

Marktbericht
der
FV Frankfurter
Vermögen AG

Ausgabe: September 2020

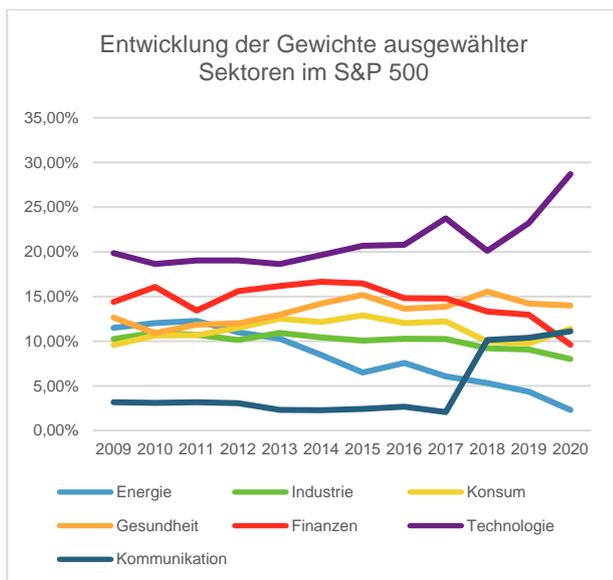


Inhaltsverzeichnis

1 VORBEMERKUNG	2
2 MEGATRENDS VERSUS MICROTRENDS	2
3 FAZIT	5
4 SCHWELLENLÄNDER	5

1 Vorbemerkung

Inzwischen hat es sich herumgesprochen, dass die Coronakrise viele Prozesse beschleunigt. Diese Beschleunigung betrifft besonders die Notwendigkeit einer Umstellung bisher manueller Prozesse auf eine digitale Plattform. Diese Entwicklung wird gerne mit dem Begriff „Digitalisierung“ umschrieben, ohne dass oftmals klar ist, was unter diesem Begriff verstanden wird. In den Schulen werden Schüler und Lehrer wahrscheinlich mit dem Begriff Digitalisierung die Ausstattung mit Laptops verbinden, während in der Medizin das medizinische Personal eher an die digitale Erfassung von Patientendaten bzw. Infektionsdaten denkt. Ganz gleich, welches Verständnis man von Digitalisierung hat, es steht fest, dass technologische Entwicklungen unser Leben immer stärker verändern. Für den Anleger ist von Bedeutung, dass Technologieaktien oftmals aufgrund einer hohen Markteintrittsbarriere dauerhaft hohe Gewinnmargen aufweisen. Die hohen Wachstumsraten verbunden mit den Gewinnen führen bei vielen Unternehmen zu einer hohen Marktkapitalisierung. Dieses Phänomen wird besonders deutlich an der Entwicklung des Gewichts des Technologiesektors im wichtigen amerikanischen Index S&P 500, welches sich in den letzten 10 Jahren von ca. 18% auf fast 30% erhöht hat (vgl. den nachstehenden Chart). Bedenkt man, dass aufgrund einer Umschlüsselung einige Unternehmen Ende 2018 vom Technologiesektor in den Sektor Kommunikation und Konsum neu klassifiziert wurden, so wäre das Gewicht noch größer.



Können wir auch in Zukunft eine Fortsetzung dieses Trends zu einer steigenden Bedeutung des Technologiesektors erwarten? Für diese Behauptung spricht, dass technologische Entwicklungen in immer mehr Geschäftsmodelle Einzug halten. Beson-

ders deutlich wird das z.B. am Automobil, wo der Anteil von Technologie am Gesamtwert ständig steigt. Aber auch in der Medizintechnik wird im Rahmen der Digitalisierung vieler Prozesse der Technologieanteil zunehmen. Können wir auch weiterhin von hohen Margen ausgehen? Hierfür sprechen mehrere Gründe:

- Eine zunehmende Miniaturisierung der Bauteile, in dem Maße wie die Komplexität der Aufgaben (Spracherkennung und Sprachverarbeitung, etc.) zunimmt
- der Drang zu einer Effizienzsteigerung und Erhöhung der Zuverlässigkeit der Bauteile, in dem Maße wie zunehmend kritische Funktionen übernommen werden (autonomes Fahren, Verlagerung der Rechenprozesse in das Endgerät, etc.)
- das Aufkommen vollkommen neuer Anwendungen, die durch die stärkere Durchdringung von KI und später dem Quantencomputer erst ermöglicht werden.

Bei einer Fortsetzung der beobachteten Trends in Gesellschaft und Wirtschaft ist es möglich, dass in Zukunft auch die Sektoren weiter differenziert werden und der Technologiesektor eine weitere Abspaltung erfährt. So könnten z.B. die Themen „Software“ oder „Cloud“ als eigenständige Sektoren auftreten, denn wenn irgendwann der Technologiesektor ein Gewicht von mehr als 30% erreicht, wird die Aussagekräftigkeit der Sektorgewichte deutlich vermindert.

2 Megatrends versus Microtrends

Bei der Suche nach Aktien mit einem zukunftssträchtigen Geschäftsmodell hat es sich bei vielen Vermögensverwaltern und Banken eingebürgert, von „Megatrends“ zu sprechen. Hierzu zählen z.B. die Alterung der Bevölkerung, die zunehmende Urbanisierung, erneuerbare Energien, Mobilität, Robotics und Drohnen, Wasserstoff, Künstliche Intelligenz, Sicherheit, Digitalisierung, etc., also Trends, die von einem nachhaltigen Wachstum profitieren. Wer allein auf diese Trends setzt verkennt jedoch, dass gerade aufgrund dieser Modethemen die Bewertungen oftmals hoch sind bzw. die Gewinnmargen aufgrund großer Konkurrenz eher niedrig sind. Außerdem verbergen sich hinter diesen Trends eine Vielzahl von Themen, die nicht alle gleichermaßen von dem Megatrend profitieren. So profitiert von dem Megatrend „Alterung der Bevölkerung“ sicherlich der Hersteller von Hörgeräten, in der Pharmabranche sind die Gewinner jedoch nicht so leicht zu identifizieren, da die Gewinnmarge nicht nur vom Erfolg der Medikamentenentwicklung abhängt, sondern auch von regulatorischen Entwicklungen, die die Gewinnmargen beschneiden können.

Wir halten es daher für vielversprechender, statt auf Megatrends auf Microtrends zu setzen. Wenn wir als Vermögensverwalter das Augenmerk auf Microtrends richten wird der Blick auch geschärft für die Vielzahl der sehr schnelllebigen Prozesse, die die technologischen Entwicklungen bestimmen. Sicherlich der bekannteste Microtrend in diesem Sinne ist das Thema „5G“, welches sich allerdings jetzt schon zu einem Megatrend oder gar Gigatrend herausgebildet hat.

Welche anderen Microtrends beobachten wir? Hier können wir zunächst unterscheiden zwischen „Angebot“ (Push-Faktor) und „Nachfrage“ (Pull-Faktor), d.h. zwischen den technologischen Möglichkeiten und den Anwendungen. Beide Aspekte bedingen sich gegenseitig und für ein besseres Verständnis ist es sinnvoll beide Aspekte getrennt zu betrachten. Bei den technologischen Entwicklungen können wir z.B. folgende wesentliche Microtrends bzw. Tendenzen unterscheiden:

Informationstechnologie IT

- Nicht-flüchtige Speichermedien: Spintronics (Nutzung des Spins statt der Ladung des Elektrons)
- Stärkere Durchdringung neuer Materialien (Graphen, Galliumnitrid, Perowskit, Polyelektrolyte, etc.)
- Energieärmere Prozesstechnik (FD-SOI, SOTB), ergänzt durch Energy Harvesting
- Bauelemente (Memristor)
- Neue Packagingmethoden bei Halbleitern (Vertikalisierung)
- Neue Halbleiterarchitektur (neuromorphes Computing)
- Einsatz von Quantenmethoden (Quantensensoren, Quantencommunication, Quantencomputer, Quantumimaging)

Naturwissenschaften

- Simulationssoftware
- Synthetische Biologie
- Medikamentenentwicklung (Biosimilars, Biologika)
- Genetik (Genschere Crispr-Cas9)
- Computerchemie (Virtuelles Screening)
- De novo Proteindesign (Enzymkatalysatoren)

Bei diesen Themen handelt es sich nur um eine Auswahl, denn eine vollständige Erfassung ginge über den Rahmen dieses Textes hinaus. Bei den Naturwissenschaften ist all diesen Microtrends gemeinsam, dass zum einen immer stärker interdisziplinäre Ansätze entstehen (z.B. Verbindung von Methoden der Biologie mit Chemie, Physik und Mathematik bzw. andere Kombinationen), zum anderen die Forscher aufgrund leistungsfähiger Computer in der

Modellierung stärker das einzelne Atom, Elektron, Protein und Molekül bzw. seine Verbindungen untersuchen, um ein besseres Verständnis der zugrundeliegenden Prozesse zu erreichen. Dieser Ansatz steht im Gegensatz zu den „alten“ Methoden, die lediglich die Phänomene untersuchten, ohne jedoch den genauen Wirkungszusammenhang der mikroskopischen Prozesse zu verstehen.

Bei den Halbleitern ist das gemeinsame Thema der Trend zu energiesparenden Produkten, die außerdem immer kleiner werden.

Bei dieser Arbeitsweise entstehen vollkommen neue Forschungsgebiete, wie zum Beispiel die synthetische Biologie. Im Gegensatz zur „klassischen“ Gentechnik werden nicht nur einzelne Gene transferiert, sondern vielmehr ganze Systeme bzw. komplexe Protein-Netzwerke in einer Art modularem „Baukastensystem“ neu zusammengesetzt, so dass völlig neue in der Natur nicht vorhandene Funktionen generiert werden können. Idealerweise kann es dann gelingen, Schlüsselprozesse in der Regulation biologischer Systeme auf ein minimales System funktionaler Einheiten zu reduzieren.

Das virtuelle Screening wird vor allem bei der Medikamentenentwicklung eingesetzt, wo man für die Suche nach neuen Wirkstoffen große Moleküldatenbanken nutzt. Diese Methode wird auch bei der Suche nach einem Wirkstoff eingesetzt, der das kritische Enzym des Covid-19 blockieren kann.

Beim sogenannten De novo Proteindesign geht es darum computergestützt Proteine herzustellen, die mit neuen biologischen Funktionen versehen sind. In einem neueren Forschungsartikel (Link: <https://science.sciencemag.org/content/early/2020/09/08/science.abd9909>) wird diese Methode als effizienter als eine Antikörper-Strategie gegen Covid-19 angesehen, da das Design 20-mal kleiner ist und daher eine 20-mal größere Ansatzstelle für das Medikament hat.

Die Simulationssoftware ist eine leistungsfähige Methode mit Hilfe mathematischer und physikalischer Methoden komplizierte Vorgänge bei unterschiedlichen realen Anwendungen zu simulieren. Sie wird z.B. genutzt um Milliarden von Kilometern beim autonomen Fahren zu simulieren. Durch die Simulationssoftware können Prozesse schneller und kostengünstiger validiert, prognostiziert und optimiert werden. Vergleichbar hiermit ist auch die Anwendung des sogenannten Digitalen Zwillinges.

Die steigenden Anforderungen an die Informationstechnologie im Hinblick auf die Entwicklung komplexer neuer Produkte bedingen die Entwicklung neuer Materialien und Strukturierungstechniken, die geringere Wärmeverluste aufweisen und weniger stark

von der Defektfreiheit des Systems abhängen. In diesem Zusammenhang kommt insbesondere den nicht-flüchtigen Speichertechniken große Bedeutung zu (Spintronics, Memristor) sowie der Entwicklung einer vollkommen neuen Architektur, die an die Funktionsweise im menschlichen Gehirn angelehnt ist (neuromorphes Computing). Unabhängig von diesen anspruchsvollen neuen Methoden, wird in der Halbleiterindustrie eine Energieeinsparung auch über andere Wege gesprochen: Neue Prozesstechniken (FD-SOI, SOTB) sowie die Vertikalisierung der Bauelemente auf dem Chip (Nutzung der dritten Dimension).

Auch bei den Anwendungen beobachten wir eine Fülle verschiedener Microtrends, die bei der klassischen Suche nach Aktien oftmals unter dem Radarschirm bleiben, da sie relativ neu sind bzw. der Investor mit ihnen keine Berührung gehabt hat.

Innerhalb der Megatrends können wir daher in Form von Microtrends verschiedene Ausprägungen identifizieren, die ein hohes Wachstumspotential aufweisen. Beispielhaft haben wir nachstehend einige Trends aufgeführt, die weniger bekannt sind (bekannte Themen wie autonomes Fahren, Elektromobilität, etc. haben wir daher nicht aufgeführt):

- Megatrend Cloud: Netzwerke (Beschleunigung durch 400 Gigabit Datenverbindung/ Erhöhung der Datensicherheit und Geschwindigkeit durch Virtualisierung)
- Megatrend 5G: Fixed-Wireless Technologie (Modems)
- Megatrend Wasserstoff-Industrie: Elektrochemische Verdichtung (in Ergänzung zur mechanischen Verdichtung)
- Megatrend Kommunikation: Cloud Contact Center Software/ Sprachassistenten mit natürlicher Spracherkennung auf KI-Basis, gestützt auf neurolinguistic programming (NLP)/Einsatz von Minisatelliten bzw. Satellitennetzwerken/APM
- Megatrend Mobilität: Einsatz von wasserstoff-angetriebenen Zügen und Bussen, Digitale Verknüpfung aller Verkehrsträger
- Megatrend Internet of Things: Stärkere Durchdringung von Sensoren auf Basis von Spintronics und (später) Quantentechnologie
- Megatrend Sicherheit: Ausdehnung der Produkte auf 5G-Sicherheit, Ansatz bei den Daten, nicht bei dem Nutzer (Zero Trust Modell)
- Megatrend Big Data (In-memory Computing, Data Lake, Data Warehousing)
- Megatrend Gigeconomy (Nutzung von Online-Plattformen für die Anbietung eigener Dienstleistungen)

Der Megatrend Digitalisierung bedarf einer eigenen Beschreibung, da sich dieses Thema fast in allen Bereichen von Gesellschaft und Wirtschaft in irgendeiner Form niederschlägt. Die Digitalisierung erfasst nicht nur die papierlose Erfassung von Daten, sondern erstreckt sich auch auf die Bearbeitung von Arbeitsprozessen bei Kunden, Mitarbeitern und der Informationstechnologie, mit dem Ziel durch die Digitalisierung die Produktivität zu erhöhen. Ein weiteres Merkmal der Digitalisierung ist die Informationsverarbeitung in Echtzeit sowie die zunehmende Konnektivität aller Wirtschaftseinheiten. Im Rahmen der Digitalisierung entstehen neue internetbasierte Geschäftsmodelle, die viele der angestammten Geschäftsmodelle verdrängen.

An dem Megatrend Digitalisierung wird auch deutlich, dass sich die Megatrends nur wenig als Anlagethema eignen, denn in irgendeiner Form sind zunehmend alle Wirtschaftsthemen hiervon betroffen. Diese Einschätzung gilt auch für das andere Modethema „Künstliche Intelligenz“, denn KI-Methoden werden in immer größerem Maße in vielen Unternehmen eingesetzt, so dass wir bei der Anlageentscheidung hierauf nicht abstellen können. Allerdings beobachten wir durchaus, ob und wie Unternehmen die KI zur Steigerung der Produktivität einsetzen.

Auch der Megatrend Big Data ist so vielschichtig, dass hier verschiedene Microtrends zusammenlaufen, z.B. die Aufrüstung von Datenzentern und Anbindungen an das Cloud Computing. Gemeinsam ist allen Themen jedoch, dass die Rechnung zunehmend im Arbeitsspeicher stattfindet, da hier schnellere Rechnungen möglich sind (sogenanntes in-memory Computing). Ein weiterer Trend ist die Zunahme von analytischen Funktionen zur Datenanalyse in den Datenbanken. Die Funktion von Datenbanken geht damit über die reine Speicherung hinaus, da zu Auswertungszwecken eine Strukturierung, Bereinigung, Verknüpfung, Verdichtung und Vereinheitlichung notwendig ist. Bei unstrukturierten Daten wie Bildern und Audiodaten spricht man auch in Abgrenzung vom Data Warehouse im Zusammenhang mit der Speicherung und Bereitstellung großer Datenmengen auch vom Data Lake.

Bei der Identifizierung und Analyse von Microtrends ist zu beachten, dass rund um die Trends Cloud und Big Data (oder auch andere Trends) neue Geschäftsmodelle entstehen, die ihrerseits zur Entstehung neuer Trends beitragen. Der Wandel zu einer verteilten Netzwerk-Struktur in der Cloud hat z.B. dazu geführt, dass die Anwender verstärkt Hilfsmittel einsetzen zur Leistungsüberprüfung des Netzwerkes und der Arbeitsprozesse (im englischen mit Application Performance Monitoring - APM - bezeichnet). Auch hier wird übrigens verstärkt KI eingesetzt. Dass es sich bei APM um einen wichtigen Trend handelt, erkennt man auch daran, dass das

Analysehaus Gartner im April 2020 die in diesem Subsektor tätigen Unternehmen in einer eigenen Studie untersucht hat (vgl. den nachstehenden Ausschnitt aus der Studie). Gemeinsam ist gerade den Unternehmen im Software-Bereich, dass sie zur Leistungsverbesserung Methoden der KI einsetzen, u.a. auch bei der sogenannten vorausschauenden Fehleranalyse.



Wir behalten daher unseren Investmentansatz bei, bei der Anlage auf diejenigen Unternehmen zu setzen, die zur Sicherstellung der Digitalisierung, KI, Cloud, etc. die notwendigen Schlüsseltechnologien herstellen bzw. über die Schlüsselkompetenzen verfügen. Hierzu zählen vor allem Unternehmen, die über Materialerfahrung, Prozessenerfahrung, Software und Algorithmen verfügen. Insbesondere die Software stellt für viele Bereiche das Bindeglied dar und es überrascht nicht, wenn gerade auf diesem Gebiet ein hoher Bedarf an qualifizierten Arbeitskräften herrscht. Sobald viele Daten ins Spiel kommen (wie z.B. bei der Medikamentenentwicklung) sind neben der geeigneten Software auch leistungsstarke Rechner notwendig (auf Basis der neuesten Generation der Halbleitertechnologie). Im Zusammenhang mit der Cloud arbeiten diese Rechner nicht mehr unabhängig voneinander, sondern werden zunehmend vernetzt. Durch diese Vernetzung entsteht wiederum der Bedarf an schnellen Datenverbindungen (die eingangs angesprochene 400 Gigabit Datenverbindung), deren Grenzen jedoch ebenfalls durch die Halbleitertechnologie gesetzt werden. Hier schließt sich somit der Kreis, denn energiearme Halbleiter sind die Grundlage aller neuen technologischen Entwicklungen.

3 Fazit

Dieser Text kann nur einen kleinen Einblick in die Gesellschaft und Wirtschaft prägenden Trends geben. Es sollte jedoch deutlich gemacht werden,

dass es nicht zielführend ist, bei der Auswahl der Investmentthemen einzig auf Megatrends zu setzen, denn die bahnbrechenden Entwicklungen vollziehen sich auf einer anderen Ebene. Die „Investment Community“ und weit verbreiteten Aktionärsbriefe stellen jedoch gerade auf diese Unternehmen ab – z.B. die sogenannten FAANG-Aktien – und übersehen dabei, dass die wahren Gewinner auf einer anderen Ebene zu suchen sind. Hier wechseln jedoch Gewinner und Verlierer oftmals sehr schnell und es bedarf einer ständigen Verfolgung der neuesten Entwicklungen sowie der Konkurrenzsituation.

Gerade in den Zeiten der Coronakrise gibt die schnelle Entwicklung neuer technologischer Prozesse auch Anlass für Optimismus. Die Entwicklung eines Impfstoffs wäre z.B. ohne die Nutzung rechenintensiver Verfahren und der zugehörigen Software und Hardware nicht möglich gewesen. Mit den jetzt gewonnenen Erkenntnissen und Werkzeugen wird die Menschheit daher für zukünftige Pandemien besser gerüstet sein.

4 Schwellenländer

Die Währungen der Schwellenländern haben sich gegenüber dem US-Dollar gemischt entwickelt. Während die Währungen von Indien, Mexiko und China gegenüber dem US-Dollar im vergangenen Quartal zulegten, schwächten sich die brasilianische, russische und indonesische Währung ab.

Der US-Dollar wertete sich im Quartalsvergleich ebenfalls gegenüber dem Euro um 4,4% ab, so dass auch die stärkeren Währungen der Schwellenländer in Euro gerechnet einen leichten Rückgang aufwiesen. Der schwache US-Dollar stellt damit den Hauptgrund für das schlechte Abschneiden der Fremdwährungsanleihen in Euro dar. Dies wird besonders deutlich an einem Vergleich der Fremdwährungen zum US-Dollar sowie einem Vergleich des US-Dollar zum Euro.



Mit Abstand die schwächste Währung war der Rubel, der unter der Androhung neuer Sanktionen sowie der Unsicherheit der Fortführung des Nordstream 2 Projektes litt und sich um ca. 11% abschwächte. Zuletzt belastete temporär auch der Konflikt zwischen Armenien und Aserbaidschan, da Investoren Sorge hatten, dass Russland an der Seite von Armenien mit in diesen Krieg gezogen

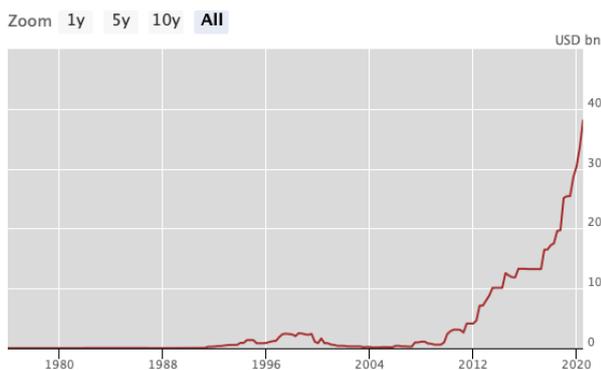
werden könnte. Im Gleichzug mit der Rubelschwäche haben sich auch die 10-jährigen Staatsanleihen abgeschwächt (s. nachstehenden Chart):



Wir halten die Rubelschwäche für vollkommen übertrieben, da die Wirtschaftskraft durch weitere Sanktionen nur wenig geschwächt würde. Außerdem ist völlig unklar, ob die neue bzw. alte amerikanische Regierung oder Europa wirklich einschneidende Sanktionen vornehmen wird. Die Investoren erkennen auch, dass Russland relativ autark ist und über sehr geringe Verschuldungsdaten verfügt. Positiv zu werten ist auch, dass Russland erstmals die Verteidigungsausgaben senkt zu Lasten einer Erhöhung der Ausgaben für Soziales und Wirtschaft.

Indien gehört zusammen mit Spanien und dem Vereinigten Königreich zu den Ländern, deren Sozialprodukt am stärksten durch die Coronakrise eingebrochen ist. Trotzdem konnte die indische Rupie im letzten Quartal um knapp 3% gegenüber dem US-Dollar zulegen. Entscheidend für die gute Entwicklung waren überraschende Zuflüsse in der Leistungsbilanz (die dadurch positiv war), u.a. aufgrund einer Zahlung von Intel für ein indisches Unternehmen.

Im Gegensatz zu Indien konnte Indonesien nicht von Sonderfaktoren profitieren und die Währung schwächte sich um ca. 3% ab. Obwohl der Staat seine Verschuldung etwas reduziert hat, ist die Situation bei der Unternehmensverschuldung angespannter (vgl. den nachstehenden Chart der BIZ):

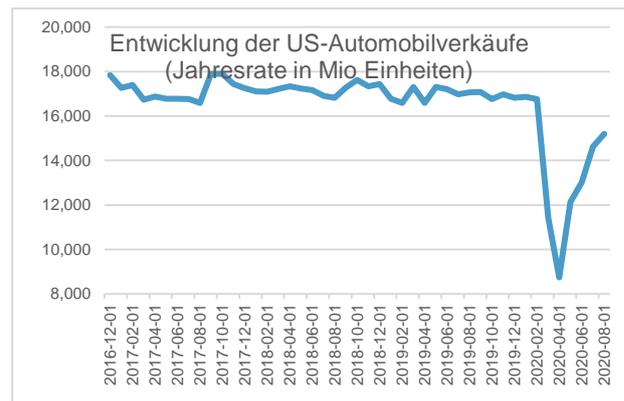


Die Währung kam auch unter Druck, weil es Pläne gibt, der Regierung Stimmrechte bei Zentralbankentscheidungen einzuräumen und in diesem Zusammenhang das Zentralbankmandat auf die Ziele Wirtschaft und Arbeitsmarkt auszudehnen. Auch wenn die Pläne möglicherweise nicht vollständig umgesetzt werden, so würde doch die Unabhängigkeit der Notenbank eingeschränkt.

Die chinesische Währung Renminbi konnte sich im dritten Quartal ebenfalls um ca. 3% aufwerten, da sie von verbesserten Wachstumsaussichten profitierte.

Obwohl Brasilien von der Coronakrise ebenfalls stark betroffen ist, verzeichnet das Land in den letzten Monaten eine Stabilisierung bzw. Verbesserung bei einigen Mikroindikatoren (z.B. bei dem Unternehmensvertrauen und den Automobilabsätzen). Obwohl die Währung sich im dritten Quartal ebenfalls abgeschwächt hat, verharrt sie in den letzten 6 Monaten in einer engen Bandbreite.

Die Ratingagenturen erwarten für Mexiko einen Rückgang des Sozialproduktes um ca. 10%. Der Ausblick für Mexiko verbessert sich jedoch für das nächste Jahr etwas durch einen stärkeren amerikanischen Automobilsektor, von dem Mexiko überproportional profitiert. Der nachstehende Chart der Automobilverkäufe in den USA dokumentiert die schnelle Erholung dieses Sektors.



In Peru erwarten die Analysten einen Rückgang des Sozialproduktes um ca. 13%, da es hier keine positiven Sondereffekte gibt. Die Währung war jedoch aufgrund des geringeren Anteils an ausländischen Investoren mit einem Minus von 1,2% im Quartalsvergleich relativ stabil.