



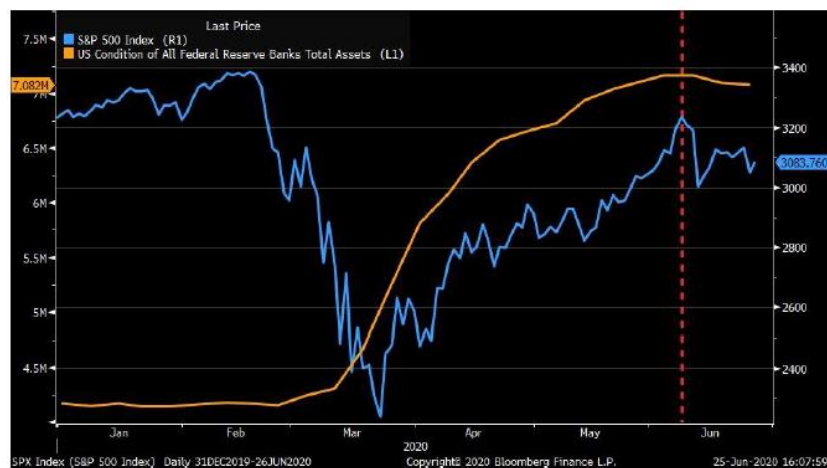
17. JULI 2020

NOTIZEN ZUM I. HALBJAHR 2020

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Die fulminante Erholung der Aktienmärkte in den Industrieländern im II. Quartal, insbesondere den USA, überdeckt Wolken, die am Horizont für die globale Wirtschaft aufziehen. Schon jetzt schätzt J.P. Morgan, dass bis Ende 2021 global ein Wirtschaftsvolumen von ca. 5,5 Billionen US-\$ vernichtet wird. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) veranschlagt die Schäden alleine für die US-Wirtschaft in diesem Jahr bei \$ 2,6 Billionen – diese Summe ist übrigens geringer, als die US-Notenbank durch Aufkaufprogramme in den ersten vier Wochen zur Verfügung stellte. Auch die Hilfszahlungen der US-Regierung belaufen sich jetzt schon auf eine weitaus größere Summe. Die Beträge sind für unsere Vorstellung astronomisch und stehen für eine beispiellose Geldinflation. Die Maßnahmen der europäischen Staaten liegen in ähnlicher Größenordnung.

Noch nie sind die Aktienkurse der Realwirtschaft so entteilt wie in der aktuellen Krise. Dies wird den schnellen, unmäßigen und konzertierten Bemühungen sowohl der Notenbanken als auch der Regierungen, mehrheitlich in den Industrieländern, zugeschrieben. Hier sehen Sie in blauer Farbe den S&P 500 und in orange die Bilanz der US-Notenbank.



Die Anlegerschaft setzt voraus, dass diese Aktionen die Bewertung der Finanzmärkte nicht nur stabilisieren, sondern auch in neue Sphären tragen können. Ist dies nachhaltig und möglich – so wie es in der Finanzmarktkrise geschah? Die anderen Anlageklassen bzw. Märkte, wie Gold, Staatsanleihen oder der Risikoindex VIX, sehen die Zukunft pessimistischer. Und auch die Top 100-Mitglieder des nur CEOs zugänglichen Business Roundtable¹ sehen eine wirtschaftliche Normalität frühestens Ende 2021. Unternehmen und Finanzmärkte können mit Unsicherheit schwer umgehen. Investitionen unterbleiben und die Kostenstruktur, insbesondere der große Block der Lohnkosten, wird widerstandsfähiger aufgestellt. Daher werden in den kommenden Monaten noch viele Unternehmen die Chance nutzen, ihren Mitarbeiterstab zu optimieren. Nicht nur die weitere Entwicklung der Pandemie, sondern auch die verheerenden Auswirkungen auf die kleinen und mittleren Unternehmen, sind noch nicht abschätzbar. Ganz zu schweigen von den Veränderungen im Konsumverhalten der Verbraucher oder den strukturell höheren Kosten durch Vorbeugemaßnahmen und Veränderung der Lieferketten. Glücklicherweise existieren auch in solchen Zeiten Investments, die langfristig, oder aber auch auf einen kurzfristigen Zeithorizont hin, reüssieren und Werte bewahren.

¹ Der Business Roundtable wurde 1972 in Washington gegründet und ist nur Vorstandsvorsitzenden (CEOs) offen.



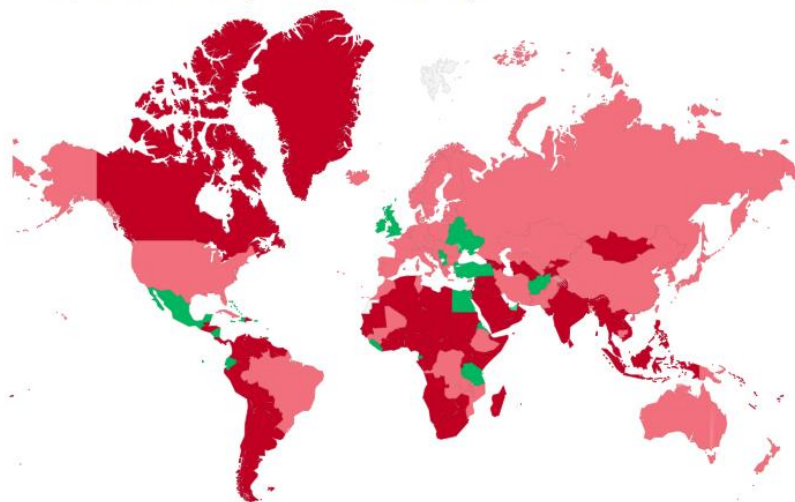
Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Während sich in diesen Notizen auf wirtschaftliche Indikatoren konzentriert wird, können andere Informationen ein ebenso genaues Bild von Entwicklungen zeichnen, die Einfluss auf den Wirtschaftsausblick haben. Sicherlich war der amerikanische Präsident schon vorher instrumental in der Veränderung

des globalen Wirtschaftsklimas hin zu abnehmender Kooperation und nationalistischen Prioritäten. Aber die weltweiten Reaktionen aller Regierungen auf die Pandemie sind nun ein weiterer Katalysator zur Abkehr von der Globalisierung. Die Graphik, publiziert auf der Reisevermittlungs-Plattform Kayak, zeigt Ihnen das Ausmaß der erzwungenen Isolierung, Stand Anfang Juli.

Travel restrictions by country*

This map shows which countries have entry restrictions by air for travel into the country.



* "Countries" include sovereign states, overseas territories, constituent countries, and special administrative regions.

Completely closed

Only citizens, residents returning home, or people in other special circumstances may enter the country.

112
countries are completely closed
no changes from yesterday

Partially open

Entrance into the country may depend on the traveler's citizenship, point of origin, or other specific regulations.

71
countries are partially open
+5 from yesterday

Reopening soon

The country has announced a specific date for reopening, but certain entry requirements may still apply.

3
countries are opening soon
no changes from yesterday

No restrictions

The country has no formal entry restrictions in place, but is still monitoring the situation and may have other travel advisories in place.

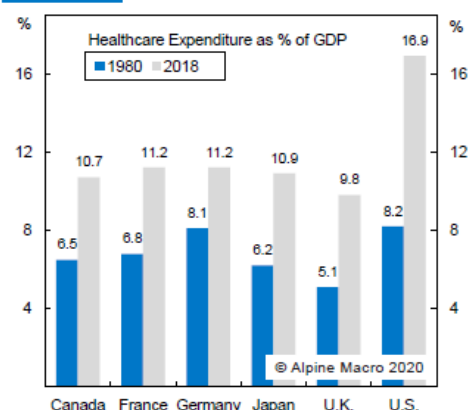
32
countries have no travel restrictions
+5 from yesterday

sehr „sicheren“ Lebens durchziehen. Weiter zunehmende soziale Konflikte sind dabei eine bedauerenswerte Begleiterscheinung. Diese Entwicklungen sollten Kapitalströme und Kapitalmärkte durch ihre starke globale Vernetzung immer wieder unter Stress setzen.

Nachdenkens-Wert

Während sich scheinbar alle Aufmerksamkeit auf Lösungswege aus der Pandemie konzentriert, sind interessante Entwicklungen in der Gesundheitsindustrie zu beobachten. Zumindest in den letzten Jahren konnte die gesamte Branche aus anlagentechnischer Sicht trotz hoher Innovationsaffinität mit Technologiewerten nicht mithalten. Jetzt eröffnen sich vor dem Hintergrund der COVID-19-Krise interessante Opportunitäten, die wesentlichen Fortschritt in einer Branche vorantreiben, in der bis dato mehr die Krankenversorgung als eine Gesundheitsvorsorge im Vordergrund stand. Der Trend zu steigenden Ausgaben ist weltweit ungebrochen und nicht nur die Überalterung der westlichen Gesellschaft, die Zunahme chronischer Krankheiten und die steigende globale Mittelschicht sollten dem Segment Rückenwind geben.

Chart 8 Rising HC Expenditure Share



Source: OECD Frequently Requested Data 2019

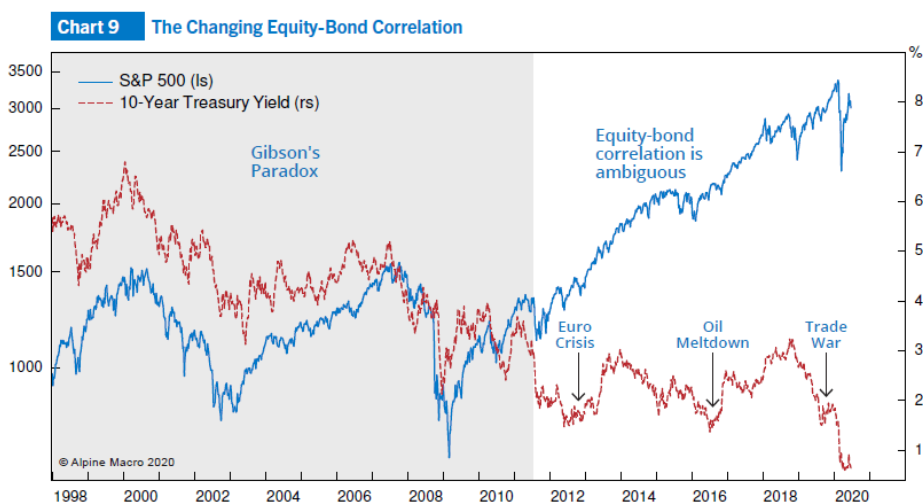


Kein Wunder, dass globale Pharmaunternehmen seit Jahrzehnten für ihre Stabilität, Dividende und Cash-Flow-Generierung gern gesehene Gäste in Investmentportfolios sind. Darüber hinaus zeichnen sich viele dieser Protagonisten durch eine geringe Verschuldung aus. Dynamik jedoch sollte in der Zukunft aus anderen Segmenten zu erwarten sein – ein Lichtblick in einem mit so vielen Fragezeichen versehenem wirtschaftlichen Umfeld. Denn die Pandemie hat die Schwächen unserer Gesundheitssysteme schonungslos offengelegt. Ein erster Fokus liegt verständlicherweise derzeit auf Antivirus- und Impfstoff-Entwicklungen. Aber viel wichtiger ist der kommende Innovationsschub, verbunden mit einer engen Zusammenarbeit zwischen Regierungen und der Pharmaindustrie, sowie Investitionen in Gesundheitstechnologien. Biotech-Unternehmen, Dienstleister mit High-Tech-Lösungen und innovative, forschungszentrierte kleine und mittlere Pharmaunternehmen sollten als Investments vorgezogen werden. Abwarten sollte man noch bei Investitionen in die Medizintechnik, die in den letzten Jahren von der starken Alterung unserer Gesellschaft profitierte und sich derzeit in einer Konsolidierungsphase befindet.

Indikatoren unter Beobachtung

Die Anlegergemeinde geht davon aus, dass wir mit niedrigen Zinsen langfristig rechnen können. Stark steigende Arbeitslosigkeit in vielen Ländern und die mit dem Virus verbundene Unsicherheit legen dies nahe. Nicht zuletzt haben die gemeinsamen Anstrengungen der Zentralbanken seit der Jahrtausendwende für eine beispiellose Zinssenkung über zwei Jahrzehnte gesorgt. Immer wieder ist aber festzustellen, dass der Markt dort überraschend agiert, wo eine einheitliche Meinung zur Entwicklung einer Anlageklasse besteht.

Diversifizierte Portfolios haben zwischen 1996 und 2012 (siehe grauer Bereich des Schaubilds) von einem ungewohnten Phänomen profitiert: Wann immer die Aktienmärkte fielen, stiegen die Kurse der Anleihen. Diese Phase ist historisch einmalig. Man bezeichnet dies als Gibson's Paradox, bei dem Inflation und Inflationserwartungen so niedrig sind, dass sowohl Aktien- als auch Anleiherenditen durch das erwartete Wirtschaftswachstum beeinflusst werden: fallen Aktien, fallen die Renditen der Staatsanleihen. Die Parallelität scheint seit neun



Jahren aufgehoben sein²: Historisch bewegt man sich jetzt wieder in der, langfristigen, Normalität. Dies impliziert, dass wir bei Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung höhere Renditen, und damit niedrigere Anleihekurse, sehen sollten. In Frage stellen muss man dann die

Funktion von Anleihen als Puffer bei Aktienkorrekturen.

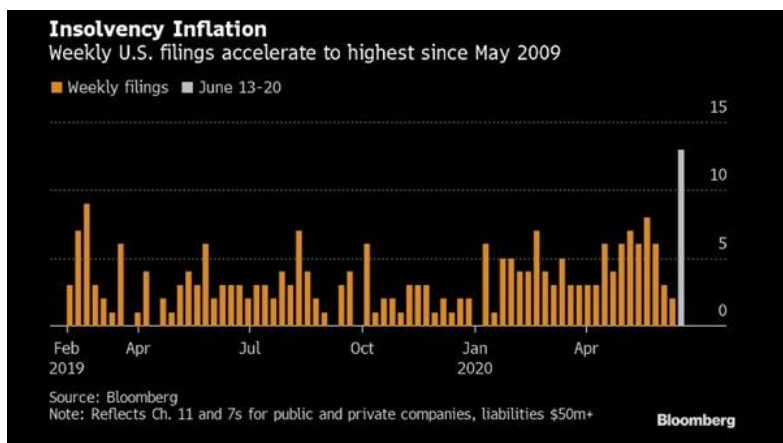
² Aus AlpineMACRO: Stocks, Bonds And Surprises – June 29,2020.



Indikatoren unter Beobachtung II

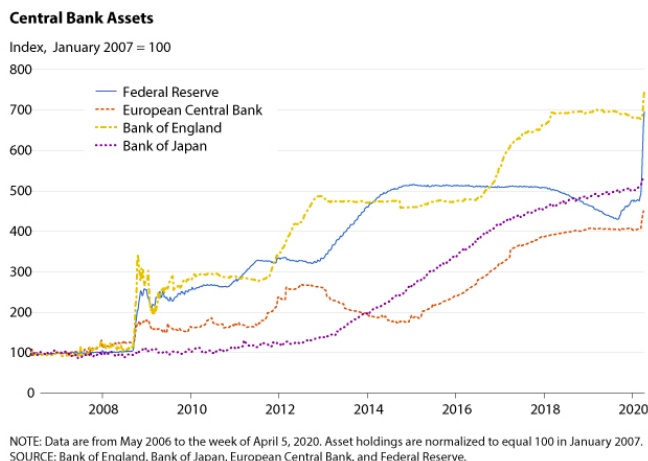
Aktienmärkte, so ist eine bekannte Börsenweisheit, nehmen die Zukunft der Realwirtschaft einige Monate voraus. Und so muss man annehmen, dass die starke Erholung der Aktienmärkte im II. Quartal uns eine Wirtschaft bescheren wird, die zu ihrer früheren Stärke zurückfindet. Die Wirklichkeit sieht leider anders aus – und mehrere Anzeichen untermauern dies. Zum einen sehen sich alle Länder mit einer signifikanten Insolvenzwelle von Unternehmen, resultierend aus den dramatischen Einnahmeausfällen der Shutdowns, konfrontiert. Beispielhaft zeigt die Graphik die erhöhte Anzahl von wöchentlichen Insolvenzanträgen von US-Unternehmen, hier mit Verbindlichkeiten über USD 50 Mio.. Dies ist nur die Spitze des Eisbergs, denn diese Statistik konzentriert sich auf die größeren Wirtschaftsteilnehmer.

Akute Zahlungsunfähigkeit heißt das aktuelle Schreckgespenst. Während die Finanzkrise, und auch die Ausfallerscheinungen aller Anlageklassen im März, eine Liquiditätskrise der Marktteilnehmer darstellten, kann eine Insolvenzkrisen durch geldpolitische Maßnahmen nicht gelöst bzw. verhindert werden. Darum befinden wir uns heute in einer ganz anderen Situation als vor 12 Jahren. Nach den unmittelbaren Hilfspaketen werden in den Industriestaaten das Basiseinkommen und Schuldenmoralen immer wahrscheinlicher. Die weiter zunehmende Abwertung aller Währungen sollte die Folge sein. Daher sind wir langfristig sehr positiv für den Goldpreis gestimmt, der nicht nur in inflatorischen, sondern vor allem in einem deflationären Umfeld aufwärts tendiert.



Märkte und Einschätzungen

Der Kampf zwischen den Zentralbanken und der Wirklichkeit ist an den Kapitalmärkten weiterhin in vollem Gange. Es steht viel auf dem Spiel: am Ende sogar unser Währungssystem, die Basis für Handel und Finanz. Dies mag sich auf ersten Blick übertrieben anhören, aber betrachten wir uns die Fakten.



Unsere jetzige Geldordnung ist knapp 49 Jahre alt und entstand, als US-Präsident Nixon das Umtauschrecht des US-Dollar in Gold abschaffte. Seitdem schwanken alle Währungen in Relation zu ihrem Angebot und der Nachfrage. Dabei fungiert der Dollar als Anker, denn er ist die Weltreservewährung und wird global für die überwiegende Zahl von Handelstransaktionen genutzt.

Die extremen Kaufprogramme jetzt auch der US-Notenbank³ in Höhe von \$ 3 Bio.

³ Graphik der St. Louis FED per 21.4.2020 - <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2020/04/21/central-bank-responses-to-covid-19>



sollen Schlimmstes abwenden. Die große Geldinflation in den Industrieländern ist beispiellos. Sie stützt Unternehmen mit hoher Verschuldung und gleichzeitig die Vermögenspreise, indem sie Liquidität bereitstellt. Finanzmärkte haben darauf im II. Quartal im Nebel aller Ungewissheiten mit ungeheurer Dynamik reagiert. Mit weiter steigenden Unterstützungsmaßnahmen steigt die Fragilität des überschuldeten Wirtschaftssystems, nicht zuletzt durch steigende, unrealistische Vermögenspreise. Ein Novum nun sind die fiskalpolitischen Maßnahmen, die ihren Weg in den realen Geldkreislauf finden werden. Die Zahlungsunfähigkeit auf individueller und unternehmerischer Ebene können sie kaum verhindern. Auch wenn die Zentralbanken alles dafür tun - es ist nicht möglich, diese Entwicklung unendlich fortzusetzen. Katalysator eines Umbruchs können zwei Szenarien sein: schwindendes Vertrauen in die Papierwährungen und / oder ein weiteres, extremes Event mit Black-Swan-Charakter. Auch dies spricht für Gold und Silber als Absicherung gegen Extremfälle.

Das Wesentliche

Nach dem Pandemieschock im März konzentriert man sich derzeit auf die positiven Statistiken einer wieder geöffneten Wirtschaft. Man nennt dies die Hoffnungsphase nach einem extremen Schock. Die Realität eines nicht reparablen Schadens für die Realwirtschaft mit weiter zunehmenden Insolvenzen, ein kontinuierlicher Kampf mit dem Virus und auf der anderen Seite weitere Unterstützungsmaßnahmen, sollten für viel Unruhe im zweiten Halbjahr, insbesondere bis zur US-Präsidentenwahl, sorgen.

Mit der Übernahme des Preismechanismus, nicht nur für Kredite (Nullzinspolitik, Anleihenkäufe), durch die Zentralbanken, sind wir in einer neuen Realität der Finanzmärkte angekommen. Alles basiert nun auf dem Vertrauen der Anleger in die Omnipotenz unserer „Retter“. Vieles deutet darauf hin, dass Gold in den kommenden Jahren eine tragende Rolle in jeder Anlagestrategie spielen sollte. Auch in den jüngsten Verwerfungen stieg der Goldpreis trotz hoher Volatilität parallel zu der Zunahme systemischer Risiken.

Das Team der Ars Pecuniae GmbH