



10. APRIL 2024

NOTIZEN ZUM I. QUARTAL 2024

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.

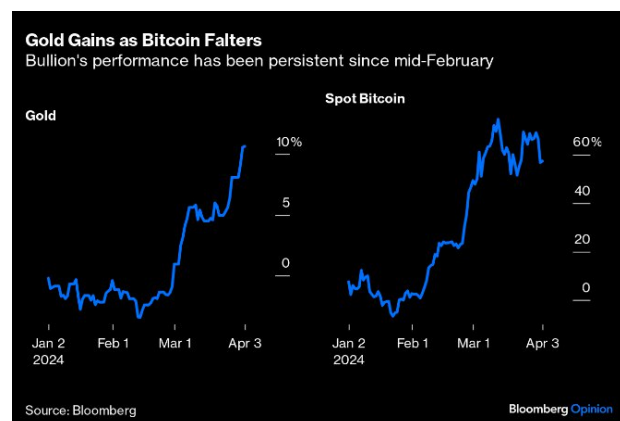
Inflation wird allgemein als finanzielles Phänomen angesehen. Aber es ist auch eine soziale Erscheinung: Bei steigender Inflation profitieren Opportunisten, während produktive Elemente einer Gesellschaft verarmen. Inflation lenkt alle wirtschaftlichen Aktivitäten um und ermutigt Spekulation zu Lasten von produktiver Arbeit. Und es verändert die Menschen auf Jahrzehnte – die deutsche Psyche hat es seit den 20er/30er Jahren geprägt. Die Diskussion um ein Inflationsniveau von ‚wohlmeinenden‘ zwei oder eher drei Prozent ist daher fehl am Platz, denn von einer seit 2020 signifikant höheren Basis verursacht jedwede Preissteigerung Verarmung und vermehrte zivile Konflikte.

Ray Dalio beschrieb die Mixtur für einen ‚perfekten Sturm‘ (100-year Storm) für ein Land bzw. eine Zivilisation jüngst so¹: Ein hohes Schuldeniveau und starkes Wohlstandsgefälle verbunden mit signifikanten nationalen und internationalen Konflikten, disruptiven Veränderungen in der Natur (sei es Dürren, Überschwemmungen oder Pandemien) und zusätzlich großen Veränderungen in Technologien. Dies sehen wir aktuell nicht nur in China.

Dennoch sollte man sich als Anleger von diesen Rahmenbedingungen und einem anhaltend höheren Preis- und Preissteigerungsniveau nicht abschrecken lassen. Denn es zwingt Unternehmen und Investoren zur Vorsicht bei Einsatz von Kapital. Steigende Kapitalkosten drängt Firmen und Anleger, höhere Renditen auf ihre Investitionen zu finden. Das ist positiv für Aktienmärkte! Und war es auch auf breiter Front in diesem Quartal.

Ebenso konnten sich Gold und Bitcoin in den ersten drei Monaten des Jahres gut präsentieren, wie die nebenstehende Graphik² zeigt. Gründe hierfür könnte man viele anführen, wobei in der Regel die Aussicht auf niedrigere Zinsen und die Stärke bzw. Schwäche des US-Dollars herangeführt werden. Für unser Haus zeigt dieses Preisphänomen die kontinuierliche Erosion unserer Währungen durch die steigende Schuldenaufnahme der Staaten – und das schwindende Vertrauen in diese Währungen. Die weitere Entwicklung dieses Paares sollte jedoch nicht ohne Schwankungen erfolgen.

Damit ist auch schon das wichtigste für das abgelaufene Quartal gesagt, denn kontinuierlicher Inflationsdruck ist starker Gegenwind für Anleihen und zinssensitive Investments wie Private Equity und, vor allem, gewerbliche Immobilienmärkte. Gut aufgestellt sind Investoren ohne signifikante Positionen in diesen Anlagesegments. Denn es tun sich wichtige Fragen auf: Ist die Anlageklasse Private Equity durch die hohen Zinsen langfristig noch valide und wann werden die Wertabschreibungen von den Managern offengelegt? Welche Dritteffekte sollten aus dem zunehmenden Stress in gewerblichen Immobilien entstehen? Beispiel dieser schwierigen Situation ist der im Februar Schlagzeilen machende



¹ Ray Dalio, <https://www.linkedin.com/pulse/china-100-year-storm-horizon-how-five-big-forces-playing-ray-dalio>, März 2024.

² John Authers: Forget landing. Markets are seeing a cyclical recovery. Blog, 3.4.2024.



Verkauf eines Bürohochhauses für \$1 (!) in Manhattan durch den Canada Pension Fund. Und nicht zuletzt die Frage, ob die Verschärfung der geopolitischen Situation bestimmte Regionen, z.B. China, für westliche Anleger uninvestierbar machen? Gegenwinde bestehen also in vielfacher Weise und Vorsicht ist bei wichtigen Anlageklassen und ggfs. auch Anlageregionen geboten. Ein weiteres Argument für eine flexible Anlagepolitik.

Nachdenkens-Wert

Schon von alters her zeigen Kapitalströme die Richtung für das Wohlergehen von Anlagesegmenten, Branchen und Regionen, aber philosophisch gesehen auch von Gesellschaften. Das Schaubild vergleicht die Ausgaben, ausgedrückt in Prozent von der jeweiligen Wirtschaftsleistung, die 12 langjährige europäische NATO-Mitglieder seit 1990 für soziale Zwecke (dunkelblau - inkl. Gesundheit, Unterkunft und Sozialhilfe) und Verteidigung ausgelegt haben. Ist dies Zeugnis einer Zeitenwende? Die Zunahme der Verteidigungsausgaben seit dem Fall der Mauer zeigen bis dato nur den Trend zu einer Normalisierung, d.h. sie bewegen sich jetzt auf einem ähnlichen relativen Niveau wie 1990. Nachdenklich stimmen sollte uns die überdimensionale Steigerung der Sozialausgaben, die Zeichen eines ausufernden Sozialstaats, demographischer Veränderungen und eines fehlgesteuerten Sozialsystems ist. Per Saldo zeigt die Zementierung der sozialen Ausgabensteigerungen das Scheitern unserer demokratischen Prozesse. Denn sollten Staaten nicht wie Privathaushalte agieren (müssen)?

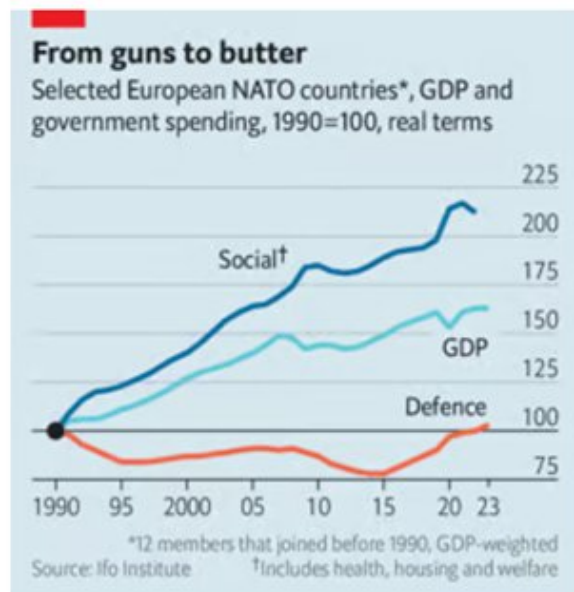


IMAGE: THE ECONOMIST

Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Der Wirtschaftsprofessor Scott Galloway befasste sich jüngst³ mit der unterschätzten Dimension des Booms rund um die Künstliche Intelligenz (KI). Er sieht die Chips (GPUs) von Nvidia als legale, leistungssteigernde Medikamente für Unternehmen. Das Unternehmen Meta vergleicht er dabei mit einem „1980er Ostdeutschen Olympioniken“, da das Unternehmen nun mit Microsoft der größte Käufer von Nividias Superchips ist. Ein Kampf der Giganten oder ein Trend mit Breitenwirkung?

Ozempic und andere GLP-1 Medikamente induzieren nicht ein Abnehmen per se, sondern reduzieren unsere Esssucht. Dieser neurochemische Wirkstoff

ESTIMATED NVIDIA H100 SHIPMENTS BY END CUSTOMER 2023



³ Blog vom 23.2.2024: Corporate Ozempic.



hat daher besonderes Potential, viele unserer sozialen Überflussprobleme anzugehen. Vergleichbar damit kann KI eine ewige unternehmerische Zwickmühle angehen: wie können die Umsätze gesteigert werden ohne die Kosten zu erhöhen? Wir werden sehen, wieviel dies Unternehmen wert ist – schließlich lassen es sich Konsumenten \$ 1.000 monatlich kosten, ohne Quälereien abzunehmen! Wir stehen offenbar vor einem weiteren Technologiesprung, dessen Auswirkungen in vielen Dimensionen auch viele Herausforderungen mit sich bringen wird.

Indikatoren unter Beobachtung

Die Weltbank beginnt ihren diesjährigen Report⁴ mit der Bedeutung, die Gold seit Jahrtausenden als wichtiger Baustein im globalen Finanzsystem hat. Auch heute noch spielt es eine herausragende Rolle: als Absicherung gegen Inflation, als sicherer Hafen für das Vermögen und für Zentralbanken als Währungsreserve. Letztere kauften in den Jahren 2022 und 2023 Gold in einem Rekordvolumen von je knapp 1.100 Tonnen. Nach einem systematischen Gold-Abverkauf vor allem der westlichen Zentralbanken seit den späten 90er Jahren, drehte sich dieser Trend nach der Finanzkrise. Vor allem die Institute der Schwellenländer sind seit 2010 strategisch und langfristig auf die Akkumulation dieser Geldreserve konzentriert.

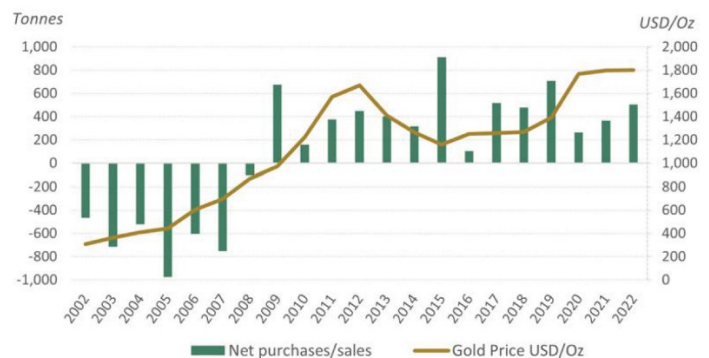
Was hat sich geändert und hält dieser Trend an? Gold ist neutral und damit nimmt seine Bedeutung als Währungsreserve in Zeiten zu, wenn z.B. die USA und die europäischen Länder die Reservewährung als (geo-)politische Waffe einsetzen: Russland wurde vom weltweiten Zahlungssystem SWIFT ausgeschlossen und die internationalen Vermögensanlagen von russischen Bürgern konfisziert. Diese Aktion ist eine Drohung an jedes Land, dass sich nicht auf die Seite der USA bzw. des Westen stellt.

Das Ende des US-Dollars ist damit noch nicht eingeläutet. Denn in Zeiten lauter werdender Kriegstromele suchen Großvermögen historisch immer einen sicheren Hafen. Dies ist immer noch die USA. Kriege sind historisch mit Inflation und höheren Zinsen verbunden und so werden sich diese Institutionen von Staatsanleihen fernhalten. Kapital wird in Investments mit Qualität und Liquidität fließen, so dass vornehmlich der Dow Jones Industrial Index und große Qualitätstitel profitieren sollten.

Indikatoren unter Beobachtung II

Brot und Spiele scheinen die europäische Medienlandschaft zu dominieren. Dabei wird dem Kontinent derzeit bildlich gesprochen das Herz ausgerissen: Seit Beginn der sich nun einnistenden kriegerischen Auseinandersetzungen in Europa findet eine nicht endende Zerstörung unserer Industrie statt. Die Dramatik ist am Platz, stellt die europäische Industrie doch das Zentrum unseres Wohlstands dar. Der Zenith in 2016 markierte eine nicht mehr aufhaltbare Deindustrialisierung, die sich seit 2022 insbesondere in Deutschland zu beschleunigen scheint. Miserable politische Entscheidungen, inklusive

FIGURE 1. CENTRAL BANK NET GOLD PURCHASES AND SALES



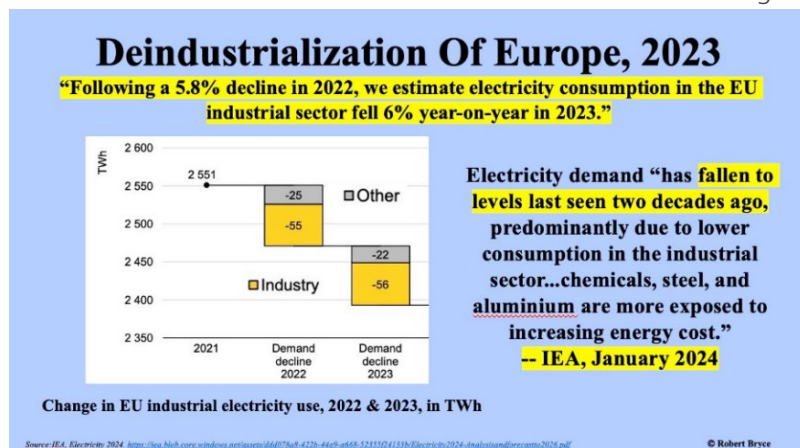
Source: Bloomberg, World Gold Council.

⁴ World Bank Report 2024: Gold Investing Handbook for Asset Managers.



der illusionären Decarbonisierungsziele, der strategielose Übergang in erneuerbare Energien und die starke Abhängigkeit von russischem Gas sind Grund dieser selbstverschuldeten Malaise.

Wachstum wird durch vermehrten Elektrizitätsverbrauch generiert – und umgekehrt. Daher



repräsentieren Statistiken hierzu die wirtschaftliche Vitalität einer Region. Der neueste Report der International Energy Agency (IEA) zeigt auf, dass global im letzten Jahr 2,2% mehr Elektrizität nachgefragt wurde. Bis 2026 schätzt das Institut global eine weitere Zunahme von jährlich 3,4%. Vor allem Chinas Verbrauch steigerte sich in 2023 um 6,4%. Dies steht in

starkem Kontrast zur Reduktion in Europa von 3,2%, nach minus 3,1% in 2022. Der Rückgang ist mehrheitlich auf die Industrie zurück-zuführen, die 5,8% weniger Elektrizität in 2022 verbrauchte. Auch dieses Jahr, wie die beigefügte Graphik zeigt, wird der Rückgang auf ca. 6% geschätzt. Dies sind erstaunliche Statistiken, die wenig Hoffnung auf Stabilisierung zeigen.

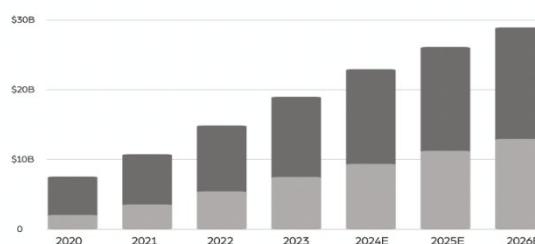
Indikatoren unter Beobachtung III

Angesichts der sich intensivierenden Widrigkeiten ist Ablenkung, oben als ‚Spiele‘ bezeichnet, stark gefragt. Dies zeigt sich auch an einer Branche, die z.B. in den USA das zweitstärkste Wachstum (nach KI) erfährt: das Glücksspiel bzw. Sportwetten⁵. Hier vereinen sich Technologie und regulatorische Veränderungen zu einem enormen Trend. Denn das Glücksspiel war seit dem späten 19. Jahrhundert in den USA (Ausnahme z.B. Las Vegas) verboten. Auch zur Erschließung von neuen Steuergeldern legalisierten mehr und mehr Staaten diese Aktivität in den letzten Jahren. Das Verbreitungspotential ist hoch, kann man doch über eine App mit seinem Handy bequem Wetten abschließen.

Dem monetären Bonanza für Firmen wie Flutter, MGM oder DraftKings stehen aber große Risiken für bestimmte Zielgruppen entgegen. Sie sind wohlbekannt, erfahren aber wenig Aufmerksamkeit. Wetten, aber auch Aktienspekulation (Robnhood und GameStop!), können mit Alkohol oder entspannenden Drogen verglichen werden, da das menschliche Gehirn dabei Dopamine produziert. Abhängigkeit ist die Sucht nach diesen Dopaminen.

Von der Spielsucht sind insbesondere junge Männer betroffen, denen man fälschlicherweise häufig Charakterschwäche vorwirft. Spielsucht ist für Dritten kaum erkennbar und führt vielfach zum wirtschaftlichen Ruin. Darüber hinaus ist sie statistisch für mehr Selbstmorde verantwortlich als Drogenabhängigkeit. Verbote helfen sicherlich nicht, aber Schulen sollten die jungen Menschen sensibilisieren. Und vielleicht wäre ja das vorher erwähnte Ozempic auch hier ein Lösungsweg für Opfer.

U.S. ONLINE GAMBLING REVENUE SPORTS BETTING & CASINO AND LOTTERY



SOURCE: STATISTA MARKET INSIGHTS

⁵ Scott Galloway, Blog „Dopa Bowl“, 16.2.2024.



Einschätzungen

Die Zinspolitik der Zentralbanken ist weiterhin im Fokus der globalen Anlegergemeinde. Die Situation ist komplex, denn es wird immer wieder verdrängt, dass die Zentralbanken nur die kurzfristigen Zinsen beeinflussen können. Die langfristigen Zinsen werden vom Markt bestimmt. Daher mussten die Zentralbanken für ein niedriges Zinsniveau in der Vergangenheit auf das sogen. Quantitative Easing zurückgreifen, bei dem sie langfristige Staatsanleihen vom Markt nahmen (kauften), um das Angebot zu verknappen.

Die Geopolitik wird die nächsten Jahre vieles in den Finanzmärkten und unserem Leben beeinflussen. Denn nun hat sich wesentliches verändert: die Kriegsherde weiten sich aus und Regierungen weltweit reagieren mit hoher Schuldenaufnahme. Historisch steigen Zinsen in diesem Umfeld, zusammen mit einer sich intensivierenden Inflation. Regierungen werden auch diesmal nur auf die altbewährten Instrumente zurückgreifen können: Kapitalkontrollen, Währungsreformen (digitales Zentralbankgeld), Lohn- und Preiskontrollen und Rationierungen.

Wo könnte ein Schwerpunkt für Investitionen liegen? Sicherlich werden Branchen wie das Glücksspiel und sanktionierte Drogen (Alkohol, Marihuana, Glücksspiele) profitieren. Daneben sollten wirtschaftliche Sondersituationen in der Zukunft eine große Rolle spielen – sei es bei der Versorgung von Grundbedürfnissen, aber auch strategisch notwendigen Branchen. Die Entwicklung der wichtigsten Währungen wird von zunehmend stärker werdenden Kapitalströmen, aber auch strategischen Bedürfnissen der Länder, abhängen. 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 in der nordamerikanischen Währung und seinem Aktienmarkt erwartet.

Das Wesentliche

Wir rechnen auf Basis der obigen Ausführungen mit hoher Volatilität in den Herbst hinein. Wir verstehen darunter abrupte Preisbewegungen in jedwede Richtung, nicht aber einen Aktienmarktcrash. Man wird abwarten müssen, ob die sich derzeit abzeichnende, globale Wirtschaftserholung trotz der geopolitischen Unwägbarkeiten nachhaltig verfestigen kann. Insoweit wird sich auch die Anlagestrategie unseres Hauses zügig auf das jeweilige Kapitalmarktumfeld einstellen.

Jeder ist sich intuitiv bewusst, dass trotz boomenden Aktienmärkten und derzeitig (noch?) niedriger Arbeitslosigkeit vieles im Argen liegt. Sicherlich im Vergleich zu den 90er Jahren. Aber letztlich ist es eine Frage der Perspektive und worauf man sich konzentriert: auf das Negative oder auf das Positive. Die Anlagestrategie unseres Hauses fokussiert sich gerne auf das Positive: steigende Trends, wo immer sie sich manifestieren. Opportunitätskosten sind dabei zu berücksichtigen, ein aktiver Investmentstil ist in einer unübersichtlichen Gemengelage unabdingbar.

Das Team der ARS PECUNIAE GmbH sendet
herzliche Frühlingsgrüße