



16. JULI 2023

NOTIZEN ZUM I. HALBJAHR 2023

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

Unsere Welt wird immer komplexer: Viele Entwicklungen sind entweder rational nicht erklärbar, Ausdruck von Zweit- oder Dritteffekten, Mittel zum Zweck – oder aber Theater zur Ablenkung des Zuschauers. Die Geschehnisse am letzten Juni-Wochenende in dem größten Land der Erde, Russland, um den wirklichen oder vorgetäuschten Coup sind Ausdruck der immer weiter sich beschleunigenden, globalen Verstrickungen – letztlich zum Nachteil aller Menschen auf der Welt.

In diesem, ersten Halbjahr war die Abkoppelung das Credo der meisten globalen Aktienmärkte: Gestiegene Zinsen, eine restriktive Geldpolitik, Sorgen um eine Eskalation des Ukraine Konfliktes und die teilweise wirklich unterirdischen Konjunkturdaten konnten dem Auftrieb der meisten Indizes nichts anhaben. Auch der DAX zeigt ein fast an Schizophrenie grenzendes Verhalten, denn seine jüngsten Höchstkurse korrespondieren mit einem Rekordabfluss von Direktinvestitionen in Höhe von 125 Mrd. Euro¹ - wodurch Deutschland in einem Ranking von 46 Staaten den schlechtesten Platz einnimmt. Hinter dieser Fassade steckt Fragilität und Unsicherheit, denn die Kursgewinne liegen i.d.R. in einer außerordentlichen Wertentwicklung von wenigen Titeln begründet. In den USA sind dies die altbewährten Megacaps (Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Netflix, Nvidia). Die grüne Linie im nebenstehenden Chart zeigt, dass nur 35% aller Aktien im US-Markt (S&P 500) den Index (rot) schlagen. Diese Marktmenge war in dieser Ausprägung in den letzten 10 Jahren nur in 2020 und in 2015 zu beobachten. Dies macht allen Verwaltern von Kapital zu schaffen, denn eine angemessene Risikostreuung ist notwendige Voraussetzung der Mandate.



Was könnte jetzt schiefgehen angesichts der immer noch großen, oben angesprochenen Unsicherheiten? Kritische Stimmen nennen zwei Probleme, die bis dato von Anlegern noch nicht in den Fokus gerückt sind: die nicht unerheblichen Unternehmensschulden, die bei einem teils existenziell werden Zinssatz zur Refinanzierung anstehen und zunehmende zivile Unruhen. Darüber hinaus ist fraglich, inwieweit Notenbanken und Regierungen gewillt und in der Lage sind, die Finanzmärkte wie in der Vergangenheit zu stützen. Dennoch – bei der weiterhin sehr widerstandskräftigen Inflation scheinen Anleihen trotz starker wirtschaftlicher Eintrübung wenig attraktiv, so dass die Alternative immer noch die Aktienmärkte sind. Unser Haus sieht eine Fortsetzung dieser Trends, denn globale Geldströme sind wesentlich für die Entwicklung der Finanzmärkte. Ebenso gehen wir davon aus, dass bei einer Zuspitzung der geopolitischen Lage weiteres Kapital nach Nordamerika fließt und damit der US-Dollar an Stärke gewinnt. Die Notizen beschäftigen sich dieses Mal mit vielen Aspekten zu den langfristigen, wirtschaftlichen Konsequenzen für Deutschland.

¹ Lt. neuer Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW), Juni 2023



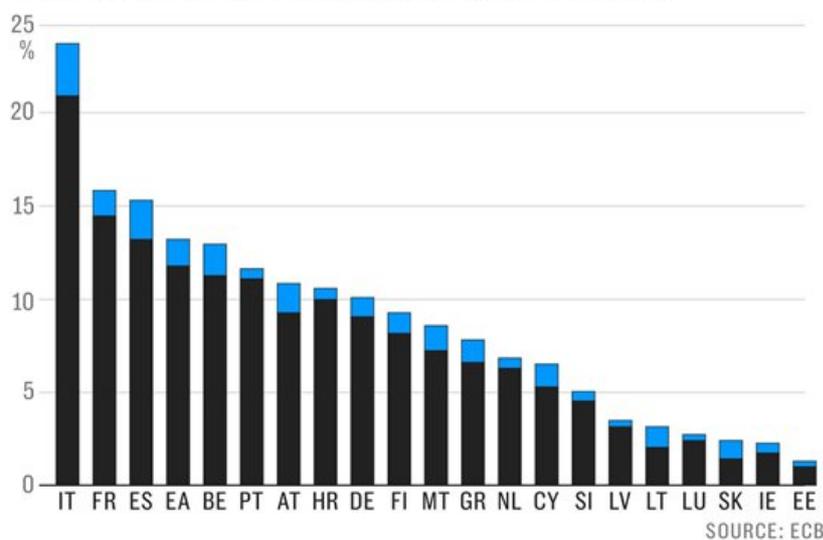
Nachdenkens-Wert

Die europäische Geldpolitik ist in einer Zwickmühle. Auf der einen Seite scheint der Preisauftrieb „nachhaltiger“ als gewünscht – und damit weitere Zinserhöhungen vorprogrammiert. Auf der anderen Seite sind die strukturellen Schuldenprobleme vieler europäischer Länder so signifikant, dass weitere Zinserhöhungen zu neuen Krisen führen könnten. Aus dieser Übersicht ersehen Sie, welcher Anteil der Staatsanleihen europäischer Länder (inkl. Zinsdienst) in den nächsten 12 Monaten fällig wird und damit

A lot of European debt to be rolled over

Public debt as a share of GDP, April 2023

■ Principal due in up to one year ■ Interest due in up to one year

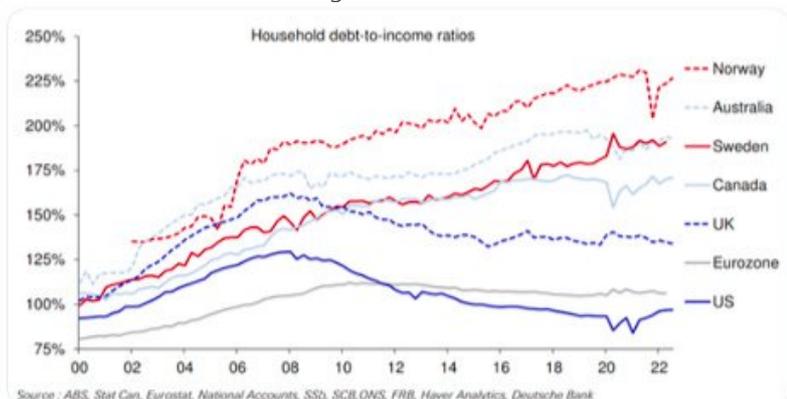


zu schlechteren Konditionen verlängert werden muss.

Warum eine Erwähnung an dieser Stelle? Die europäische Wirtschaft hat sich im vergangenen Jahr angesichts des Russland/ Ukraine-Konfliktes wesentlich widerstandsfähiger gezeigt als erwartet. Dies gibt der EZB Raum zu weiteren Zinserhöhungen. Man sollte jedoch nicht verkennen, dass Teile der wirtschaftlichen “Widerstandsfähigkeit” Mutter Natur, bzw. einem milden Winter, zu verdanken ist. Ein Hinweis auf die problematischen Abhängigkeiten geben die “Indikatoren

unter Beobachtung” im weiteren Verlauf.

Ein kontinuierlich hohes Zinsniveau hat starke Auswirkungen auf die Verbraucher und das Wachstumspotential einer Wirtschaft. Denn je mehr Geld der Haushalte in den Schuldendienst fließt, je weniger Luft besteht für den Konsum. Auch wenn die nebenstehende Graphik² andere Volkswirtschaften in den Vordergrund stellt, ist das Verschuldungsniveau privater Haushalte in Europa in den letzten 15 Jahren stark gestiegen. Daher sollten zukünftig nur geringe Wachstumsimpulse von den Verbrauchern ausgehen können.

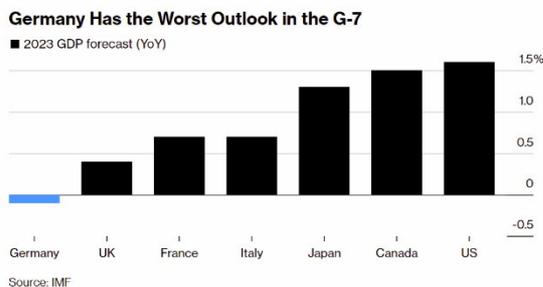


² Quelle: Deutsche Bank.



Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Ein schlechtes Wirtschaftsumfeld, so die konventionelle Logik, führt zu spürbaren Reduktionen in Unternehmensinvestitionen und sollte zu Preisdruck bei Industrie- und anderen Grundstoffen führen. So schätzt man, dass Kapitalinvestitionen weltweit in diesem Jahr um insgesamt 11 Mrd. US\$ reduziert werden, vor allem bei Grundstoffen. Dies hat nicht nur wirtschaftliche Gründe. Denn Investitionsimpulse in Rohstoffe bzw. die „reale“ Welt sind schon seit mehr als einem Jahrzehnt rückläufig und sollten³ weiter abnehmen. Der Trend kollidiert mit der zunehmenden Nachfrage durch die globale Fragmentierung und die weiter steigenden, rohstoffverschlingenden „grünen“ Investitionen. Steigende und stark schwankende Preise sind eine natürliche Konsequenz dieses Spannungsfeldes – und haben erhebliche Konsequenzen für Nationen, die auf Importe zur Sicherung ihres Produktionsstandortes angewiesen sind.

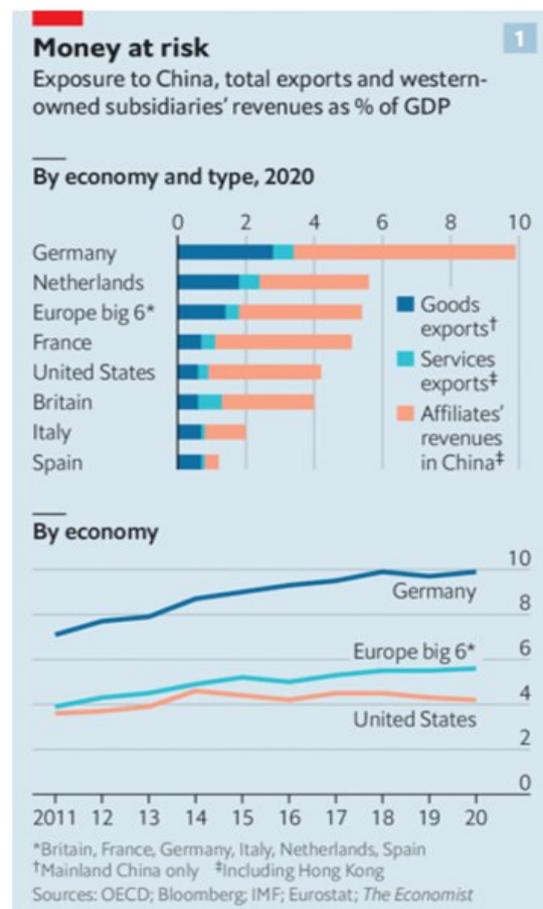


Chemieunternehmen der Welt, warnte vor einigen Wochen in einem Interview, das sich die Probleme für und in Deutschland akkumulieren und große (sprich: schwierige) Veränderungen auf das Land zukommen. Und dass man dies in weiten Teilen zu ignorieren scheine. Er spricht die drohende Deindustrialisierung Deutschlands an, die neben der Nihilierung unseres Wirtschaftsmodells zusätzlich noch die perverse Konsequenz hat, dass der Versuch einer Abmilderung dieses Trends die Abhängigkeit des Landes von „wenig freundlichen“ Nationen noch erhöht.

Das Problem besteht europaweit – allerdings schießt Deutschland in allen Belangen den Vogel ab: nicht nur hinkt der Kontinent in Technologie und künstlicher Intelligenz hinterher, sondern auch in weitsichtiger Diversifikation. Die Investmentbank Morgan Stanley analysiert, dass etwa 8% der Umsätze europäischer Aktiengesellschaften aus China resultieren (US-Unternehmen: 4%) und ca. 2% der europäischen Wirtschaftsleistung (USA: 1%) von heimischen Großunternehmen in China investiert ist. Die nebenstehende Graphik zeigt diese Ungleichgewichte prägnant auf – und gibt dem Unternehmenslenker der BASF recht.

Was bedeutet dieser Trend für Deutschland? Es ist schockierend, dass 2022 Unternehmensinvestitionen in Höhe von € 125 Mrd.⁴ Deutschland verlassen haben. Unser auf billige, importierte Energie basierendes Exportmodell (klassischer Merkantilismus) der letzten Jahrzehnte bedarf dringend einer Neuausrichtung.

Der Vorstandsvorsitzende von BASF, dem größten



³ Quelle: S&P Global und Hedgeye Risk Management, 27.2.2023.

⁴ Institut der deutschen Wirtschaft, Juni 2023.



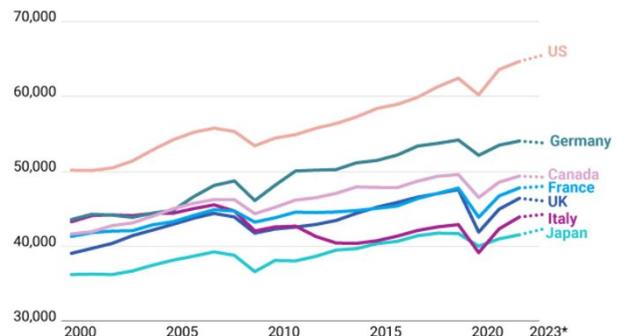
Indikatoren unter Beobachtung

Vielfach geht im Lärm der täglichen Informationsflut das große Ganze verloren – daher widmet sich diese Ausgabe der Notizen langfristigen Trends und Vergleichsdaten. Die G7-Länder (siehe Graphik) gehören zu den wohlhabendsten Nationen in der Welt. Die Wirtschaftsleistung pro Einwohner zeigt die Produktivität der Länder, wobei der große Vorsprung der USA auf ihre offene und weniger regulierte Wirtschaftsordnung zurückzuführen ist. Zeichen dieser Erfolgsgeschichte sind z.B. die Anzahl erfolgreicher START-UPS (Einhörnern) und der Erfolg von besonders dynamischen Regionen z.B. im Süden des Landes. Die schiere Größe dieser Konsumwirtschaft in Verbindung mit eigenen Bodenschätzen reduziert Abhängigkeiten und ermöglicht eine schnellere Erholung von externen Schocks. Unabhängig davon zeigt auch Kanada, dass eine qualitativ hochwertige Einwanderungspolitik langfristig Früchte trägt.

Deutschland wiederum verdankt den Erfolg der letzten 20 Jahre der Einführung des Euros (wettbewerbsfähiger Wechselkurs) und der dadurch entstandenen Sonderkonjunktur. Wohin geht die Reise in einer auseinanderdriftenden Welt?. Die in vielen Anzeichen erkennbare Deindustrialisierung Deutschlands ist angesichts der derzeitigen Stärke des Euros und des deutschen Aktienindex u.E. das derzeit am weitesten unterschätzte Finanzrisiko in den Kapitalmärkten.

Which G7 economies are rebounding?

Gross domestic product per capita of G7 countries from 2000 to 2023 (in PPP int. dollar)



Projected GDP change 2024 (%)



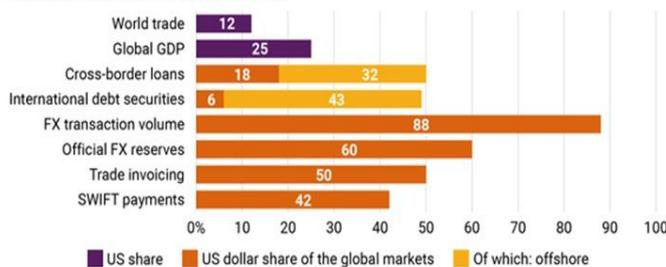
*Data as of April 2023
 Subscribe to GZERO's geopolitics newsletters at gzermedia.com
 Source: Statista, IMF



Indikatoren unter Beobachtung II

Seit letztem Jahr sieht man in der Finanzpresse vermehrt Diskussionen zur Ablösung des US-Dollars als Reservewährung, und damit eines nachhaltig schwächeren US-Dollar. Dennoch ist herauszustellen, dass das internationale Finanzsystem auf den Euro-Dollar, d.h. den außerhalb des Landes genutzten Dollar, angewiesen ist. Denn der US-Dollar wird weltweit als Bezugsgröße für Handel und Finanzierung genutzt. Sie sehen anhand dieser Graphik der BIS (die Bank der Zentralbanken), wie stark die Verankerung des Dollars in unserer vernetzten Welt ist. Es ist deshalb auch illusorisch zu glauben, dass Alternativen wie eine auf dem Goldstandard basierende BRIC-Währung (Indien hat dem gerade eine Absage erteilt) realistisch oder praktikabel sind. Sicherlich wird die Bedeutung des Dollars in den nächsten Jahren abnehmen, aber keine Alternative kommt an die Liquidität und die

International role of the US dollar



Source: Drehmann, M. and V. Sushko (2022): "The global foreign exchange market in a higher-volatility environment", BIS Quarterly Review, pp 36-37.

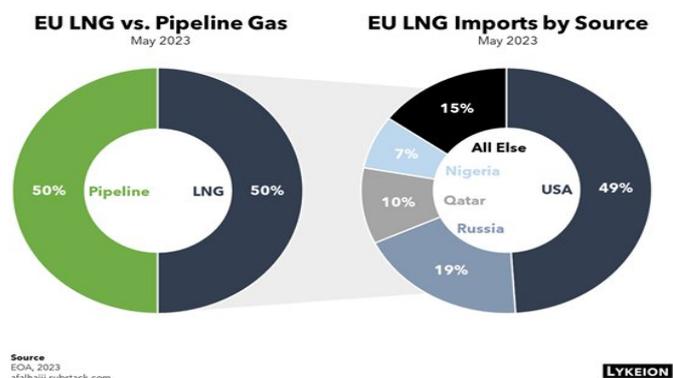
Größe des US-Marktes (der als Reservewährung mit Importen die Währungsemission unterstützen muss) heran. Bei Einführung des Euros wurde dieser als Alternative angesehen – aber auch hier



verhinderte die fehlende, stärkere Integration der Region den möglichen Status einer Reservealternative. Blickt man in die Zukunft, sollte erst eine dramatisch andere Strukturierung von globalem Handel und globalen Kapitalflüssen den Weg für eine andere Reservewährung eröffnen.

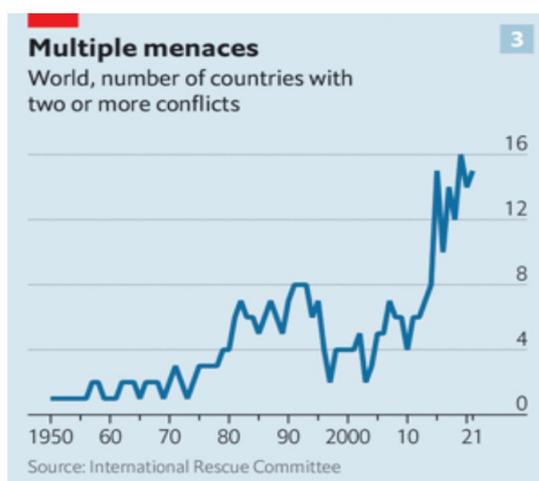
Indikatoren unter Beobachtung III

Der seit 40 Jahren mildeste Winter in Europa hat das europäische Energiedilemma etwas in den Hintergrund gerückt. Dabei ist die Logistik der im Vergleich zur Kohle sehr sauberen Energiequelle Flüssiggas⁵ eine Herausforderung. Durch die fehlenden Pipelineimporte aus Russland hat sich der Anteil an LNG-Gaslieferungen stark erhöht. Trotz Rekordgeschwindigkeit beim Bau des norddeutschen LNG-Terminals im vergangenen Jahr sind die Liefer- und Lagerstrukturen dem höheren Importbedarf derzeit noch nicht angepasst. Man darf gespannt sein, wie sich ein normaler Winter auf die europäische Energieversorgung auswirken wird.

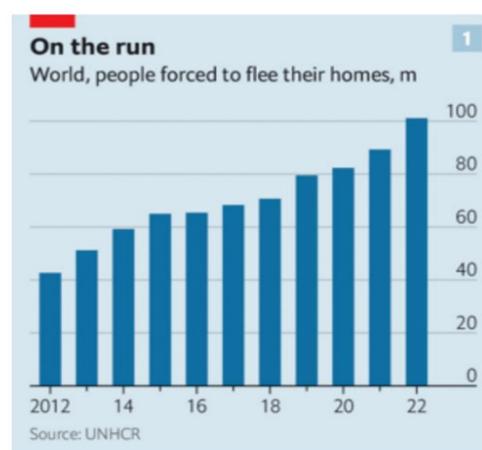


Einschätzungen

Je unsicherer die Welt, desto stärker das Beharren an in der Vergangenheit bewährten Strukturen. Ein Blick auf die Anzahl der Länder mit multiplen Krisen (1. Graphik), und daraus folgend Millionen von Flüchtlingen (2. Graphik) gibt Hinweise, dass die Welt in einen anderen „Aggregatzustand“ übergegangen ist.



The Economist



The Economist

Schon in der Historie befreite sich die Menschheit aus misslichen Lagen durch Innovation, also technologischen Fortschritt. Daher sollte der Fokus von Volkswirtschaften auf Weiterentwicklung und Optimierung liegen, weniger auf Verhinderung. Auch hier wird der Erfindungsgeist der Menschheit

⁵ Barron's Graphik mit Daten des Financial Stability Board.



langfristig sicherlich die notwendigen Lösungen finden. Aber es ist schwierig, Entwicklungen in Einzelheiten vorherzusehen. Aber die Essenz aus den derzeitigen Trends kann zur Konzentration auf das Wesentliche, der Definition von wichtigen Portfoliobausteinen, führen.

Einerseits: Nicht nur die Notenbanken favorisieren derzeit eine Aufstockung ihrer physischen **Goldreserven**. Für diese Institutionen geht es um Streuung ihrer Devisenreserven, denn Gold ist eine neutrale Devisenwährung. Notenbanken agieren **nicht** im Hinblick auf potentielle Wertsteigerungen. Zieht man die Historie zur Hilfe, stellt der Kauf bzw. das Halten von Gold für Privatpersonen weniger eine Inflationsabsicherung dar. In Jahrhunderten bzw. Jahrtausenden stieg der Goldpreis in Kriegszeiten und in Zeiten, in denen das Vertrauen in Regierungen und Institutionen rapide gesunken ist. Auch dies ist Ausdruck des Rückzug aus dem traditionellen Finanzsystem in einen neutralen, unabhängigen Vermögenswert.

Auf der anderen Seite ist **Energie**, und damit Energieproduzenten, als Grundvoraussetzung von Wohlstand ein zweiter wichtiger Pfeiler einer stabilen Vermögensverteilung. Solange die Bevölkerung weltweit steigt und die Urbanisation anhält, wird die globale Energienachfrage weiter steigen. Eine Trendumkehr sollte nur langfristig möglich sein. Fossile Brennstoffe sind nach 20-jährigen massiven Investitionen in erneuerbare Energiequellen immer noch die dominante Quelle der globalen Energieversorgung⁶, auch in Europa. Zudem sollte die Häufigkeit der Elektrizitätsausfälle durch die außerordentlich niedrige Zuverlässigkeit der alternativen Energiequellen die Ölnachfrage zusätzlich unterstützen.

Das Wesentliche

Die im obigen Abschnitt dargelegten Gedanken führen zu einer „sachwertorientierten“ Strategie, die immer wieder gegenläufige Bewegungen, wie jetzt im ersten Halbjahr, erfahren kann. Reale Anlagen werden im Rahmen der sich vor unseren Augen abspielenden großen Veränderungen weiterhin Zuspriech erfahren, ebenso wie der US-Dollar und die nordamerikanischen Finanzmärkte. Denn trotz der Probleme gilt diese Region als Einäugige unter Blinden. Und daran orientieren sich internationale Großanleger bzw. daraus resultierende Kapitalströme.

Viele der obigen Betrachtungen stellten Europa in den Vordergrund. Denn betrachtet man mögliche Risiken, so steht u.E. die weitere Entwicklung von Europa bzw. der EU, die mit mehr Gegenwinden zu kämpfen hat als es die Entwicklung der Finanzmärkte suggeriert, im Fokus. Auch wenn das Thema Krieg in den Hintergrund gerückt ist, ist der Sommer eine gefährliche Zeit für potentielle Eskalationen. Wir rechnen daher mit stark erhöhten Schwankungen in allen Anlageklassen.

Das Team der Ars Pecuniae GmbH verbleibt mit herzlichem Gruß

⁶ Anas Alhajji Daily Energy Report, 13. Juli 2023.