



21. JANUAR 2024

## NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 2023

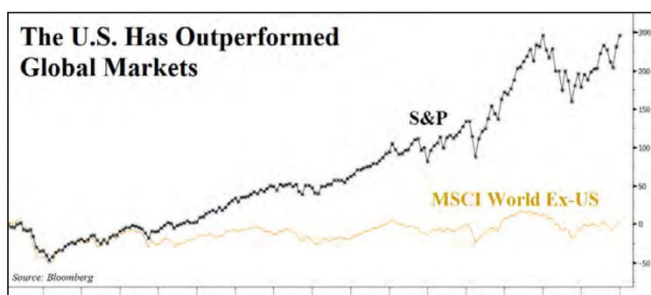
*Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagentipps Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.*

Gegenwinde, die sich nicht in der Wertentwicklung vieler Aktienmärkte widerspiegeln, haben das Jahr 2023 ausgezeichnet. Unternehmen in der westlichen Welt haben unisono mit ausufernden Bürokratien, Fachkräftemangel und schwacher Nachfrage in den jeweiligen Ländern zu kämpfen, ohne dass die Konsequenzen des COVID-Stillstandes (Lieferengpässe, De-Globalisierung und die Aushöhlung des weltweiten Mittelstandes) fühlbar nachgelassen haben. Wir haben es offensichtlich mit zwei verlorenen Jahrzehnten zu tun, ähnlich wie Anfang des 20. Jahrhunderts - oder Ende des 18. Jahrhunderts. Kein gutes Zeichen ist es zudem, dass der Staat immer mehr Einfluss gewinnt: ob bei der Schaffung von Arbeitsplätzen (zur Erhöhung der Kontrollen von Unternehmen und Privaten) oder bei der Steuerung von Investitionen, ob im Rahmen von ESG-Regulationen oder direkten Subventionen an selektive Branchen. Historisch sind staatsgelenkte Aktivitäten nicht nur ineffektiv (Misallokation von Kapital), und damit wachstumszerstörend, sondern unterhöheln auch Gesellschaftsstrukturen. Ein drittes verlorenes Jahrzehnt scheint nicht so unwahrscheinlich zu sein.

Aufwachen und neue Energien schaffen sollte doch möglich sein? Aber insbesondere Deutschland steht plötzlich vor vielen Herausforderungen: Verschwunden sind nicht nur preiswerte russische Energie und ‚kostenloses‘ Geld, sondern auch die Hoffnungs-Exportmärkte wie China, produktive Arbeitskräfte (Babyboomer) und nicht zuletzt die sogenannte Friedensdividende. Die Regierung hat darauf keine Antworten, denn sie konzentriert sich auf Machterhaltung und die Schaffung neuer Regulationen. Es ist schon ein Wunder, dass der Bundesgerichtshof zumindest ein Machtwort in Sachen Budgetpolitik gesprochen hat. Nicht diskutiert werden die weiteren Auswüchse des Sozialstaates und Milliardensummen für Verteidigung und andere Subventionen. Was bleibt ist der Eindruck, dass Schulden für Staaten keine Rolle mehr spielen und Rechenschaft ablegen ‚out‘ ist.

Wir rechnen also nicht damit, dass die Inflation mittelfristig auf einem niedrigen Niveau verankert werden kann. Sicherlich ist die persönlich erfahrene Preissteigerung Zeugnis, dass diese Kennzahl wenig Anwendung im täglichen Leben hat. Aber als Einflussgröße für die Finanzmärkte sollte der Wegfall von mäßigenden Einmaleffekten (Lieferkettenengpässe, Normalisierung von Konsum), die doppelt zu zahlenden Energiekosten (für fossil betriebene, notwendige Basisversorgung + erneuerbare Energie), die steigenden Kosten für Verteidigung und soziale Leistungen sowie nicht zuletzt die Störungen der Schifffahrtswege im Nahen Osten heftigen Gegenwind zu einer sinkenden Inflationsrate darstellen.

Diese Misere hat die Konsequenz, dass Menschen das Vertrauen in den Staat verlieren. Gewählt wird deshalb auch mit der Geldanlage: der Zufluss in privat beeinflussbare Vermögenswerte wie Aktien, Sammlungen, Edelmetalle sowie Immobilien an **selektiven** Standorten ist ungebrochen. Deshalb sehen



wir Aktienmärkte auf Höchstständen, aber vor allem die herausragende Wertentwicklung der US-Aktien. Unsere Interpretation: Nordamerika ist traditionell der Einäugige unter den Blinden, so dass Kapital dahin drängt:

Neben guten Aktienmärkten (mit Ausnahme von China) zeichnete sich das Jahr durch steigende Zinsen aus, so dass langlaufende

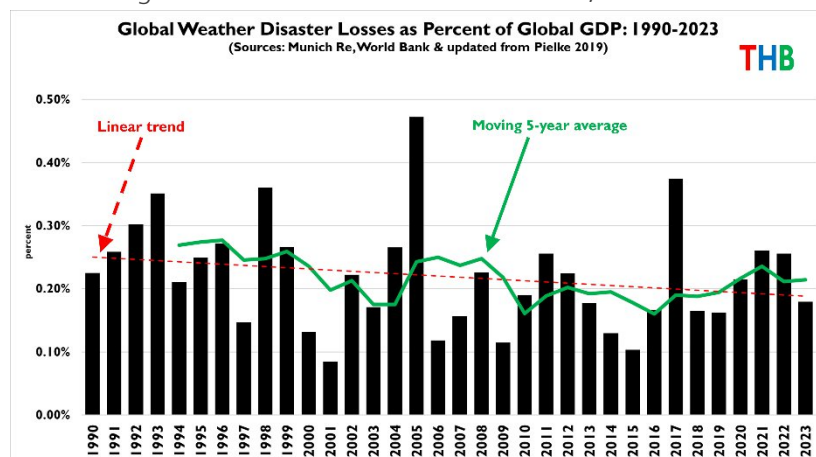


Anleihen im Bestand Verluste generierten. Rohstoffe konnten die fulminante Entwicklung des Vorjahres nicht wiederholen und verloren teils stark an Wert. Ausnahme waren hier Uranium und Gold, die beide von Sondersituationen profitierten.

Wirtschaftliche Sondersituationen sind es auch, die in der Zukunft eine große Rolle spielen sollten – sei es bei der Versorgung von Grundbedürfnissen, aber auch strategisch notwendigen Branchen. Aus dieser Perspektive sehen wir auch die Entwicklung der wichtigsten Währungen. Während der US-Dollar das Jahr 2023 in einer Konsolidierung verbrachte, sollte dies nicht Bestand haben. Die herrschende Meinung geht derzeit von kontinuierlicher Schwäche aus, während unser Haus unter Berücksichtigung der globalen Kapitalströme in diesem Jahr die Fortsetzung des langfristigen Aufwärtstrends vor allem in den nordamerikanischen Märkten erwartet.

## Nachdenkens-Wert

Wetterkatastrophen werden in den Medien immer wieder als Beweis für einen alarmierenden Klimawandel angeführt. Viele Statistiken zeigen deshalb mehr als eine Verdoppelung der Schadenssummen seit 1990. Möchte man nun einen langfristigen, validen Vergleich der mit solchen Extremereignissen verursachten Schäden führen, ist zu berücksichtigen, dass sich die Weltwirtschaft



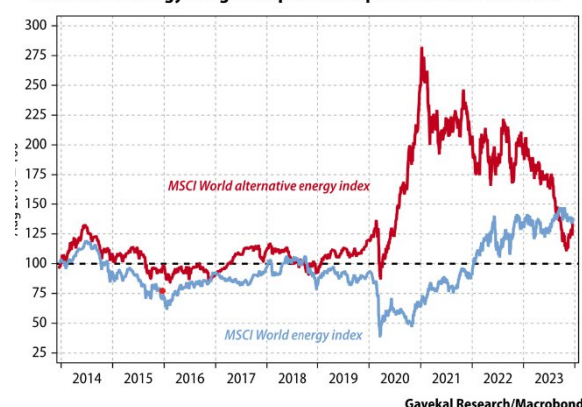
seit diesem Zeitpunkt wertmäßig mehr als verdoppelt hat. Gemäß diesem von der UN als UN Sendai Framework aufgestellten Vergleichsmaßstab zeigt sich laut neuesten Angaben der Münchner Rück ein ganz anderes Bild<sup>1</sup>: Die Schadensquote von Wetterkatastrophen hat sich in den mehr als 20 Jahren von 0,25% der globalen Wirtschaftsleistung auf 0,20%

reduziert. Gute Nachrichten fürwahr! Sie widersprechen damit vielen Kassandraruhen, sagen allerdings nichts über einen wie auch immer gearteten Klimawechsel aus.

## Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Kapitalströme regieren die Finanzmärkte – und die Welt. Vor allem in den letzten fünf Jahren haben gigantische Subventionen und Investitionen im Rahmen der ESG-Ziele die Bewertungen von Firmen in diesem Segment stark getrieben. Ein Vergleich der Kursentwicklung von konventionellen und alternativen Energieunternehmen zeigt<sup>2</sup>, dass Phantasiebäume nicht ewig in den Himmel wachsen und reales Wirtschaften letztlich die Oberhand behält. Rundherum ist die Abkehr der Anleger von diesem

Alternative energy has given up all its outperformance since 2018



<sup>1</sup> Roger Pielke Jr., Blog The Honest Broker, 12.1.2024.

<sup>2</sup> GaveKalResearch: Ideas, 20.12.2023.



politisch korrekten Investitionssegment zu spüren. Lösungen müssten alle Aspekte unseres Wirtschaftens einbeziehen: Zielgerichtete Technologien zur Verbesserung von aktuellen Prozessen statt die Verfolgung von ‚Einhörnern‘. Solange Realität und Wunschdenken so weit auseinander liegen, sollte dieses Anlagesegment problematisch bleiben. Nicht zuletzt in einem sich verschlechternden Wirtschaftsumfeld. Denn wer kann es sich schon leisten, für seinen Strom doppelt zu bezahlen?

## Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten II

Plötzlich, so scheint es, gibt es Hoffnungsschimmer für die Menschen: Künstliche Intelligenz (KI) soll u.a. Produktionsfortschritte bringen und im Dienst der Medizin Menschenleben retten. Aber das Phänomen wurde schon 1956 auf der Dartmouth Conference besprochen und Algorithmen mit Deep-Learning Charakteristiken kann man auf das Jahr 1965 zurückführen<sup>3</sup>. Warum geschieht dieser technische Quantensprung jetzt und nicht früher? Peter Diamandis führt dies auf vier Gründe zurück. (1) Trotz einer Verdoppelung der Computerleistungsfähigkeit alle 12-24 Monate in den letzten 50 Jahren sind die Geräte erst seit 2015 für diese komplexen Algorithmen leistungsfähig genug. (2) Erst jüngst kann man durch die massiven Datenmengen (auch hier eine Verdoppelung der globalen Datenmenge alle 24 Monate) die KI trainieren und entwickeln. (3) Rapide sinkende Kosten, man geht von einer Senkung um ca. 99% seit 2017 aus, machen dies möglich. Und (4) haben Wirtschaft, Venture Fonds und Regierungen enorme Gelder in die Weiterentwicklung investiert. Der AI Index Report von der Stanford University geht davon aus, dass alleine im Jahr 2022 US-\$ 190 Mrd. investiert wurden. Die Beratungsgesellschaft PwC schätzt, dass KI die globale Wirtschaftsleistung um US-\$15,7 Billionen steigern wird. Wahrhaft schwindelerregende Entwicklungen mit nicht auszudenkenden Konsequenzen für die Menschheit. Problematisch ist, dass angesichts der Geschwindigkeit der Entwicklung Vorsichtsmaßnahmen völlig außer Acht gelassen wurden. Die kontroversen Meinungen um die Sicherheit dieser Technologie sollten deshalb nicht abgetan werden.

## Indikatoren unter Beobachtung

Gerne extrapolieren wir die Vergangenheit. Die Zentralbanken haben in den vergangenen Jahrzehnten bei verlangsamten Wirtschaftswachstum regelmäßig die Leitzinsen gesenkt. Nun erwarten die Kapitalanleger eine Fortsetzung dieser Politik. Warum dies nicht unbedingt eintreffen sollte, zeigt eine langfristige Betrachtung, nachdem die Zinsen erst jetzt das langfristige Durchschnittsniveau erreicht haben<sup>4</sup>.

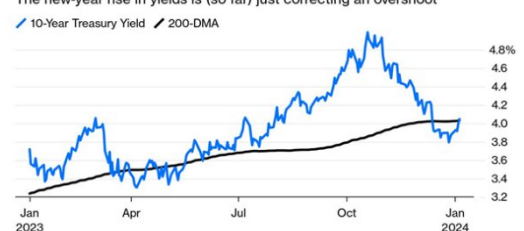
Auch kurzfristig scheinen die letzten drei Monate eher eine Konsolidierung in einem Aufwärtstrend wiederzuspiegeln als eine Kehrtwende. Wie anfangs ausgeführt, sollten viele Faktoren weiterhin für steigende Inflation sorgen. Die Notenbanken sind dabei unseres Erachtens nicht die Gestalter des zukünftigen Zinsniveaus. Durch die unmäßige Schuldenaufnahme der Regierungen liegt der Fokus der Notenbanken nicht mehr auf Wachstum und

Figure 1: 10yr US Govt. yields back to average for the first time since 2007



### Markets Overshoot

The new-year rise in yields is (so far) just correcting an overshoot



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

<sup>3</sup> Peter Diamandis in seinem Tech Blog, 10.12.2023.

<sup>4</sup> Deutsche Bank, September 2023 via @UrbanKaoboy (Twitter), 22.9.23.

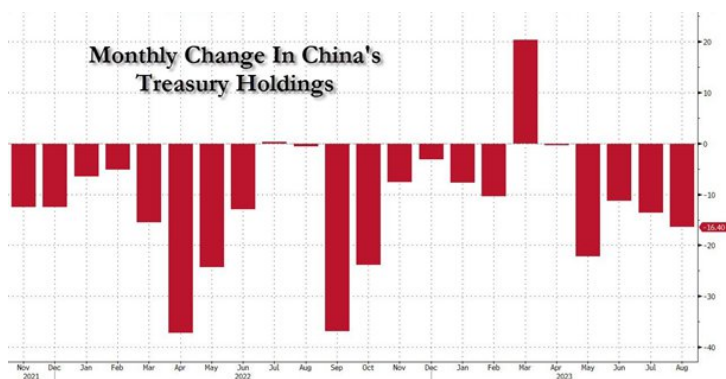


Arbeitslosigkeit, sondern **auf der Finanzierung der Schulden**. Beispielhaft zeigen die US-amerikanischen Schätzungen, dass dieses Jahr zur Refinanzierung ca. US-\$ 9 Billionen anstehen, während etwa US-\$ 1,5-2 Billionen neu aufgenommen werden müssen. Nicht die Notenbanken verursachen die Inflation, es sind die Regierungen! Bei solch einer fiskalen Dominanz, d.h. wenn die Staatsausgaben das Wirtschaftsgeschehen dominieren, können Notenbanken nichts ausrichten.

Beobachter sind der Meinung, dass die Finanzierung solcher Defizite nur mit einer schwächeren Währung möglich sind. Man kann gespannt sein, wie dieser Zwiespalt aufgelöst werden wird. Unsere Auffassung ist jedoch, dass die Kapitalströme in die USA die Währung (und Aktien) erstarren lassen.

## Indikatoren unter Beobachtung II

Die Phänomene in den verschiedenen Segmenten der Kapitalmärkte sind miteinander verknüpft. So sollte es nicht überraschen, dass Notenbanken vieler Länder nach Konfiszierung der russischen Zentralbankvermögen wenig Enthusiasmus zeigen, US-amerikanische Vermögenswerte als Reserven zu halten. Geopolitisch ist es folgerichtig, aber auch ein schlechtes Zeichen, dass die Chinesen ihre US-



Staatsanleihen seit mehreren Jahren stark zurückfahren<sup>5</sup>: Fällig werdenden Anleihen werden nicht wieder angelegt, Käufe erfolgen nicht. Das macht Druck auf die US-Notenbank, denn fehlende Käufer bedeuten höhere Zinsen. Der FED-Chef hat jüngst darauf hingewiesen, dass die Situation nicht ‚nachhaltig‘ ist. Eine solche Kritik an seiner Regierung hat es seit den 50er Jahren (Finanzierung des

Korea-Kriegs) nicht mehr gegeben! Wir können gespannt sein, wie es weitergeht. Notenbanken, aber auch Hochvermögende besonders aus dem asiatischen Raum, wählen Gold als neutrale Vermögensreserve. Deutsche Anleger stimmen dem schon seit Jahrzehnten zu. Es geht um relativen Vermögenserhalt, weniger um Kursgewinne.

## Indikatoren unter Beobachtung III

Die Diskussion geht weiter – gibt es nun genug fossile Energien bzw. Öl im Boden oder sollten wir uns auf Knappheiten einstellen? Ein unabhängiger Researchdienst<sup>6</sup> argumentiert, dass eine ausreichende Versorgung der Menschheit, und damit eine natürliche Deckelung des Ölpreises, aus folgenden Gründen möglich sein sollte: (1) Der technologische Fortschritt bei der Förderung wird regelmäßig unterschätzt. (2) Die Preissteigerungen im Energiesektor



<sup>5</sup> <https://twitter.com/KobeissiLetter/status/1715758012302758203/photo/1>.

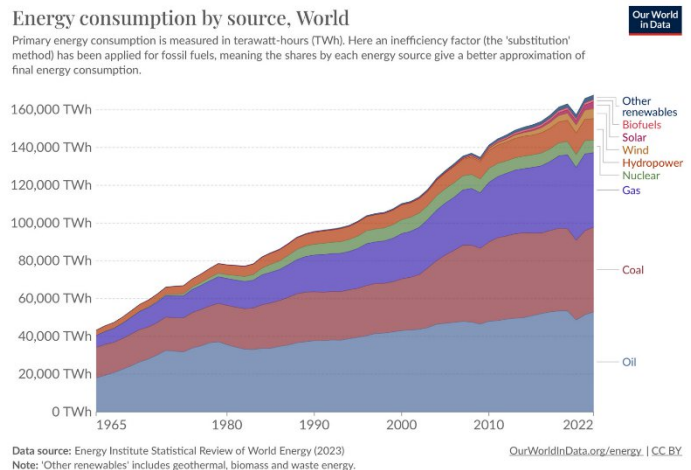
<sup>6</sup> Doomberg Blog, Putting a Ceiling on the Equilibrium Price of Oil, 9.01.2024.





sind durch politische Entscheidungen verursacht, deren Verursacher durch eine richtige Energiekrise schnell aus dem Wege geräumt würden. (3) Die Energiequelle Öl ist nicht ausreichend definiert, sondern sollte auf ‚alle Kohlenwasserstoffe, die von Raffinerien verwendet werden‘ erweitert werden. Und (4) zeigt der Ölpreis langfristig keinesfalls Anzeichen von Knappheiten, wenn man das Faß Öl im Goldpreis (pro Unze) ausdrückt. Diese Preisrelation sehen Sie in der obigen Graphik<sup>7</sup>.

Eine interessante Betrachtungsweise, wobei wir nicht davon ausgehen, dass mittelfristig eine Kehrtwende in den politisch motivierten Beschränkungen erfolgen wird. Zusätzlich ist die zunehmende, globale Nachfrage (siehe Graphik) unbestritten. Interessanterweise konnte der wachsende Energieverbrauch der Welt in den letzten 15 Jahren durch neue Fördertechnologien in den USA sichergestellt werden. Aber auch Kohle bleibt fester Bestandteil des Welt-Energiemixes. Daher stehen wir Energieinvestments langfristig positiv gegenüber.

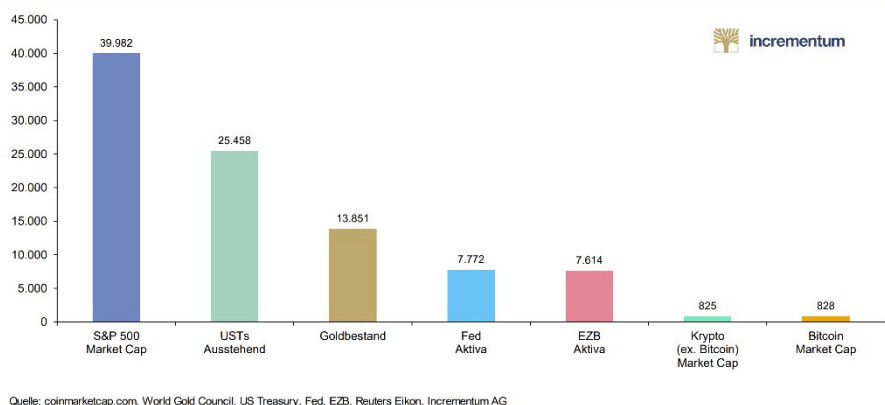


## Indikatoren unter Beobachtung IV

Parallel zu der rasanten Jahresendrallye der Aktienmärkte konnte auch Bitcoin eine beeindruckende Wertentwicklung aufweisen. Man spricht wieder von dieser Anlage mit winziger Marktkapitalisierung – Zeit für eine Kurskorrektur? Für uns Zeit für eine kurze Einschätzung.

Marktbeobachter sehen die plötzliche Spekulationswelle um Bitcoin im Zusammenhang mit der aktuellen Zulassung von elf physischen Bitcoin-ETFs von der US-Aufsichtsbehörde. Parallelen in der Vergangenheit, z.B. bei Einführung des ersten physischen Gold-ETFs (Nov. 2004) bzw. auch des Silber-ETFs (Apr. 2006), mussten Anleger nach einem Hoch (meist wenige Wochen später) lange Monate auf einen neuen Höchstpreis warten. Eine Abkühlung der Bitcoin-Anlegerstimmung für ein ursprünglich vom Finanzsystem unabhängiges Medium, dass spätestens jetzt vom Finanzestablishment gekapert wurde (und damit noch manipulierbarer ist) wäre logisch. Eine Überschreitung der Höchstkurse aus 2021 scheint dennoch möglich, denn die Produktionsgeschwindigkeit neuer Bitcoins wird im April 2024 wieder halbiert. Nach vorherigen Halbierungen wurden in der Vergangenheit signifikante Kurssteigerungen verzeichnet.

### Marktkapitalisierung von Bitcoin vs. diverse Vermögenswerte und Zentralbankbilanzen, in Mrd. USD, 31/12/2023



<sup>7</sup> Doomberg – Blog, Putting a Ceiling on the Equilibrium Price of Oil, 9.1.24.



## Einschätzungen

Die Kriegsstrommeln werden lauter. Die weltweite Zunahme von Auseinandersetzungen ist erschreckend und scheint nicht zu stoppen zu sein. Konflikt ist ansteckend, das hat auch die Historie immer wieder gezeigt! Unglücklicherweise haben innerstaatliche Konflikte auch internationale Konsequenzen und so sollten wir z.B. dem brutalen Bürgerkrieg im Sudan Aufmerksamkeit schenken. Millionen mussten flüchten und überfordern nicht nur die Nachbarländer. Schatten werfen sich damit auch auf Europa, denn schon heute sieht der Kontinent zunehmende Flüchtlingszahlen aus dieser Region. Weitere Auseinandersetzungen in den Zielländern sind vorprogrammiert. Ein klassischer Verteilungskampf bahnt sich an: die Industrienationen müssen in einem miserablen Wirtschaftsumfeld steigende Sozialausgaben (Rentengeneration und Unterstützungsleistungen an Neuankömmlinge) 'aus dem Nichts' finanzieren, während die Bevölkerung mit deutlich höheren Lebenshaltungskosten kämpft. Einem ähnlichen Immigrationsdruck aus Südamerika sehen sich die Vereinigten Staaten gegenüber. Die jüngsten Machtausuferungen der Mafia in Ecuador könnte diesen Einwanderungsdruck noch verstärken.

Das heutige Wirtschaftsmodell hat keine Antworten auf dieses Dilemma. Brot und Spiele sollten vorerst die Lösung sein, um von einschneidenden Veränderungen abzulenken. Wir hoffen nicht, dass unter 'Spiele' eine Ausweitung der Kriegsschauplätze angedacht ist. Dennoch – dies scheint angesichts der letzten zwei Jahre leider eine nicht ignorierende Handlungsoption für die regierenden Eliten zu sein. Eine Staatsschuldenkrise könnte in einem solchen Lärm untergehen. Leider erscheint auch dieses Szenario für die nächsten Jahre immer wahrscheinlicher.

## Das Wesentliche

Die Unsicherheiten und schon chaotisch anmutenden Ereignisse in der Welt nehmen zu. Kapitalerhalt und Flexibilität in der Anlagestrategie sollten damit im Vordergrund stehen. Mit höherer Volatilität und kurzfristig unlogisch erscheinenden Entwicklungen an den Finanzmärkten muss gerechnet werden. Qualitätsinvestment mit hoher Liquidität, Krisenprofiteure, Aktien mit Sachwertcharakter und Gold stehen in diesem Umfeld im Fokus. Der nordamerikanische Kontinent sollte angesichts seiner relativen Unabhängigkeit (Konsumentenbasis und Finanzzentrum) bei Investitionen vorgezogen werden.

Wir sehen die Unvereinbarkeiten in unserer Welt als eine positive Herausforderung, aus der strategisch Nutzen gezogen werden kann. Wie der große Stratege Churchill sagte: „Statt Sorgen um die Zukunft werden wir uns auf das Denken und Planen für unsere Zukunft konzentrieren.“

Das Team der Ars Pecuniae GmbH wünscht Ihnen ein erfüllendes Jahr mit guter Gesundheit