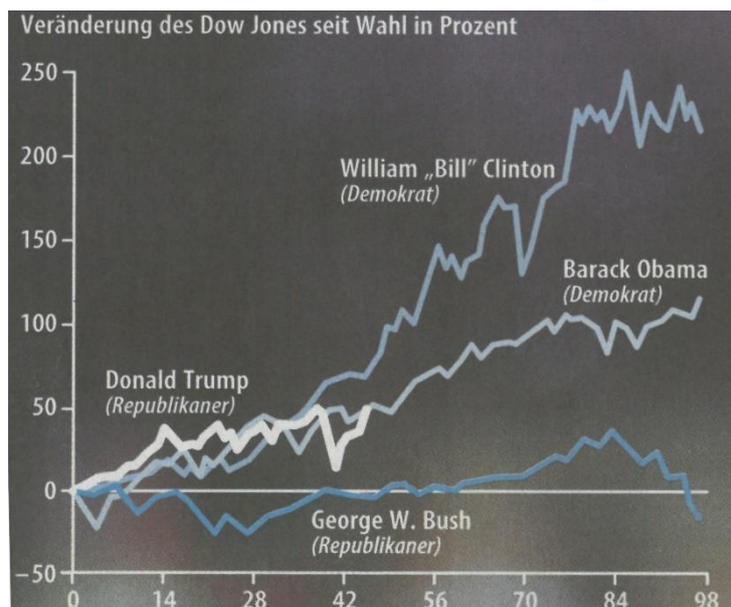
Nachfrage abhängt. Solange mehr produziert wird als überhaupt nachgefragt werden kann, gibt es Druck auf die Preise und keine Inflation.

Es war nicht zuletzt dieses Phänomen einer entgegen allen Erwartungen ausbleibenden Inflation, dass die „New monetary Theory“ ins Leben gerufen hat, wonach Geld drucken eigentlich kein wirkliches Problem sei und daher von Staaten bzw. Notenbanken ruhig forciert werden könne. Wir haben uns in der Juli-Ausgabe unserer strategischen Perspektiven etwas ausführlicher mit dieser Theorie und mit den Grenzen ihrer Brauchbarkeit auseinandergesetzt und wollen uns hier nicht wiederholen. Aber wir wollen doch daran erinnern, dass ein solches Aufblähen der Geldmenge unserer Meinung nach nur dann und insoweit zu keiner Inflation führt, solange die Außenbilanz des Währungsraumes stimmt. Für Deutschland stehen derzeit viel Exporte auf dem Spiel, und den Südstaaten der EU machen stark sinkende Einnahmen aus dem Fremdenverkehr schwer zu schaffen. Die Problematik wird durch den gestiegenen Wechselkurs des Euro noch verschärft. Ein steigender Wechselkurs drückt im Allgemeinen die Preise, aber eine negative Außenhandelsbilanz drückt umgekehrt den Wechselkurs. Und letzteres könnte über steigende Importpreise längerfristig zu einer deutlichen Beschleunigung der Inflation führen.

Aber das sind Sorgen späterer Jahre. Auf absehbare Zeit, und das soll heißen, bis weit ins Jahr 2021 hinein, sehen wir weiterhin keine inflationären Tendenzen. Die größere Gefahr droht von einem Verlust des Vertrauens in die gegenwärtige Politik der massiven Budgetüberschreitungen. Schließlich ist die verstärkte Nachfrage nach Gold schon heute ein Zeichen dafür, dass sich die gegenwärtige Politik auf recht dünnem Eis bewegt.

Welche Rolle könnte das Ergebnis der US – Präsidentenwahlen spielen?

Wenn man sich auf eines verlassen kann, dann darauf, dass Präsident Trump bis in den November hinein alles ihm mögliche unternehmen wird, um die Börsen bei Laune zu halten. Verschiedentlich wird daher die Befürchtung geäußert, dass im Falle eines Sieges des Kandidaten Biden bei den Präsidentenwahlen im November die Börsen recht verschnupft reagieren würden.



Tatsächlich haben die Börsen, bzw. im Wesentlichen die großen Konzerne auf die Wahl von Trump zum Präsidenten vor vier Jahren wesentlich freundlicher reagiert als vorher befürchtet. Schließlich ist ja vor allem seine Steuerpolitik den großen Konzernen sehr entgegen gekommen. In der

Zwischenzeit hat er sich zumindest bei dieser Gruppe auch weniger Sympathien verschert als nach seinem Verhalten eigentlich zu erwarten wäre. Aber erstens sollte man den Einfluss eines etwaigen Endes seiner Präsidentschaft nicht überschätzen. Die obige Graphik zeigt, dass die Börsen sich auch unter anderen Präsidenten ganz gut entwickelt haben. Trump ist nicht der Heilsbringer für Wirtschaft und Börsengeschehen, als der er sich gerne ausgibt.

Und zweitens hat sich gezeigt (die Spendensummen müssen veröffentlicht werden), dass zumindest bis Juni seitens der großen Konzerne für Biden nicht weniger gespendet worden ist als für Trump. Es ist daher keineswegs ausgemacht, dass bei einem etwaigen Wahlsieg Bidens die Kurse gleich nach unten gehen müssen. Viel schlimmer für die Börse wäre ein unklares Wahlergebnis mit wochen- bzw. monatelangen Streitigkeiten.

Die wirtschaftliche Erholung kommt später als erwartet

Auch wenn das niemand gerne so klar ausspricht: Die Politik ist weltweit in einem nicht wirklich lösbaren Dilemma gefangen: Manche Maßnahmen entscheiden im Effekt darüber, ob man mehr Tote oder mehr Arbeitslose riskiert. Um jeden Preis einen neuerlichen Lockdown verhindern zu wollen, ist auch eine solche Entscheidung.

Die Wirtschaftsforscher in so ziemlich allen Ländern bemühen sich intensiv um realistische Prognosen der weiteren Entwicklung. Die Signale sind allerdings ziemlich widersprüchlich. Einerseits nähert sich der Containerumschlag in den Seehäfen dem Vor – Corona – Niveau und deutet damit auf eine Erholung des Welthandels, andererseits waren die jüngsten Daten zum Konsumentenvertrauen auf beiden Seiten des Atlantik zuletzt eher schwach und haben sich im August gegenüber den letzten Monaten sogar verschlechtert.

Daher sehen sich die Wirtschaftsforscher gezwungen, ihre früheren Prognosen zurück zu nehmen. Die deutschen Prognosen gehen derzeit von rund 3 % Wirtschaftswachstum im dritten Quartal aus, noch vor einigen Wochen hoffte man für das dritte Quartal auf 8 % Wachstum. Auch weltweit werden die Prognosen bescheidener. Die Hoffnung auf eine V – förmige Erholung ist verschwunden, eher scheint im dritten Quartal weltweit ein Wachstum nur im niedrigen einstelligen Bereich wahrscheinlich - mit Ausnahme eines bereits wieder boomenden China. Der erträumte starke Aufschwung kommt heuer nicht mehr. Die Rückkehr zum Vor – Corona – Niveau der Weltwirtschaft wird noch länger dauern.

Um diese extrem widersprüchlichen Tendenzen auf einen Nenner zu bringen; Die Wirtschaft hat gerade erst begonnen, sich zu erholen. Die Börse läuft der wirtschaftlichen Entwicklung nicht mehr ganz so weit voraus wie noch vor kurzem, ist aber immer noch etwas voreilig. Das zu erwartende Wachstum im dritten Quartal bietet zwar eine etwas solidere Basis für das gegenwärtige Kursniveau. Aber wir erwarten nicht den derzeit von manchen Analysten noch vor kurzem prognostizierten schnellen und großen Aufschwung an den Börsen, und wir wollen das Risiko eines plötzlichen Absturzes nicht bagatellisieren. Der erste Donnerstag im September hat gezeigt, wie schnell es zu einem Einbruch kommen kann. Die Herbstmonate sind vor dem Dezember für starke Schwankungen durchaus anfällig, und bei so hohen Unsicherheitsmomenten wie derzeit wäre es keine Überraschung, wenn einzelne schlechte Nachrichten die Kurse zumindest innerhalb der sogenannten „natürlichen“ Schwankungs-breite in der Größenordnung von 10 bis 15 % wieder nach unten treiben.

Die massiven Strukturveränderungen

Es macht daher wenig Sinn, jetzt schon Zykliker zu kaufen. Wir halten es für ein Gebot der Vorsicht, sich derzeit noch auf Aktien von Unternehmen zu konzentrieren, die von der gegenwärtigen Krise kaum betroffen sind oder am Ende gar von ihr profitieren.

Die Lage der einzelnen Branchen ist schließlich auch zu unterschiedlich. Manchen Branchen geht es dramatisch schlecht. Die UNO erwartet beispielsweise allein im Tourismus weltweit den Verlust von 100 bis 120 Millionen Arbeitsplätzen. Von kleinen Einzelunternehmen im Dienstleistungsbereich bis hin zu großen Fluglinien sind die Perspektiven nicht gut. Aber es gibt Branchen und Unternehmen, denen die Krise wenig anhaben kann, Stromversorger, die vom Trend zur Elektromobilität profitieren, Wasserversorger, die sich um Ihren Absatz keine Sorgen zu machen brauchen, Entsorger und Recycler. Auch die Bauwirtschaft ist von der Krise weniger betroffen als befürchtet, und wird wohl von den großen Konjunkturprogrammen profitieren, um deren Realisierung sich die Staaten bemühen.

Außerdem gibt es die Gewinner, im Gesundheitsbereich und vor allem im IT – Bereich. Dazu kommt ein Bereich, der eigentlich der allgemeinen Konjunkturlage nach zu den Verlierern zu zählen wäre, der aber schon jetzt vom neuerlichen Aufschwung in China profitiert: Die Produzenten von Eisenerz und die Recycler von Metallen, insbesondere Kupfer.

Es gibt also genug Aktien, deren Kauf auch in der jetzigen unklaren Lage überlegenswert ist. Selbst die allerbesten unter ihnen sind nicht vor Schwankungen gefeit, die auch durchaus kräftig nach unten gehen können. Und solche Schwankungen sind angesichts der Übertreibungen der Kurse nach oben ein nicht geringes Risiko. Unter diesem Vorbehalt hat man aus heutiger Sicht eine ziemliche Auswahl:

Im IT – Bereich muss man nicht unbedingt immer die ganz großen kaufen. Sowohl Amazon als auch Facebook haben einen starken Lauf hinter sich, geraten aber wegen einer faktischen Monopolstellung einerseits, wegen des Umganges mit Daten und Texten unter zunehmendem Beschuss. **Nvidia** hat gerade einen neuen Superchip zu einem vergleichsweise günstigen Preis auf den Markt gebracht. Die von uns vor 2 Monaten erwähnten **Teamviewer** und **Taiwan Semiconductor** haben danach kräftige Steigerungen gebracht, die noch keineswegs beendet sein müssen, und **Alibaba** sollte nicht nur von der raschen und kräftigen Erholung Chinas profitieren, sondern wird auch mit hohem Tempo in immer neuen Bereichen und Märkten aktiv.

Der nächste besonders attraktive Sektor ist der Gesundheitssektor. Pharmaaktien stehen derzeit besonders hoch im Kurs, und wir haben oben die erwähnt, die sich gerade besonders intensiv um einen Corona – Impfstoff bemühen. Aber auch **Astra Zeneca**, **Glaxo Smith Kline**, **Novartis** und **Roche** sind Unternehmen, die ebenso beachtenswert sind wie die Hersteller von Laborausrüstungen wie beispielweise **Sartorius**.

Und China boomt. Im August sind die Exporte wieder um mehr als 9 % gestiegen, und der Außenhandelsüberschuss hat 59 Mrd. Dollar ausgemacht. Auch hat sich die Nachfrage bereits so weit erholt, dass Eisenerz nachgefragt wird wie vor Corona. Und Kupfer ist vor allem im Zusammenhang mit dem Netzausbau so begehrt, dass auch hier die Preise wieder so hoch sind wie zuvor. Davon profitieren Unternehmen wie **BHP Billiton** oder auch der Recycler von Kupfer und anderen Metallen **Aurubis**. Natürlich kann man, wenn man spekulieren will, auch Firmen wie **Delivery Hero** kaufen. Nur sollte man sich bewusst sein, dass dieser Essenzusteller an der Börse

bereits mit 18 Mrd. Euro bewertet wird, noch keinen einzigen Euro Gewinn gemacht hat, und auch heuer keinen machen wird.

Wenn man auf die Zukunft setzen will, dann gefallen uns andere Aktien besser. **Linde** ist der derzeit größte Wasserstoffproduzent der Welt, und Wasserstoff wird im kommenden Energiemix eine große Rolle spielen. Das Baugeschäft wird von den konjunkturellen Unterstützungsmaßnahmen vermutlich weltweit profitieren, und damit Unternehmen wie etwa der **STRABAG**, bei der man auf absehbare Zeit mit einer Effektivrendite von gut 3 % rechnen kann.

Wien, 07.09.2020

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 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.