

10. SEPTEMBER 2020

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 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 relative Erholung der globalen Wirtschaft in den ersten Sommermonaten spiegelte sich in der Wertentwicklung der Risikomärkte, d.h. sowohl Aktien als auch Rohstoffe, zeitgleich wider. Dies ist ungewöhnlich, denn normalerweise nehmen Aktienmärkte Entwicklungen der Zukunft vorweg. Verhaltenswissenschaftler bezeichnen diese Reaktion als Hoffnungsphase nach einem Schock. Alternativ kann die Stabilität der Aktienmärkte auf das Vertrauen in eine fortlaufende Unterstützung durch Notenbanken und Regierungen zurückgeführt werden. Der Preisaufschwung in den Rohstoffen ist mit Liefer-schwierigkeiten oder aber latenten Inflationserwartungen zu erklären. Da das laufende Anlagejahr normale Abhängigkeiten fortwährend ad absurdum führt, verwundert es nicht, dass die Anleihemärkte wiederum ein weiter schwieriges Wirtschaftsumfeld in den kommenden Monaten signalisieren. Während das II. Quartal eine noch verständliche Erholung des vorherigen Einbruchs abbildete, ist die frap-pierende Loslösung der Aktienmärkte vom realen Wirtschaftsumfeld in den letzten Monaten kaum nachzuvollziehen.

Viele Anlageklassen traten im Quartal per Saldo auf der Stelle. Vor allem der September sah Kursverluste in allen diesen Anlageklassen. Man könnte dies als erste Anzeichen deuten, dass die Phase der Hoffnung durch eine realistischere Einschätzung der vor uns liegenden Herausforderungen abgelöst wird. Die Milde dieser Korrektur lässt jedoch vermuten, dass Anleger die tiefgreifenden Wunden in der Realwirtschaft weiter ignorieren. Verlierer waren vor allem Technologietitel und Edelmetalle, die nach dem starken Kursaufschwung der letzten Monate eine gesunde Erholungspause einlegten. Auch wenn ein Einbruch des Silberpreises von 20% dramatisch erscheint, wurde damit der starke Anstieg seit dem frühen Sommer verdaut. Das Preisverhalten von Gold war mit gut 10% Verlust gemäßigt und insgesamt muss man diesem Segment zugestehen, dass die Art der Korrektur einen weiteren Kursaufschwung in der Zukunft unterstützen sollte. Nicht nur das: auch das Ausmaß der Unterstützungsmaßnahmen für Kapitalmärkte und Volkswirtschaften, das ein Vielfaches der diesjährigen globalen Wirtschaftsleistung übertrifft, sollte weitere Mittelzuflüsse in Gold- und Silberinvestments initiieren. Die verantwortlichen Protagonisten scheinen Maß und Umsicht verloren zu haben - und die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB ist nur ein Beweis der Ratslosigkeit unserer wirtschaftspolitischen Eliten.

Die Spannungen in den von Interventionen beeinflussten Zins- und Aktienmärkten äußern sich in stärkeren Schwankungen in den Währungen. Die ersten beiden Monate des Quartals sahen einen weiter schwächelnden US-Dollar gegenüber dem Euro mit einer Erholung im September. Das Preisverhalten des US-Dollars hat starke Auswirkungen auf andere Vermögenspreise: Ein schwacher US-Dollar



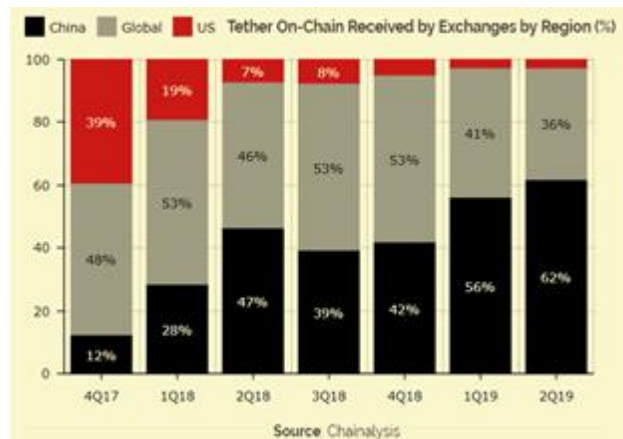


ist i.d.R. positiv für Rohstoffe und Schwellenländer, so dass eine Fortsetzung dieses Trends steigende Kurse in diesen beiden Anlagesegmenten ermöglichen sollte.

## Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die Veränderung unseres Arbeits- und Lebensumfelds hat in den vergangenen Monaten an Tempo gewonnen. Wir sprechen von der Digitalisierung, der Umwandlung von analogen Informationen in einen elektronischen Zustand. Digitalisierung steht für einen ortsunabhängigen und allgemein verfügbaren Zugang zu Informationen. Eines der wichtigsten Grundlagen für diesen Trend ist ohne Zweifel das Internet. Durch dessen Nutzung in so vielen Bereichen unseres täglichen Lebens haben sich die damit verbundenen Sicherheitslücken stark

erhöht. Die Blockchain-Technologie, die die Verlässlichkeit von Transaktionen durch eine Vielzahl dezentraler Teilnehmer garantiert, könnte langfristig ein Schlüssel zur Lösung unserer Sicherheitsprobleme sein.



Im vergangenen Jahr hatte Facebook versucht, mit Libra eine digitale Währung ohne Einbezug von Zentralbanken zu lancieren. Natürlich konnte dieses Projekt nicht reüssieren, da es das Monopol der Zentralbanken unterminiert. Mit China und Russland hatten vorher schon zwei gewichtige Protagonisten

ihre Pläne zur Einführung einer Digitalwährung bekannt gemacht. Eine kleine Nation, Bahamas, scheint jedoch China bei der Einführung einer Zentralbank-Digitalwährung zuvorkommen. Diesen Monat wird der sogen. „Sand-Dollar“ aufgelegt. Sein Wert wird einem Bahamischen Dollar entsprechen, also nicht fluktuieren. Da der Bahamas-Dollar an den US-Dollar gebunden ist, ist der Sand Dollar ein Stablecoin – eine Kryptowährung, die durch ihre Anbindung an eine nationale Währung bzw. einen Währungskorb preisstabil ist. Diese Eigenschaft ermöglicht es, das elektronische Geld nicht nur als

Rechnungseinheit, sondern auch als Tauschmittel und Wertaufbewahrungsmittel zu nutzen.

Der Drang zu Zentralbank-Digitalwährungen (CBDC – Central Bank Digital Currency) hat mehrere Vorteile für die Herausgeber. Nicht nur ist es einfacher, Unterstützungszahlungen durch die Zentralbank direkt an jeden Bürger in dessen digitales Portemonnaie zu transferieren. Sie geben Regierungen, deren Handlungsgehilfe Zentralbanken sind, auch eine ungeahnte Kontrolle über den Menschen, da jede Transaktion ersichtlich ist. Dies eröffnet ungeahnte Möglichkeiten, nicht nur für die Finanzämter. China's geplante Einführung des Digital Currency Electronic Payment (DCEP), auch Digitaler Yuan genannt, gründet sich primär auf dem Wunsch, seine Kapitalkontrollen besser umsetzen zu können.

Denn seit der Einführung von Bitcoin im Jahr 2009, und trotz des Verbotes in 2013, haben Chinesen Kryptowährungen wie Bitcoin, Ethereum und Tether (USDT – siehe Graphik) dazu genutzt, die strikten Kapitalkontrollen der chinesischen Regierung zu umgehen. Dieser, schnell größer werdende, Abfluss von Devisenreserven kann schnell zur Destabilisierung der Währung führen. Nicht nur das. Eine digitale Währung ermöglicht es jetzt den Chinesen, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar und dem US-dominierten Zahlungssystem zu reduzieren.

Die Einführung von CBDCs weltweit, und auch in der Eurozone, ist u.E. nur eine Frage der Zeit. Und wirklich: Anfang Oktober hat die EZB verlautbart, dass man intern die Einführung eines digitalen Euros prüft. Daher ist es nicht verwunderlich, wenn in der nächsten Zeit die Nachfrage nach Vermögenswerten wie Gold oder Kryptos, die unabhängig vom traditionellen Finanzsystem sind, steigen sollte.

## Nachdenkens-Wert

Die langfristigen Konsequenzen des weltweiten Managements der Pandemie für die Wirtschaft, und damit auch für das wirtschaftliche Wohlergehen der Bevölkerung, sind gravierend. Die Kreditagentur Euler Hermes hat jüngst Schätzungen zu den im Jahr 2021 erwarteten Unternehmenszusammenbrüchen in den wichtigsten Ländern veröffentlicht. Diese Einschätzung, die Sie aus der Graphik ersehen, ist insbesondere für die angelsächsischen Länder verheerend und basiert u.a. auf dem Krisenmanagement der Pandemie, der Stärke der sozialen Absicherung oder der jeweiligen Wirtschaftsstruktur. Wir würden an dieser Stelle sicherlich die Schätzung für Deutschland hinterfragen. Denn hier ist eine Vielzahl von Unternehmen in Form einer Einzelunternehmung organisiert, die in diesen Statistiken traditionell kaum Berücksichtigung finden.

Die Euler Hermes-Schätzung deutet auch darauf hin, dass Wachstumsimpulse in den nächsten Jahren in Asien wahrscheinlicher sind als in den traditionellen Industrieländern. Nicht zuletzt sind die demographischen Rahmendaten, die eine der wichtigsten Komponenten jedes Wirtschaftswachstum darstellen, in vielen asiatischen Ländern weitaus positiver. Wir können uns gut vorstellen, dass Asien mittelfristig eine exzellente Anlageregion darstellt.



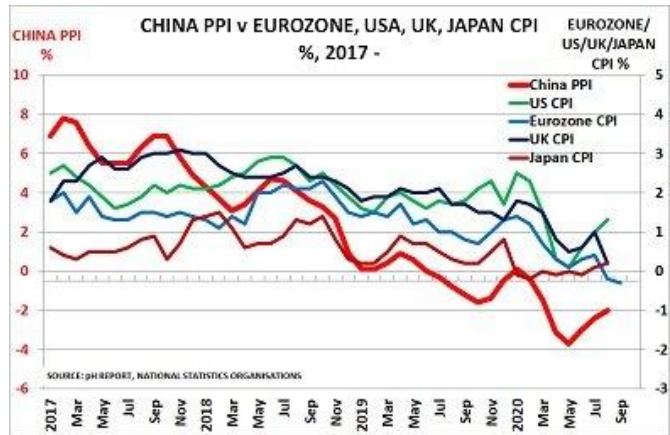
## Indikatoren unter Beobachtung

Die Anlegergemeinde geht davon aus, dass wir langfristig mit niedrigen Zinsen rechnen können. Stark steigende Arbeitslosigkeit in vielen Ländern und die mit dem Virus verbundene Unsicherheit legen dies aus heutiger Sicht nahe. Trotz der intensiven Bemühungen der Zentralbanken kämpft die Welt nun schon länger mit deflationären Entwicklungen (vgl. Graphik<sup>1</sup>). Strukturelle Entwicklungen sind dafür verantwortlich: Ein hohes Schuldeniveau weltweit, die Globalisierung der vergangenen Jahrzehnte und neue Technologien. Das wirkliche Problem aber ist die stark alternde Bevölkerung vor allem in der

<sup>1</sup> Quelle: newnorma Insight, 5.10.2020 – [www.new-normal.com](http://www.new-normal.com).



westlichen Welt. Man schätzt, dass ca. 50 Prozent des Bevölkerungswachstums der nächsten zehn Jahre in der Alterskohorte der 55+ Jährigen stattfindet; eine Altersgruppe, die Konsum mehr und mehr reduziert. Dieses deflationäre Umfeld wird solange bestehen, bis sich diese strukturellen Trends auslaufen und umkehren. Die dafür notwendigen Entwicklungen kommen langsam in unser Blickfeld:



- § die Neutralisierung der Schuldenberge durch Moratorien und den Kauf der Zentralbanken,
- § der stärkere Staatseinfluss durch fiskalpolitische Unterstützungsmaßnahmen, der historische Preise und Gehälter steigen lässt,
- § die stark zunehmende Regionalisierung der Lieferketten und die derzeit auftretenden Angebots- und Nachfragediskrepanzen erzeugen Preisdruck und
- § ein möglicher Ölpreisschock, denn der Übergang zu anderen Energieformen wird Jahrzehnte benötigen.

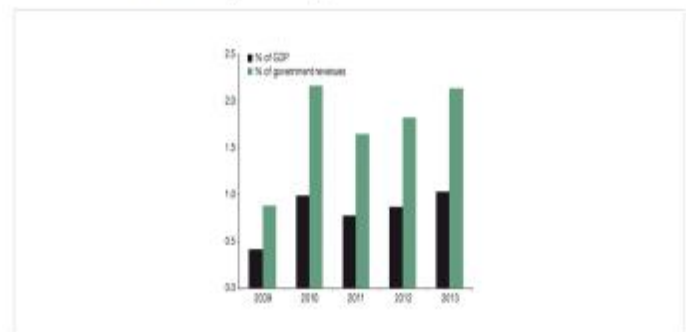
Dieser Paradigmenwechsel wird dramatische Veränderungen in den Finanzmärkten sehen. Bis dato konnten die Aktienmärkte trotz magerer Rahmendaten durch die Stimulationsbemühungen der Zentralbanken reüssieren. In einem inflationären Umfeld, vielleicht nicht unähnlich der 70er Jahre, sollten Rohstoffe und starke Währungsveränderungen (z. B. die der rohstoffproduzierenden Länder) Gewinner sein. Festverzinsliche Papiere bzw. Renten sollten stark leiden, während auf der Aktienseite Gewinner und Verlierer sehr stark auseinanderdriften sollten. Auch wenn wir jetzt ein erstes Erwachen in Rohstoffen und Edelmetallen sehen, sollten wir erst einmal mit noch extremeren Interventionen von Notenbanken und Staaten rechnen.

## Indikatoren unter Beobachtung II

Im Juni verabschiedete die Bundesregierung ein neues Maßnahmenpaket zur Bekämpfung der Pandemie, das die Verschuldung Deutschlands auf € 218 Milliarden ansteigen lässt. Die für das laufende Jahr geplante Neuaufnahme beläuft sich auf etwa 6,5% unserer jährlichen Wirtschaftsleistung. Es wird in diesem Jahr mit einem Zinsaufwand von ca. € 9 Mrd. gerechnet. Dieser Betrag ist trotz einer einzigartigen Neuverschuldung um € 3 Mrd. geringer als im Jahr 2019. Aus Sicht der europäischen Staaten ist die Geldpolitik der EZB, die die Zinssätze ins negative Territorium gezwungen hat, extrem erfolgreich, denn der abnehmende Zinsaufwand lässt Raum für andere Ausgaben. Die Summen der

Figure 3

German Government Benefit from Falling Debt-Servicing Costs



Source: Eurostat, IMF, European Commission. Own calculation assuming the effective debt servicing rate of 2008 for the years afterwards.

Interventionen sind gigantisch: Mittlerweile hält die EZB Anleihen im Wert von 66% des Bruttonationalprodukts der Eurozone. Aus Sicht der Bürger ist die Niedrigzinspolitik mit einem erst schleichenden und mittlerweile bemerkbaren Geldverlust verbunden, vergleichbar mit einer progressiven Zusatzsteuer. Wie hoch dieser unfreiwillige Sparbeitrag des Bürgers ist, hat eine Studie der Universität Leipzig<sup>2</sup> schon im Jahr 2012, bei höherem Zinsniveau und niedrigerer Verschuldung, mit etwa 1% unserer Wirtschaftsleistung beziffert. Die europäischen Banken wiederum sind in einer Zwickmühle: während sie in den Genuss von Sonderkonditionen für Reserven und Kredite bei der EZB kommen, können diese bei weitem nicht den Verlust aus einkommensgenerierenden Investments und wenig profitablen Krediten ausgleichen. Das erschreckende dabei ist jedoch, dass die Zentralbanken ihre Ziele, Wachstum und Stabilität, nicht erreicht haben.

### Indikatoren unter Beobachtung III

Das ereignisreiche Jahr spiegelt sich auch in den Edelmetallnotierungen wider. Alle Rohstoffe werden in US-Dollar notiert. Mit einer steigenden US-Währung, d.h. einem dadurch geringeren Rohstoffpreis, sollte man daher eine größere Menge des jeweiligen Rohstoffes erhalten. Diese Dynamik würde jedoch die zweite Komponente einer Preisveränderung, Angebot und Nachfrage, außer Acht lassen. Besondere Aufmerksamkeit auf die Preisentwicklung von Gold ist seiner Eigenschaft als Wertaufbewahrungsmittel, und damit eine Art Währung, geschuldet. Der kanadische Rohstoffhändler KITCO<sup>3</sup> bricht deshalb in seinem Kitco Gold Index (KGX) die Preisveränderung von Gold in diese zwei Komponenten, USD-Veränderung und ursächliche Wertveränderung, auf. Die Graphik zeigt Ihnen die Entwicklung des Goldpreises in US-Dollar (rot) im Vergleich zu der Kursentwicklung des Goldes in den Währungen, in denen der US-Dollar gemessen wird (KGX – blau). In den letzten 12 Monate hat Gold gegenüber den Papierwährungen stark an Wert gewonnen: Auch wenn Gold in US-Dollar um 25% gestiegen ist, können 19% dieser Wertsteigerung (links oben in der Graphik, ausgedrückt durch den KGX) nicht auf die Veränderung des US-Dollars zurückgeführt werden.



Besondere Aufmerksamkeit auf die Preisentwicklung von Gold ist seiner Eigenschaft als Wertaufbewahrungsmittel, und damit eine Art Währung, geschuldet. Der kanadische Rohstoffhändler KITCO<sup>3</sup> bricht deshalb in seinem Kitco Gold Index (KGX) die Preisveränderung von Gold in diese zwei Komponenten, USD-Veränderung und ursächliche Wertveränderung, auf. Die Graphik zeigt Ihnen die Entwicklung des Goldpreises in US-Dollar (rot) im Vergleich zu der Kursentwicklung des Goldes in den Währungen, in denen der US-Dollar gemessen wird (KGX – blau). In den letzten 12 Monate hat Gold gegenüber den Papierwährungen stark an Wert gewonnen: Auch wenn Gold in US-Dollar um 25% gestiegen ist, können 19% dieser Wertsteigerung (links oben in der Graphik, ausgedrückt durch den KGX) nicht auf die Veränderung des US-Dollars zurückgeführt werden.

Die Währungsveränderung spielt für den Goldpreis im jetzigen Finanzumfeld interessanterweise keine besonders große Rolle. Vielmehr sollte man den Anstieg des Goldpreises als Ausdruck der Abwertung aller wichtigen Währungen sehen. Aber auch das Preisverhalten der anderen Edelmetalle, Energie und Basismetalle legt dies nahe, denn die Währungskomponente in den täglichen Preisveränderungen ist identisch mit derjenigen des Goldpreises.

<sup>2</sup> <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2012/number/6/article/financial-repression-and-debt-liquidation-in-the-usa-and-the-euro-area.html>, A. Hoffmann und H. Zemanek, Universität von Leipzig, 2012

<sup>3</sup> [www.kitco.com](http://www.kitco.com)



## Märkte und Einschätzungen

Die asiatischen Länder scheinen die Pandemie und seine Folgen besser bewältigt zu haben als die westliche Welt. Kontrovers, aber nicht zu ignorieren ist vor allem die Widerstandsfähigkeit von China. Die Unterstützungsmaßnahmen hielten sich dort bis dato in Grenzen, denn China konzentriert sich auf die Stabilisierung seiner Wirtschaft. Die jüngsten Wirtschaftsdaten deuten auf eine relativ stabile Gesundung hin, auch wenn die notwendigen Exportimpulse fehlen. Dafür beschleunigte die Pandemie den Übergang zu einer mehr konsumorientierten Gesellschaft, ein schon länger verfolgtes Ziel der Regierung. Auch die geopolitischen Auseinandersetzungen mit den USA werden diesen Trend verstärken.

Insgesamt halten wir Asien, und dazu zählen wir auch Japan, trotz seiner Exportabhängigkeit für eine interessante Anlageregion, nicht zuletzt da viele strukturelle Veränderungen erst am Anfang stehen. Die dortigen Aktienmärkte beginnen, diese Stabilität widerzuspiegeln. Unser Haus hat daher erste Positionen in Asien aufgebaut.

## Das Wesentliche

Ohne Zweifel wiegen die Zweit- und Dritteffekte der Pandemie schwer auf den globalen Volkswirtschaften und sind in den Anlagemärkten, auch Immobilien, u.E. noch nicht eingepreist. Die Finanzmärkte gehen jedoch davon aus, dass Notenbanken und Politik mögliche Stressfaktoren bereinigen können. Da auch die auseinanderlaufende Realität zwischen den verschiedenen Bevölkerungsgruppen viel Sprengstoff beinhaltet, ist Vorsicht weiterhin angebracht.

Während viele der wirtschaftlichen Rahmendaten eine vorsichtige Grundhaltung untermauern, sollten niedrige Vorräte, vielfach hohe Sparquoten und eine hoffentlich vernünftiger Handhabung der Gesundheitskrise mittelfristig zu einer Erholung führen. Je nach Branche wird diese sehr unterschiedlich ausfallen, könnte aber überraschen. Dies eröffnet unseres Erachtens Investmentchancen sowohl in wachsenden Geschäftszweigen als auch in Branchen, die derzeit nicht im Fokus der Anleger stehen. Es ist nicht genau einzuschätzen, wie lange die hohe Verschuldung und die problematische Demographie-Entwicklung, vor allem in den Industrieländern, mögliche Preissteigerungstendenzen in der realen Wirtschaft kompensieren können. Hohe Aufmerksamkeit sollte daher den Inflationserwartungen, gespiegelt in den inflationsadjustierten Anleiherenditen, gewidmet werden. Höhere Anleiherenditen wären ein Dämpfer für die Aktienmärkte, wobei insbesondere die derzeit so hochbewerteten Technologieaktien stark darunter leiden würden. Insgesamt also ein sehr herausforderndes Anlageumfeld, in dem deshalb der Fokus auf Qualität für uns im Vordergrund steht.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH