



11. JANUAR 2023

## NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 2022

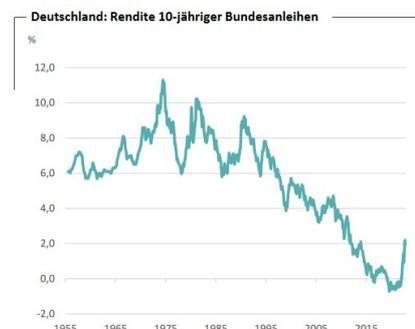
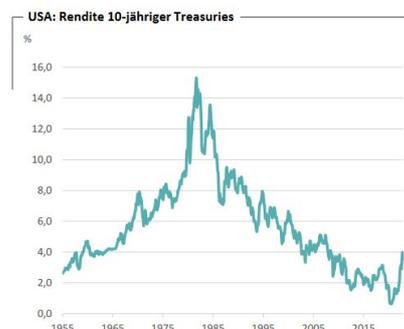
*Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.*

Die diesjährigen Anlagenotizen richten ein Augenmerk auf langfristige, strukturelle Veränderungen. Unser Haus möchte damit den Leser auf weitreichende Veränderungen in den kommenden Jahren vorbereiten und bei einer persönlichen Standortbestimmung unterstützen. Verstärkte Widerstandsfähigkeit im persönlichen und wirtschaftlichen Bereich sollte für Jedermann im Vordergrund stehen.

Viele Entwicklungen in diesem Anlagejahr scheinen an der Oberfläche wenig Sinn zu machen. Wie sollte man die Pulverisierung der Krypto-Sphäre einordnen, die doch ein Versprechen von Unabhängigkeit und nicht notwendigem Vertrauen in Akteure gab? Bitcoin selbst, der Geburtsvater der trotz allem genialen neuen Infrastrukturtechnologie, mag seine Daseinsberechtigung haben – aber warum gibt es sogen. Stable Coins, die angeblich dem US-Dollar gleichkommen? Wo bleiben einfache, verlässliche und **transparente** Lösungen zur Reduzierung von Friktionen, von Kosten? Denn dies verspricht die neue Welt der Kryptowährungen. Aber genauso gilt dies für Anlageprodukte, nicht zuletzt die bis dato so beliebte Welt der privaten Anleihen (Private Debt) und privaten (Wachstums-) Unternehmensanteilen (Private Equity). In Ermangelung eines ‚öffentlichen Marktplatzes‘ werden hier Preise auf Basis von (Ein-) Schätzungen gefunden, die vielleicht mehr im Interesse der Manager als dem der Investoren liegen.

Für uns liegen die Gründe für das Tumult-ähnliche Anlagejahr in der Tatsache, dass Geld nicht mehr umsonst ist, sondern endlich wieder seinen Preis hat. Damit müssen die von den Finanzexperten geschätzten Bewertungsmaßstäbe berichtigt werden: Wachstumsunternehmen ohne Gewinn können nicht mehr ‚unendlich‘ viel wert sein. Und nach dem überbordenden Optimismus für das Wertschöpfungspotential von Netzwerken bzw. großen Technologiefirmen muss man sich vielleicht mit dem Eflactem's Gesetz (pardon: Metcalfe's Law) auseinandersetzen, nachdem sich der Wert eines Netzwerkes pro verlorenes Mitglied exponentiell verringert. Oder sollten die langjährigen Investoren der Technologieriesen das zugrundeliegende Geschäftsmodell überdenken: schließlich war Werbung immer schon ein extrem zyklisches Geschäft?

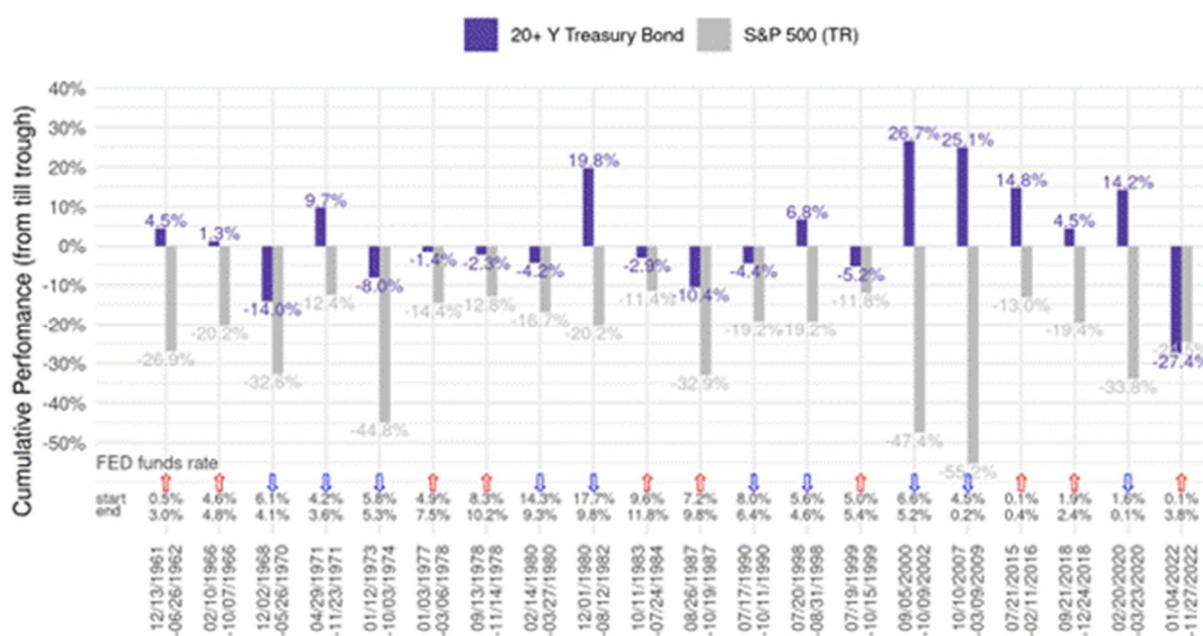
Zurück zum Preis für Geld: der historisch drastische Anstieg der globalen Renditen von einem vorher noch nie gesehenen niedrigen Niveau (siehe Graphik für die amerikanischen und deutschen Staatsanleihen) hat einen Paradigmenwechsel für die Geldanlage eingeläutet. Die vorherrschende Strategie der letzten 40 Jahre, Aktienrisiken durch Anleihen abzumildern, sollte vorbei sein. Definiert man Risiko als potentielle Preisschwankung, so schoss die 10-jähr. Bundesanleihe (Bund) mit mehr als 160 Tagen, an denen der Preis um, für Anleihen gigantische, 0,1% schwankte, den Vogel ab.





## Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Der Zusammenbruch von historisch verlässlichen Zusammenhängen, nämlich der guten Wertentwicklung von Anleihen in Jahren von starken Aktienkorrekturen, deutet auf eine neue Dynamik an den Kapitalmärkten hin. Wie außerordentlich die Entwicklung im letzten Anlagejahr war, macht ein Vergleich mit der Vergangenheit, hier bis zurück ins Jahr 1960, deutlich: in *blau* sehen Sie die Wertentwicklung der langlaufenden US-Staatsanleihen in den Jahren, in den die US-Aktien mehr als 10% verloren<sup>1</sup>:



Die letzten drei Jahre deuten auf eine Welt zunehmender Unwägbarkeiten, stärkerer Amplituden und schnellere Umschwünge hin. In den nächsten Jahren sollten wesentliche strukturelle und langanhaltende Veränderungen Gestalt annehmen, die kaum Ähnlichkeit mit der liberalen Wirtschaftsordnung der letzten Jahrzehnte haben. Soviel ist absehbar: Beschränkungen in vielfältiger Art werden Wirtschaft, Menschen und Regierungen zu mehr Kompromissen zwingen. Gleichzeitig wird die schon in den letzten Jahren erfahrene Politisierung uns mit Anreizsystemen konfrontieren, die voraussichtlich wenig in unserem persönlichen Interesse liegen<sup>2</sup>. Der bekannte Ökonom El-Erian identifiziert drei langfristige Trends, die diese Veränderungen mit sich bringen:

- der Wechsel von fehlender Nachfrage zu Angebotsknappheiten als langfristige Wachstumsbremse,
- das Ende der unbegrenzten Liquidität durch die Zentralbanken und
- eine weiter zunehmende Fragilität der Finanzmärkte.

Als Konsequenz müssen Unternehmen und Regierungen auf eine Vielzahl von Szenarien vorbereitet sein bzw. planen. Schnell können Zweit- und Dritteffekte wie Dominosteine Entscheidungen eskalieren. Schocks vielfältiger Art sollten daher vermehrt an der Tagesordnung sein.

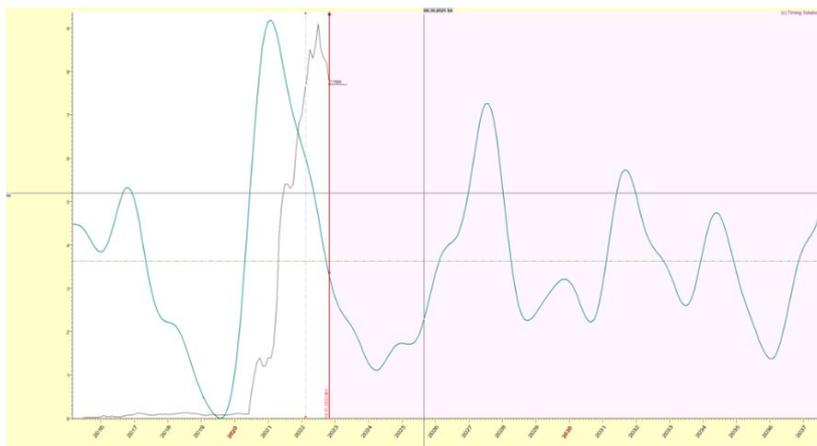
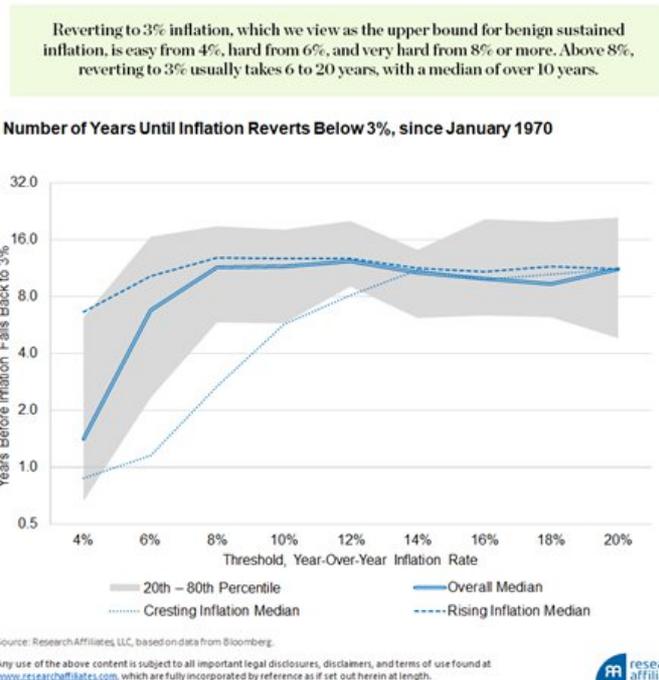
<sup>1</sup> Quelle: Michael Gayed über Mauldin, Thoughts from the Frontline, 3.12.2022.

<sup>2</sup> Mohammed El-Erian in Foreign Affairs: Not Just Another Recession, 22.11.2022.



## Nachdenkens-Wert

Viele Marktteilnehmer sind nun der Überzeugung, dass wir langfristig spürbaren Preissteigerungen ausgesetzt sind. Der Think Tank Research Affiliates hat historische Inflationsperioden seit 1970 auf ihre Dauer und Beständigkeit untersucht. Das Ergebnis: Eine Inflationsrate von 4% oder 6% konnte in einer absehbaren Zeit, d.h. zwischen 18 Monaten und 8 Jahren, auf das ‚wohlmeinende‘ Niveau von 3% zurückgefahren werden. Bei einer Inflationsrate von 8% oder mehr sind die Bemühungen zur Reduzierung jedoch merklich langwieriger. Im Durchschnitt wurden 10 Jahre benötigt, um ein angemessenes Preisniveau wiederherzustellen. Die aktuelle Standortbestimmung lässt danach auf eine erhöhte Preissteigerung für längere Zeit schließen: die letzten 12 Monate sahen ein Niveau von über 6%; die letzten sieben Monate über 8%<sup>3</sup>.



eine Projektion des Inflationszyklus (*blau*), der auf jährlichen Daten seit 1914 basiert<sup>4</sup>. Die zyklische Betrachtung läuft der aktuellen Entwicklung (*in grau*) i.d.R. etwas voraus, zeigt aber für die nächsten Jahre (*lila Hintergrund*) keine konstant verlaufende Entwicklung, sondern scheint auf zwei Inflationschübe mit einer dazwischen liegenden Phase von nachlassendem Preisdruck hinzudeuten.

## Indikatoren unter Beobachtung

Die verlässlichen Renditen von Anleihen in Zeiten signifikanter Aktienmarktkorrekturen sollten in der neuen, durch Knappheiten geprägten Wirtschaftswelt eher Ausnahme sein. Das bewährte Konzept, einen Aktienanteil von 60% mit 40% Anleihen abzusichern, hat im vergangenen Jahr katastrophal

<sup>3</sup> <https://www.researchaffiliates.com/publications/articles/965-history-lessons/>, Dez. 2022.

<sup>4</sup> Ten Stock Trader, Market Outlook, 5.12.2022.



abgeschnitten. Beispielhaft zeigt die Übersicht<sup>5</sup> die Verlustjahre eines solchen US-Portfolios in den letzten 90 Jahren.

### The Worst Years Ever For a 60/40 Portfolio

Year	60/40 Portfolio	Reason
1931	-27.3%	Great Depression
1937	-20.7%	1937 Crash
2022	-16.9%	The Great Inflation
1974	-14.7%	1973-74 Bear Market
2008	-13.9%	Great Financial Crisis
1930	-13.3%	Great Depression
1941	-8.5%	WWII
2002	-7.1%	Dot-Com Crash
1973	-7.1%	1973-74 Bear Market
1969	-6.9%	Nifty Fifty Crash
2001	-4.9%	Dot-Com Crash
1966	-4.8%	1966 Bear Market

Source: NYU

Sicherlich viel brisanter sind die Auswirkungen auf europäische Pensionsfonds, die durch gesetzliche Vorgaben in den letzten 12 Jahren gezwungen waren, mit bis zu 90% ihrer Mittel in Anleihen mit negativen Renditen zu investieren. Der dänische Pensionsfonds ATP gab im September bekannt, dass er im 1. Halbjahr 2022 einen Verlust in Höhe von 7,7 Mrd. € bzw. -36% ‚erwirtschaftete‘. Auch der Eklat bei den britischen Pensionsfonds Ende September, der durch strukturierte Produkte mit bei Zinssteigerungen verlustbringendem Hebel hervorgerufen

wurde, ist u.E. kein vereinzelt Phänomen. Weitere negative Schlagzeilen von dieser institutionellen Anlegerschaft sollten nicht überraschen. Leider wird dies derzeit nicht diskutierte Auswirkungen auf das Rentenniveau derzeitiger und zukünftiger Pensionäre haben. Wir leben in gefährlichen Zeiten!

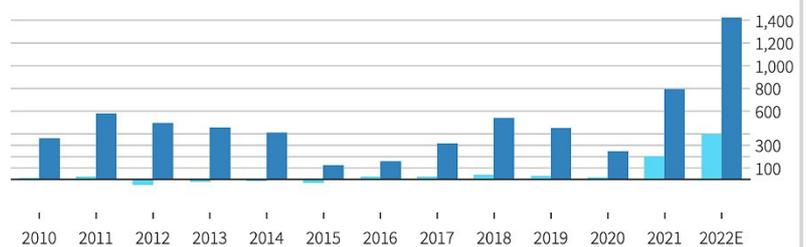
## Indikatoren unter Beobachtung II

Die positive Gewinnsituation der Energieunternehmen hat einen stärkeren Einbruch der westlichen Kapitalmärkte in 2022 verhindert. Die kanadischen und amerikanischen Energieproduzenten (*türkise Balken*) konnten dabei ihren freien Cash-Flow sogar verdoppeln. Wie die Graphik zeigt, hat sich seit 2021 die Situation der Branche wesentlich verändert. Dies liegt nicht nur an den höheren Energiepreisen, sondern auch an einer veränderten Strategie der Unternehmen. In der Vergangenheit wurden Gewinne in neue Projekte investiert, während heute der Fokus auf Kostenreduzierung und Effizienzsteigerung der bestehenden Produktion liegt. Das hat den positiven Effekt, dass Schulden reduziert werden und mehr Kapital an die Aktionäre zurückfließt. Weitere Kursgewinne sind absehbar, denn die steigenden Dividenden sollten in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld trotz schwankender Ölpreise für Anleger attraktiv sein.

### Oil and gas set to report record free cash flow in 2022

Producers are set to make \$1.4 trillion of free cash flow this year, an all-time high

● North America ● Total - \$ billion



Note: Brent assumption at \$106/barrel. Includes all upstream companies producing more than 5,000 barrels/day  
Source: Deloitte analysis based on data accessed from Rystad Energy Ucube, and US Energy Information Administration

<sup>5</sup> A Wealth of Common Sense, 2.1.2023.



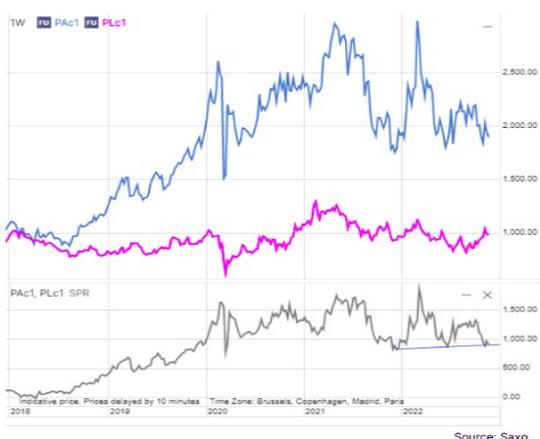
## Indikatoren unter Beobachtung III

Der Anleihenmarkt wird als der größte, globale Teilmarkt für Finanzinstrumente bezeichnet. Staatsanleihen, vor allem US-Staatsanleihen (sogen. Treasuries) sind wichtige Grundlage des internationalen Finanzgefüges. Sie dienen nicht nur der Anlage von großen Kapitalsammelstellen (wie Pensionsfonds), sondern weltweit unter Banken auch als Sicherheit für Kredite. Die zunehmende Regulierung von Banken nach der Finanzkrise, der Kauf dieser Anleihen durch die Notenbanken, aber auch die Hinwendung zu ETFs ohne Verbriefung haben zu einer starken Reduzierung des Handelsvolumens, und damit der Liquidität, dieser Anleihen geführt. Hier<sup>6</sup> sehen sie, dass in diesem Jahr die Liquidität aller US-Staatsanleihen (*angepasst an die 10-jährige Fälligkeit*) auf ein erschreckendes Niveau gefallen ist. Auch hier dürften Turbulenzen in der nächsten Zeit nicht überraschen, ähnlich wie in 2008 und Anfang 2019, dass eine daraus resultierende Volatilitätskrise bescherte.



## Indikatoren unter Beobachtung IV

Platin ist seit längerem aus den Schlagzeilen verschwunden. Es wurde vor einigen Jahren durch Palladium in seiner Rolle als Produktionsmetall für Katalysatoren abgelöst, aber beide Metalle sind technisch gleichwertig einsetzbar. Noch nicht so bekannt sind die Einsatzmöglichkeiten von Platin in der Wasserstofftechnologie. Und so hat der etwas ‚langweilige‘ Kursverlauf der letzten Jahre im Vergleich zu Palladium u.E. Wertsteigerungspotential (*blau = Palladium; pink = Platin; grau = Preisdifferenz zwischen beiden Metallen – Kurse per 25.11.2022*):



Unsere Aufmerksamkeit für die Edelmetalle hat Gründe. In wirtschaftlich stürmischen Zeiten sollte Gold als Währungersatz betrachtet werden. Dass dieser Aspekt in vielen Ländern nach wie vor eine große Rolle spielt, zeigt das neue Regierungsdekret Ghanas<sup>7</sup>: alle großen Minengesellschaften müssen ab Januar 2023 20% ihrer Goldvorräte an die ansässige Zentralbank verkaufen. Das sich in einer

Krise befindliche Land plant, den Import von Ölprodukten mit Gold anstelle schwindender US-Dollar-Reserven zu bezahlen. Es würde nicht erstaunen, wenn in der Zukunft Gold als Zahlungsmittel im Rohstoffsektor an Bedeutung gewinnt. Nicht nur das: Historisch sind aus unserer Sicht geopolitische Krisen und Vertrauensverlust in Regierungen der Grund für steigende Goldpreise.

<sup>6</sup> Brokertec via The Market Ear, 30.11.2022

<sup>7</sup> Reuters-Meldung am 25.11.2022: <https://www.reuters.com/markets/commodities/ghana-orders-mining-firms-sell-20-refined-gold>.



## Einschätzungen

Das Jahr 2022 hat gezeigt, dass sich global die Voraussetzungen für Finanzmärkte, Länder und Menschen wesentlich verändert haben. Wir sind seit langem gewohnt, Entscheidungen in einer wohlmeinenden Welt zu treffen: klar definierte Spielregeln, akkurates und häufiges Feedback sowie sich immer wiederholende Ereignis- und Verhaltensmuster<sup>8</sup>. Der Mensch kann zur Entscheidungsfindung in einem Lernumfeld mit diesen Qualitäten auch auf seinen Erfahrungsschatz zurückgreifen und damit Ergebnisse verbessern. Jetzt sind wir mit einem ganz anderen Umfeld konfrontiert, in dem die Spielregeln nicht mehr klar sind bzw. sich konstant verändern. Darüber hinaus erfolgt ein Feedback verzögert oder nicht im ganzheitlichen und Regelmäßigkeiten sind kaum identifizierbar. Dadurch ist auf intuitive, auf Erfahrungen beruhende Reaktionen kein Verlass mehr. Somit sind wir herausgefordert, auf beispiellose Situationen kritisch, vorsichtig und angemessen zu reagieren.

Darüber hinaus ist Geopolitik heute wesentlich für Anleger. Alle Signale deuten auf eine Intensivierung geopolitischer Aktionen hin, nicht nur seit vergangenem Jahr. Die kommenden beiden Jahre werden u.E. weitere negative Überraschungen bereit halten. Die Situation könnte nicht komplexer sein: Die explizite Abkehr vom Kapitalismus sowie die jüngsten Proteste in China zeigen, dass die Großmacht China geopolitisch schwächer aufgestellt ist als allgemein angenommen. Aber auch ganz Eurasien scheint in einer Krise zu sein, wenn man eine fehlende, einheitliche europäische Strategie mit einem, zumindest aus westlicher Sicht gesehenen Einbruch Russlands kombiniert. Relativ gesehen verstärkt diese Situation die Macht der Vereinigten Staaten, nicht zuletzt durch die Energieunabhängigkeit Nordamerikas. Aber: Zweifel an dieser Analyse müssten dann aufkommen, wenn weitere Krisenherde, z.B. in Asien oder dem Mittleren Osten, eskalieren würden. Wir sehen uns mit einem Auseinanderdriften der internationalen Interessen konfrontiert.

## Ungewollte Konsequenzen

In den letzten drei Jahre wurden die in der Nachkriegszeit vereinbarten Regeln und Prozesse nicht mehr befolgt. Weltweit haben Regierungen und Eliten auf allen Ebenen versagt – um ihren Einfluss und ihre Machtposition zu bewahren. Dies hat langfristige Konsequenzen, die sich erst in den nächsten Jahren herauskristallisieren werden.

Eine Standortaufnahme ist angebracht: Das seit 1980 währende Zeitalter des Überflusses durch billiges Geld, niedrige Löhne und preiswerte Rohstoffe ist nun vorbei. Wir befinden uns in einer Übergangsphase, die vergleichbar mit der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts ist und große Ähnlichkeiten mit einer Kriegswirtschaft hat: der Fokussierung auf nationale Sicherheit und die Sicherstellung von Lieferketten, Rohstoffen, Nahrungsmitteln und Energie. Wirtschaftliche Entscheidungen werden dann weniger von der unsichtbaren Hand der Märkte als von aktivistischen Regierungen getroffen. Kreditentscheidungen in Form von Staatsgarantien sollten diesen Weg unterstützen. Noch sehen wir dies nur in Ansätzen. Es ist jedoch absehbar, dass eine neue Krise diesen Weg beschleunigen wird. Vergleichbar mit der Situation im II. Weltkrieg sind Maßnahmen wie Kapitalverkehrskontrollen, die Finanzierung höherer Staatsausgaben durch zusätzliche, vielleicht einmalige Steuern oder die Zwangszeichnung von Staatsanleihen aus heutiger Sicht nicht undenkbar.

Inbegriff der neuen Realität ist eine strukturell höhere Inflation, die u.E. auch durch einen Einbruch im Wirtschaftswachstum nicht mehr auf das langjährige, niedrige Niveau zurückkehren wird. Die uns präsentierten, offiziellen Inflationszahlen sind unrealistisch, denn sie spiegeln nicht den Verbrauch der Menschen wieder. Das Modell von einem unserer Researchhäuser<sup>9</sup>, dass die Kerninflation für die

---

<sup>8</sup> Konzept des freundlichen bzw. gefährlichen Lernumfeld vom Verhaltenspsychologen Prof. em. Robin Hogarth.

<sup>9</sup> Armstrong Economics, 5.1.2023.



meistgenutzten Bestandteile Nahrung, Energie und Transport bestimmt, misst für die USA eine Teuerungsrate in 2022 von 22%.

## Das Wesentliche

Seit Anfang 2020 sind Anleger global mit einer neuen Wirklichkeit konfrontiert: hoher Unsicherheit. Wirtschaftliche, geopolitische und soziale Entwicklungen zeigen, dass verlässliche, langfristige Rahmendaten fehlen. Damit bleiben die Finanzmärkte unorthodox und schwierig. Dies ermöglicht Chancen abseits der konventionellen Portfoliotheorien. Auch das Jahr 2022 war von Turbulenz auf den Finanzmärkten (und ersten offensichtlichen geopolitischen Störungen) geprägt. Das nächste Jahr könnte zusätzlich sehr wohl ein Jahr von zunehmenden gesellschaftlichen, politischen oder weiteren geopolitischen Turbulenzen sein.

Da Kurse die emotionalen Reaktionen bzw. Einschätzungen von Anlegern auf Ereignisse widerspiegeln, sollten uns Überraschungen an den Finanzmärkten nicht erstaunen. Als Treuhänder wird unser ‚Polarstern‘ ein angemessenes Risikomanagement und das Befolgen von Preissignalen sein. Diese stabile Basis ermöglicht das Ausnutzen von Opportunitäten, die sich aus den oben ausgeführten Unsicherheiten ergeben. Der von unserem Haus verfolgte aktive, globale Investmentstil sollte vorteilhaft für die weiterhin erwartete, hohe Volatilität sein. Wir freuen uns auf ein erfolgreiches Anlagejahr 2023, in dem für uns disziplinierte Prozesse, Geduld und Demut vor den Unwägbarkeiten im Vordergrund stehen.

Von Herzen wünscht das Team der Ars Pecuniae GmbH Ihnen ein gesundes und in allen Belangen positives neues Jahr

*Renia Costello*