

## STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN NOVEMBER 2018

### Zu Tode gefürchtet ist auch gestorben

An den Börsen zählt der Oktober historisch zu den meist etwas besseren Monaten. Heuer war das anders. Der DAX verlor im Oktober 6,5 %, der S&P 6,9 %, und der MSCI World per Saldo 6,2 %. Dazu kam eine besonders hohe Volatilität. Allein am 29. Oktober begann New York mit Indexzuwächsen des Dow im dreistelligen Bereich, um dann binnen weniger Stunden 900 Punkte abzugeben und auch diesen Tag mit schweren Verlusten zu beenden.

Eher ungewöhnlich ist der Umstand, dass die gegenwärtige Lage zwar durch jede Menge Risiken und Unsicherheitsmomente gekennzeichnet ist, und man politische Gründe für den Absturz nennen kann, aber die wirtschaftlichen Daten eigentlich eine ganz andere Sprache sprechen. Bleiben wir zunächst bei den Gründen für die Schwäche des Aktienmarktes. Einer ist offenkundig: Die Kurse waren, gemessen am langjährigen Trend, einfach zu hoch.



Auch zwei weitere Gründe sind schnell identifiziert. Der eine ist die Angst vor einem Handelskrieg mit China. Der oben geschilderte Absturz am 29.10. erfolgte unmittelbar nachdem aus dem Weißen Haus (wieder einmal) wilde Drohungen gegen China zu hören waren, der Anstieg am nächsten Tag um 400 Punkte folgte ebenso prompt einer etwas abschwächenden Erklärung aus der gleichen Quelle.

Weniger offensichtlich, aber nicht minder wichtig ist der dritte Grund: Das Börsengeschehen hängt in den USA nach allen Lehren aus der Vergangenheit auch stark von der Liquiditätsversorgung durch die Federal Reserve ab. Immer noch erfolgen viele Aktienkäufe auf Kredit, und viele Unternehmen arbeiten mit zinssensiblen Fremdkapital. Manche Analysten meinen sogar, für die weitere Entwicklung des Aktienmarktes in den USA werde die expansive oder aber restriktivere Haltung der FED der entscheidende Faktor sein.

Einen Rückgang der Kurse in einer Phase guter Konjunkturentwicklung hat es in den letzten Jahrzehnten nur zweimal gegeben: 1962 im Zusammenhang mit der Kubakrise, und 1987 nach einem massiven technischen Absturz der Handelssysteme. Beide Mal brauchten die Börsen rund ein halbes Jahr, bis sie wieder auf dem Vorkrisenniveau angelangt waren.

Auch dieses Mal gibt es wirtschaftlich kaum Gründe für sinkende Kurse: In den USA lag die Wachstumsrate des Sozialproduktes im dritten Quartal, aufs Jahr gerechnet, bei 3,5 %. Nach wie vor herrscht Vollbeschäftigung, und die Löhne steigen. Schon deshalb wird es mit der traditionell stark vom privaten Konsum abhängigen Konjunktur nicht so bald zu Ende gehen. Außerdem hat gut die Hälfte der im S & P – Index enthaltenen Unternehmen bereits über das dritte Quartal berichtet, drei Viertel davon haben die Erwartungen übertroffen. In Europa gibt es Anzeichen einer Konjunkturabschwächung, aber die ist regional recht unterschiedlich. In Italien gibt es derzeit kaum mehr Wachstum. In Deutschland wird zwar aktuell auch etwas schwächeres Wachstum als zuletzt erwartet, aber nach den letzten Analysen der Marktforscher ist zumindest die Bereitschaft der Konsumenten, durch ihre Ausgaben die Konjunktur in Schwung zu halten, ungebremst hoch.

### Die Vielzahl der Risiken

Andererseits gibt es genug Risiken, die viele Investoren veranlassen, sich beinahe zu Tode zu fürchten: Da ist zunächst einmal die unter Trump rabiät gewordene amerikanische Außen (-handels) -politik. Man sollte nicht hoffen, dass die nunmehrige Mehrheit der Demokraten im Repräsentantenhaus daran sehr viel ändern wird. Denn die Ziele der amerikanischen Politik, vom höheren Beitrag der anderen NATO – Staaten bis hin zu einem Abbau des amerikanischen Handelsdefizits, haben sich unter Trump nicht geändert. Geändert hat sich die Methode der Durchsetzung, und die bringt jede Menge Spannungen.

Auch in Europa sind die Risiken nicht geringer geworden. Die künftige Politik in Berlin ist unklar, die Verhandlungen rund um den Brexit sind auf beiden Seiten nicht gerade ein Musterbeispiel diplomatischen Geschicks, und die neue italienische Regierung hält

sich eher an Trump als Vorbild statt an die europäischen Spielregeln. Das Immigrationsproblem ist völlig ungelöst. Zu den Hoffnungen, durch verstärkte Investitionen in Afrika zu einer Verringerung des Problems beitragen zu können, gibt es auch weniger freundliche Kommentare von Schwarzafrikanischer Seite. Die besagen, mehr oder minder höflich verbrämt, man habe wenig Interesse an Staaten, die jahrhundertlang die Vorfahren der heutigen Bewohner Schwarzafrikas verfolgt und versklavt hätten, die Länder sodann erobert und ausgebeutet hätten, und nunmehr mit moralischen Vorhaltungen daher kämen, während China weder Kolonialmacht gewesen sei noch den Afrikanern Vorschriften machen wolle. Geld wird zwar immer gerne genommen, aber eine Verringerung des Immigrations-drucks sollte sich Europa von etwas mehr Investitionen in Schwarzafrika nicht erwarten.

Noch eine dritte Kategorie von Risiken ist zu erwähnen. Das sind die der Entwicklungsländer. Bekannt sind die Probleme, die verschuldeten Staaten der Dritten Welt durch den steigenden Dollarkurs drohen. Mittelfristig kommt aber ein ganz anderes Problem gerade auf die weniger entwickelten Länder zu: In Indien, Pakistan, Bangladesch und noch so manch anderen Staaten, auch in Südamerika, kann derzeit wegen niedriger Löhne besonders günstig produziert werden. Aber gerade diese Produktionsstrukturen sind durch künftige Automatisierung besonders gefährdet. Nach einer vorliegenden Studie der ILO, der International Labour Organisation, haben die entwickelten Industrieländer zwischen 2005 und 2014 rund 0,5 % der Arbeitsplätze allein durch Automatisierung verloren, die Schwellenländer dagegen 14 %. So problematisch solche Berechnungen immer sein mögen, der Trend ist offenkundig, und könnte die Lage der Schwellenländer weiter verschlimmern.

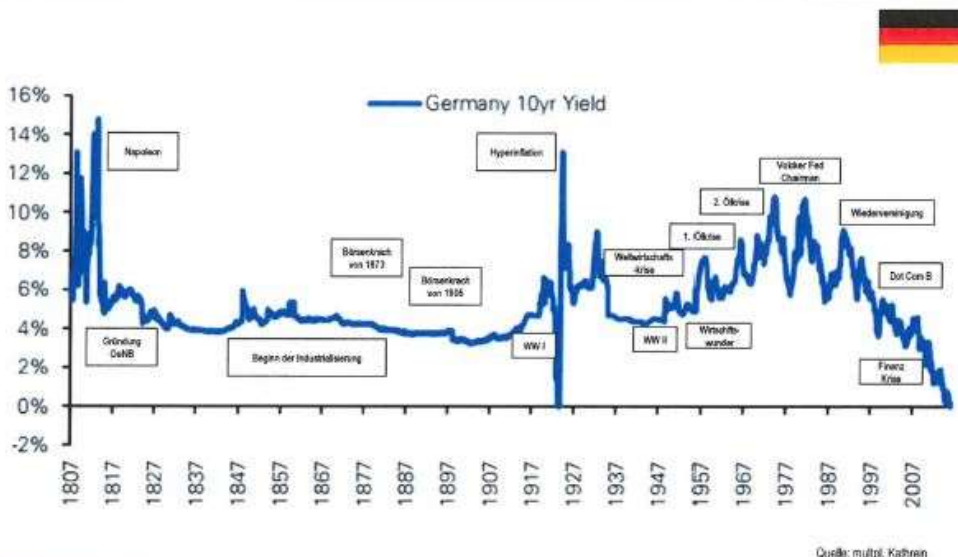
All diese Risiken tragen zu einem vorsichtigeren Verhalten der Investoren bei. Wir meinen, die beste Strategie, solchen Risiken zu begegnen, besteht nicht darin, sich pauschal vor allen möglichen Veranlagungen zu fürchten, sondern eher darin, konkrete Risiken auch konkret zu vermeiden. Unserer Meinung nach macht es keinen Sinn, Staatsanleihen wie etwa von Italien zu kaufen, bloß weil es dafür bei 10 Jahren Laufzeit Zinsen von 3,4 % gibt. Man bekommt derzeit bei Corporate \$-Bonds erstklassiger Unternehmen wie etwa Nestle oder Pepsico bei kürzerer Laufzeit immerhin 3 %. Die Perspektiven für England wird man vermutlich erst nach dem März 2019 abschätzen können, die neue brasilianische Regierung wird kontrovers beurteilt, und auch sonst gibt es jede Menge Plätze auf dieser Erde, in denen man derzeit nicht unbedingt vertreten sein muss. Es gibt immer noch genug andere, etwas konservativere und trotzdem attraktive Veranlagungsmöglichkeiten.

### Wieso schlagen die amerikanischen Zinsen nicht auf Europa durch?

Der Zinsabstand zwischen Europa und den USA hat ein Ausmaß erreicht, das eigentlich massiven Kapitaltransfer auslösen müsste. Die Renditedifferenz zwischen USA -Staatsanleihen und deutschen Staatsanleihen pendelte zuletzt sogar um die 3 %. Wenn sich der Kapitaltransfer trotzdem in engen Grenzen hält, so ist einer der Gründe dafür die durch die vorhandenen Regularien aufgezwungene geringe Mobilität europäischer Versicherungen, die ja als Investoren keine geringe Rolle spielen. Ihnen sind in Europa teilweise massive Verpflichtungen zur Unterlegung mit Eigenkapital auferlegt (bis über 30 Prozent!), wenn sie anders investieren als in Staatsanleihen. Im Interesse einer Bevorzugung solcher Anleihen wird die Mobilität des Kapitals – und damit letztlich auch die Rendite der Anleger in Sparprodukten von Versicherungen – drastisch eingeschränkt.

Wir glauben, dass auf Dauer ein solcher Renditenabstand trotzdem nicht zu halten sein wird. Dazu kommt, dass die derzeitige Null Zins – Lage in Europa eine wirkliche Absurdität darstellt. Die Kathrein-Bank hat eine Darstellung der Zinsentwicklung in Deutschland (vor der Gründung des Deutschen Reichs 1871 in Preußen) über die letzten 200 Jahre erarbeitet. In diesen 200 Jahren gab es – außer heute – nur ein einziges Mal so niedrige Zinsen, und das war kurz in einer Sondersituation der Zwischenkriegszeit.

### Zinsen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen in den letzten 200 Jahren



Aller historischen Erfahrung nach ist daher eine längere Phase der Nullzinspolitik nicht realistisch. Zugleich aber befinden wir uns in einer Phase, die durch das Zusammentreffen mehrerer Trends gekennzeichnet ist: Der erste ist der langfristige Anstieg der Staatsverschuldung auch und gerade in den industrialisierten Ländern. In früheren Jahrhunderten hätte das längst zum Staatsbankrott geführt. Das wird bisher nur durch einen zweiten, gegenläufigen Trend verhindert, und das ist der Einsatz der jeweiligen Zentralbanken vorrangig nicht zur Erhaltung der Geldwertstabilität, sondern zur Unterstützung der Banken und der Kapitalmärkte.

Und der dritte Trend ist nun leider einmal der der wirtschaftlichen Auseinanderentwicklung von Staaten, die in der EU durch eine gemeinsame Währung verbunden sind. Das derzeitige Paradebeispiel dafür sind Deutschland und Italien. Aber während die geltenden EU – Regeln immer noch dem „no-bailout“ – Grundsatz folgen, sind die Bemühungen anderer EU – Staaten als Deutschland schon recht intensiv geworden, indirekt, wie z.B. über eine gemeinsame Bankenhaftung, doch eine praktische Gesamthaftung der EU für einzelne Staaten zu erreichen. Im Hinblick auf das gegenwärtige Verhalten der italienischen Regierung einerseits und die Unsicherheiten über die künftige politische Linie und Zusammensetzung der deutschen Regierung wird sich hier in nächster Zeit wenig tun.

Aber deswegen wird das Problem nicht kleiner. Die notwendige Konsequenz aus dieser Konstellation für Investoren ist unserer Meinung nach besondere Vorsicht bei Veranlagungen in festverzinslichen Wertpapieren. Wir bevorzugen in Europa Floater mit variablen Zinsen. Bei denen kann man wenigstens erwarten, dass die Kursverluste im Falle steigender Zinsen in engen Grenzen bleiben und man daher (den Fall einer Bonitätsverschlechterung ausgenommen) ohne besondere Kursverluste auch während der Laufzeit wieder aussteigen kann. Und solange Dollarkredite auch erstklassiger Schuldner bei kurzen Laufzeiten 3 % und mehr abwerfen, sind sie einfach attraktiver. Wir haben zuletzt mehrere Argumente angeführt, die für den Dollar sprechen. An denen hat sich nichts geändert. Auch Indexanleihen sind eine brauchbare Alternative. Aber man muss dabei beachten, dass die meisten solcher Anleihen aus Frankreich stammen. Und auch dieses Land würden wir wegen des hohen Engagements französischer Banken in Italien derzeit nicht sehr hoch gewichten.

### **Die heutigen Chancen und Risiken von Aktien**

Dass Aktien langfristig die vermutlich sinnvollste Veranlagungsform darstellen, darüber sind sich die Analysten ziemlich einig. Aber dabei gibt es gleich mehrere Probleme. Eines ist die zuletzt stark gestiegene Volatilität, die zunehmenden Kursschwankungen. Das hängt auch mit dem zunehmenden Einsatz von automatisierten Handelssystemen zusammen. Die sind relativ intelligent konstruiert, aber eben nur relativ. Erstens sind sie bei Aktien meist auf Reaktion auf Quartalsergebnisse programmiert. Kommt es zu Unterschreitungen der Erwartungen, und sei es auch nur auf der Umsatzseite wie zuletzt bei Amazon, dann wird verkauft. Und da alle Programme annähernd gleich konstruiert sind, wirken alle in die gleiche Richtung. Die Reaktionen auf Quartalsergebnisse werden immer stärker, ja geradezu maßlos übertrieben, allein wegen des Einflusses vieler ähnlich konstruierter Programme.

Dazu kommen umfangreiche Programme für den Handel mit ETF's, die einen ganzen Index abbilden, sei es long oder short, und die daher immer eine ganze repräsentative Menge von Aktien kaufen oder verkaufen müssen. Auch hier wirkt sich die Vielzahl ähnlicher Programme in übertriebenen Kursschwankungen in die eine oder eben andere Richtung aus.

Ein weiteres Problem ist, dass es vom langfristig positiven Trend, der auch in der Graphik auf Seite 1 deutlich wird, immer wieder, und zwar auch mehrjährige Abweichungen nach unten gibt. Das gilt besonders für Phasen eines Konjunkturrückgangs, und ein solcher wird allmählich deshalb immer wahrscheinlicher, weil es eben immer wieder Konjunkturschwankungen gibt.

Und da ist Aufmerksamkeit gefordert. In den letzten Konjunkturphasen haben nämlich die Aktienkurse nicht erst nach einem tatsächlichen Rückgang des Wirtschaftswachstums nachgegeben, sondern oft schon bei den ersten deutlicheren Anzeichen eines Rückgangs. Die nachstehende Tabelle zeigt für die letzten Konjunkturphasen, wann es mit der Konjunktur, und wann es mit den Aktien nach unten gegangen ist. Und das war oft schon Monate vorher.

End of bull market	Peak of the business cycle	# months
(1)	(2)	(2)-(1)
Juli 2007	Dezember 2007	5
März 2000	März 2001	12
September 1989	Juli 1990	10
November 1980	Juli 1981	8
Jänner 1973	November 1973	10
November 1968	Dezember 1969	13
Juli 1959	April 1960	9
Average		10

Für die nächsten Monate liegt daher eine Strategie nahe, die einerseits auf diese zu erwartende Entwicklung Bedacht nimmt, aber andererseits berücksichtigt, dass zum Jahresende vor allem die investierenden Banken und Versicherungen um etwas freundlichere Kurse bemüht sind: Bis zum Jahresende sollte man, wenn überhaupt, Aktien nur sehr selektiv verkaufen, und sie eher durch shorts absichern. Ab dann ist je nach der weiteren Entwicklung der Weltkonjunktur ein zumindest teilweiser Ersatz von Aktien durch Festverzinsliche Anleihen angebracht. Und bei diesen sollte man, wie gerade begründet, nur sehr selektiv vorgehen.

Aber auch bei Aktien kann und muss man differenzieren. Es hat sich nämlich gezeigt, dass selbst in Zeichen ausgeprägter wirtschaftlicher Schwäche Qualitätsaktien nicht nur ihr Kursniveau halten, sondern sogar zulegen konnten. Nur was sind Qualitätsaktien? Dafür gibt es eine ganze Reihe von Identifikationsmerkmalen wie hohes Eigenkapital, stabile Ertrags- und Umsatzentwicklung, starke Konkurrenzposition in einem stabilen Markt, und noch so manch weiteres.

Allerdings sollten diese Kriterien bei der Auswahl von Aktien durch ein ganz wichtiges weiteres Kriterium ergänzt werden. Wir leben in einer Welt enormer, nicht nur technischer Veränderungen, sondern zusätzlich so mancher ganz gut identifizierbarer Megatrends ebenso wie ausgesprochen disruptiver Technologien, die bestehende Produktionsstrukturen massiv verändern können. Ein Beispiel dafür haben wir oben bei der Erwähnung eines spezifischen Problems von Entwicklungsländern gebracht. Die nachstehende Aufzählung erhebt keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit, sondern ist eher selektiv:

- Ein für eine wachsende Weltbevölkerung stetig steigender Bedarf an Nahrungs-mitteln, während zugleich die Debatte über Saatgut und Pflanzenschutzmittel an Schärfe zulegt
- Ein sprunghaft weiter steigender Bedarf an elektronischer Datenverarbeitung und an Speicherkapazitäten dafür, sowie die Entwicklung künstlicher Intelligenz,
- Eine revolutionäre Veränderung der Produktionsmethoden, mit einem stark zunehmenden Bedarf nicht nur an künstlicher Intelligenz, sondern auch an Robotern
- Eine weiter zunehmende Lebenserwartung, verbunden mit erhöhter Belastung staatlicher Sozialsysteme, aber auch mit erhöhtem medizinischen und Pflegebedarf, wobei Robotertechnik auch bei Operationen verstärkt Anwendung findet.
- Der Bedarf an Wohnungen und an einer verbesserten Infrastruktur für die zunehmenden Anforderungen einer zunehmenden Bevölkerung
- Eine revolutionäre Umgestaltung unserer klassischen Methoden der Energie-gewinnung weg von fossilen Energieträgern.
- Banken sind und bleiben für die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft unverzichtbar. Aber die Unterschiede in ihrer Leistungsfähigkeit sind enorm. So haben beispielsweise Deutsche Banken derzeit eine effektive Kapitalrendite von rund

einem Prozent, spanische und französische im Durchschnitt um die Fünf, und amerikanische im Schnitt Neun Prozent. Die Unterschiede sind viel zu groß um sie bei Veranlagungs-entscheidungen zu vernachlässigen.

- h) Und last not least ist mit einem dem Bevölkerungswachstum entsprechenden zunehmenden Bedarf an sauberem Trinkwasser zu rechnen.



### Überlegungen zu einer möglichen Strategie

Angesichts der Vielzahl von völlig unterschiedlichen Sparzielen, völlig unterschiedlichen Möglichkeiten der Kapitalbildung und auch unterschiedlicher Risikobereitschaft gibt es keine „one-fits-all“ – Strategie. Wir schlagen daher nicht eine Strategie vor, die wir als Patentrezept verkaufen wollen, sondern wollen lediglich Überlegungen zeigen, die der gestiegenen Volatilität, den vorhandenen Risiken und auch dem näher rückenden Abflauen der Konjunktur einigermaßen Rechnung zu tragen versuchen:

- Da ist zunächst eine Erhöhung des Anteils festverzinslicher Anleihen, das aber unter Bedacht auf weiter steigende Zinsen: Soll heißen, entweder variable Zinsen und/oder kurze Laufzeiten, und um Staatsanleihen einschließlich Anleihen von Entwicklungs-ländern lieber einen Bogen machen.
- Aktien weiterhin ja, weil sie – wenn auch nur auf lange Sicht – immer noch die beste Vermögenssicherung darstellen. Dabei aber Bedachtnahme darauf, dass in der nächsten Zeit kurzfristige Spekulationen eher selten funktionieren werden und man sich daher besser auf Qualitätsaktien konzentrieren sollte, die den angeführten Wachstumstrends entsprechen.
- Darüber hinaus sollte man den zunehmenden Trend zu ETF's, die einen ganzen Index abdecken können, nicht außer Acht lassen. Damit kann man kostengünstig an Trends teilnehmen. Man sollte sich nur nicht die ganze Zeit auf sie verlassen. Wenn Trends nach unten zeigen, ist ein Wechsel aus ETF's in festverzinsliche Anleihen angezeigt, notfalls sogar in Kontoguthaben. Das Problem dabei ist natürlich das rechtzeitige Erkennen von Trends. Wie die Darstellung oben auf Seite 6 deutlich macht, kann man nicht warten, bis die Konjunktur abstürzt, sondern muss sich nach Frühwarn-indikatoren richten.

Wie üblich, wollen wir mit dem Hinweis auf Aktien schließen, die von den angeführten Wachstumstrends profitieren sollten. Dabei geht es uns um Beispiele, nicht um konkrete Empfehlungen. Aber so sollte zumindest deutlich werden, dass es an Veranlagungs-möglichkeiten nicht mangelt. Da sind bei Nahrungsmitteln vorzugsweise **Nestle** und **Unilever** zu erwähnen. Der EDV- Bereich umfasst ein weites Feld. Apple scheint im Moment etwas hinter den eigenen Umsatzerwartungen zurück zu bleiben. Aber im Bereich der künstlichen Intelligenz ist gerade **Alphabet (Google)** besonders breit aufgestellt, und **Microsoft** wächst mit der Datenspeicherung in der Cloud. In den Sektoren Robotik und Gesundheit zugleich ist **Intuitive Surgical** tätig, die eine führende Rolle in der Produktion, und auch bei der Weiterentwicklung von Operationsrobotern spielen. Stetiges Wachstum im Gesundheits-sektor dank seiner breiten Aufstellung verzeichnet ebenso **United Health**. Im Immobilienbereich ist eigentlich doppelt Vorsicht geboten. Einerseits leiden gerade große Einkaufszentren unter der zunehmenden Konkurrenz durch den Online -Handel, andererseits haben manche Unternehmen auch im Bereich der Wohnimmobilien Grundstücks- und ganze Firmenankäufe mit viel Fremdkapital finanziert, was bei steigenden Zinsen zu Problemen führen könnte. Unternehmen wie **Deutsche Wohnen** beschränken sich auf Wohnungen und sind (vergleichsweise) konservativ finanziert.

Welche Energieformen sich letztlich durchsetzen werden, ob Elektrizität oder Wasserstoff, und wie beide produziert werden, ist bisher ein offenes Rennen. Sicher ist allerdings, dass der Ausbau der Stromversorgung vor allem einen Ausbau des Leitungsnetzes notwendig macht, und dabei spielen Unternehmen wie etwa **E.On** eine entscheidende Rolle. Unter den Banken dieser Welt ist **JPMorgan** eine der stärksten überhaupt, und noch dazu relativ günstig bewertet, und auf die solide Wachstumsmechanik amerikanischer **Wasserversorger** (im Osten, nicht im austrocknenden Westen der USA) haben wir bereits wiederholt verwiesen. Ebenso kann man **Veolia** dazu rechnen, die auch als Entsorger weltweit tätig sind.

Europäische Aktien sind in dieser Aufzählung eher unterrepräsentiert. Schließlich haben wir dabei berücksichtigen müssen, dass die Gewinnentwicklung europäischer Aktien im bisherigen Jahresverlauf deutlich hinter der amerikanischen zurück geblieben ist.

Redaktionsschluss: 12.11.2018

Autor **PRIVATCONSULT** Vermögensverwaltung GmbH (PC)

#### *Disclaimer*

Die **PRIVATCONSULT** Vermögensverwaltung GmbH (PC) ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die PC erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. Die PC ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind. Die PC wie auch deren Mitarbeiter übernehmen keine wie immer geartete Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen sowie der im Rahmen von Vorträgen oder

Webinaren getätigten Aussagen. Diese Unterlage ist streng vertraulich und kann rechtlich geschützte Informationen enthalten. Sie ist ausschließlich für den beabsichtigten Empfänger bestimmt und darf von anderen Personen als dem beabsichtigten Empfänger nicht gelesen, gespeichert, gedruckt oder auf sonstige Weise verwertet werden. Insbesondere ist jede Vervielfältigung oder Veröffentlichung der Inhalte dieser Unterlage, einschließlich des darin eventuell enthaltenen Text- und Bildmaterials, ohne vorherige schriftliche Zustimmung der PC strengstens verboten. Sollten Sie diese Unterlage irrtümlich oder auf unrechtmäßige Weise erhalten haben, so informieren Sie uns bitte umgehend und vernichten gegebenenfalls bereits erzeugte Ausdrücke und Kopien. Eine Verletzung der oben genannten Pflichten kann rechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.